

Vergaderjaar 2018–2019

21 501-20

Europese Raad

Nr. 1457

VOORLICHTING VAN DE AFDELING ADVISERING VAN DE RAAD VAN STATE

Aan de Voorzitter van de Tweede Kamer der Staten-Generaal

Den Haag, 17 juni 2019

Bij brief van 8 januari 2019 heeft de Voorzitter van de Tweede Kamer der Staten-Generaal op de voet van artikel 21a, eerste lid, van de Wet op de Raad van State aan de Afdeling advisering van de Raad van State gevraagd haar van voorlichting te dienen betreft het Stabiliteits- en Groeipact.

Samenvatting en conclusie

De Tweede Kamer heeft de Afdeling advisering van de Raad van State verzocht hem voor te lichten over de gevolgen van het niet nakomen van afspraken in de Economische en Monetaire Unie (EMU) en over beleids-opties voor het geval meerdere lidstaten en bankenstelsels in de problemen zouden komen. Het verzoek van de Tweede Kamer volgt op de eerdere voorlichting «De staat van de euro» van november 2017 over de mogelijkheden tot verbetering van de naleving van Europese afspraken en over de verschillende opties voor de toekomst van de euro. De vragen van de Tweede Kamer komen voort uit bestaande zorgen over de naleving en handhaafbaarheid van de gemaakte afspraken en de robuustheid van de institutionele vormgeving van de euro. De Europese Raad zal in juni 2019 de strategische agenda voor de nieuw aantredende Commissie voor de periode 2019–2024 vaststellen. Daarin is verdere verdieping van de EMU voorzien. Deze voorlichting kan helpen om vanuit de Nederlandse beleidsvoorkeuren een positie in te nemen ten aanzien van instrumenten die de risico's in de eurozone verminderen.

Deze voorlichting sluit direct aan bij in de vorige voorlichting getrokken conclusies ten aanzien van de Nederlandse belangen bij de vormgeving van de toekomst van de EMU. Deze beleidsvoorkeuren behelsden vier elementen: een stabiel en open handelssysteem; macro-economische beleidsdiscipline en toezicht op naleving van afspraken; voldoende beleidsconcurrentie en marktwerking; en aanpassing van onevenwichtig-heden in plaats van financiering daarvan. Mogelijke maatregelen en

instrumenten om de risico's te verminderen worden beoordeeld tegen de achtergrond van deze voorkeuren.

De EMU kan niet los worden gezien van het overkoepelende proces van Europese integratie, waaraan de introductie van de euro – nu twintig jaar geleden – een extra dimensie heeft toegevoegd. Nederland beleeft een relatief voorspoedige economische tijd in de eurozone en profiteert als handelsland meer dan gemiddeld. De financiële crises in de jaren 2008 – 2013 hebben niettemin aangetoond dat ook Nederland, met een relatief sterke economie en een ordelijke staat van de overheidsfinanciën, niet ongevoelig is voor externe schokken. Er zijn ook landen in de eurozone die structureel achterblijven en voor problemen zorgen die ook andere lidstaten van de eurozone raken. De vanzelfsprekende onomkeerbaarheid van de euro is in het Nederlands belang en dat geldt evenzeer voor een verdere versterking van de muntunie. De Afdeling betoogt in deze voorlichting dat versterking van het institutioneel en bestuurlijk kader van de eurozone en vervolmaking van de bankenunie en van de kapitaalmarktunie hand in hand gaan om het vertrouwen in de muntunie te versterken.

De versterking van de EMU na de financiële crisis, met de introductie van de bankenunie en een gemeenschappelijk stabiliteitsmechanisme (ESM), heeft een zekere mate van rust teruggebracht in de eurozone. De muntunie staat er duidelijk beter voor dan tien jaar geleden. Over de gehele linie zijn risico's zijn afgenomen, maar er blijven kwetsbaarheden bestaan. De vraag is of de eurozone voldoende is toegerust voor een volgende crisis, die zich niet goed laat voorspellen. Achterliggend is de zorg of de gemaakte bestuurlijke en institutionele afspraken voldoende krachtig zijn. Een nieuwe dimensie in de vraagstelling van de Tweede Kamer is de zorg over nog zwakke bankstelsels in een aantal landen en de aanhoudende financiële fragmentatie in de eurozone.

Sedert de laatste voorlichting heeft de economie van de eurozone zich gunstig ontwikkeld. De eurolanden laten positieve groeicijfers zien, de steunprogramma's voor probleemlanden zijn succesvol en de begrotings-situatie is wezenlijk verbeterd, met een gemiddeld overheidstekort van 0,5% bbp in de eurozone. Ook zijn de risico's bij banken fors afgenomen door versterking van de kapitaalpositie en de afbouw van probleemleningen. Tegelijkertijd blijven structurele hervormingen achter in landen die daar niet door een ESM-programma toe werden gedwongen, ook in Nederland. Daardoor blijft de eurozone steken op een te laag potentieel groeipad van 1¼%. Een aantal landen laat een hardnekkig hoge overheidsschuld zien en voor het eerst heeft de Commissie een begroting in eerste instantie afgewezen.

Er blijven dus risico's bestaan. Vanuit *economisch en budgettair perspectief* omdat enkele landen onvoldoende inzetten op schuldreductie en economische versterking. Vanuit *financieel en monetair perspectief* door de financiële fragmentatie en aanhoudende verwevenheid van overheden en banken, die ook het monetaire beleid bemoeilijkt. En vanuit *institutioneel en bestuurlijk perspectief* omdat de afspraken door politieke afwegingen onvoldoende worden nageleefd en gehandhaafd.

De risico's binnen de eurozone doen zich met name voor langs het kanaal van de financiële markten, de bancaire sector en de overheden. In normale omstandigheden kunnen schokken worden opgevangen, maar in een crisis kunnen deze risico's zich juist versterken en verspreiden. De doorwerking van crises zal beperkter blijven, naarmate het beter lukt om destabiliserende kapitaalstromen, financiële fragmentatie en besmetting te voorkomen. Dat kan *via publieke mechanismen* waarmee Europese publieke middelen worden ingezet, zoals tijdens de crisis, maar risico-

deling kan ook meer en sterker plaatsvinden *via de private sector*. De mate waarin private risicodeling optreedt hangt in belangrijke mate samen met de structuur van het financiële stelsel. De private risicodeling in andere monetaire gebieden, waaronder de Verenigde Staten, is vele malen groter dan die in de eurozone. Binnen Europa speelt het bankwezen een veel grotere rol in de financiering van het bedrijfsleven dan elders en de verschillen in financiële regelgeving binnen de eurozone staan het ontstaan in de weg van een efficiënte Europese kapitaalmarkt, waar de private sector schokken opvangt.

Versterking van de private risicodeling vermindert de kans dat de Nederlandse overheid, en daarmee de Nederlandse belastingbetaler, nadelige financiële gevolgen ondervindt van crises die elders ontstaan. Dat betekent ook dat de marktdiscipline *ex ante* zal bevorderen dat landen op het juiste economische pad worden gehouden, omdat marktpartijen zelf de nadelige gevolgen ondervinden van financiering van kwetsbare overheden en banken. Ook dan zullen vormen van publieke risicodeling nodig blijven om financiële instabiliteit en besmetting te voorkomen, maar de risico's worden evenwichtiger verdeeld dan nu het geval is.

In deze voorlichting wordt een *risicoraamwerk* gepresenteerd, waarin uiteengezet wordt welke instrumenten er al zijn om de voornaamste risico's tegen te gaan en waar versterking geboden is om de risico's beheersbaar te houden. Dat biedt een concreet aangrijppingspunt om nader in te gaan op de vragen van de Tweede Kamer.

De *eerste vraag* van de Tweede Kamer betreft de gevolgen van het structureel niet nakomen van de afspraken. Naar voren komt dat met name de norm voor de overheidsschuld – 60% bbp of in een bevredigend tempo daar naartoe dalend – en de macro-economische beleidsaanbevelingen door een aantal landen al langere tijd niet goed worden nagekomen. Hierop wordt niet altijd voldoende gehandhaafd door de Commissie, het sanctie-instrument is nog nauwelijks ingezet. De gevolgen van het niet-nakomen van de afspraken zijn in de eerste plaats negatief voor de betrokken landen zelf. Zij worden geconfronteerd met hogere rentelasten en ontberen ruimte voor een stimulerend economisch beleid, waardoor het moeilijk is om «uit de schuld te groeien». Maar ook de andere landen in de eurozone hebben er last van, met name als er financiële fragmentatie en besmetting optreedt.

Als er dan toch financieringsproblemen ontstaan omdat een land zich niet aan de afspraken houdt, belanden ook grote risico's bij de overige landen die de via het ESM gefinancierde steunoperaties garanderen en indirect risico lopen op de uitzettingen in deze landen door de Europese Centrale Bank (ECB). Zo kan het structureel niet nakomen van afspraken het onderlinge vertrouwen tussen lidstaten aantasten. Overigens kunnen er ook crises ontstaan die los staan van de gemaakte afspraken. De grote verschillen in schuldposities van de aan de eurozone deelnemende lidstaten – van 8% bbp in Estland tot 180% bbp in Griekenland – hinderen de efficiënte werking van een Europese kapitaalmarkt. Voor een belangrijk deel betreft dit hardnekkige *legacy* problemen; de problematische overheidsschuld bevindt zich immers vooral in de landen die ook al met een hoge schuld toetraden tot de euro.

In reactie op de *tweede vraag* van de Tweede Kamer naar de beleidsopties die openstaan om deze risico's te mitigeren en als ze zich toch voordoen de negatieve gevolgen ervan zoveel mogelijk te beperken, komt de Afdeling tot een combinatie van preventieve maatregelen in de arrangementen voor publieke risicodeling en een grotere nadruk op versterking van private risicodeling.

De risico's vanuit *budgettaire en economisch perspectief* kunnen beter worden beheerst door sterkere naleving en handhaving van de afspraken op begrotings- en macro-economisch terrein. Nederland heeft er immers belang bij dat dit ertoe leidt dat de eurozonelanden en de EMU als geheel robuuster en stabiel worden. De risico's vanuit *institutioneel en bestuurlijk perspectief* kunnen beter worden beheerst door de onderscheiden rollen van de Commissie beter af te bakenen en daarmee de besluitvorming transparanter te maken. Om de handhaving van gemaakte afspraken te versterken staan meerdere opties open. De Afdeling doet daartoe de volgende *aanbevelingen*:

i. Vereenvoudiging van begrotingsregels

Het geheel aan begrotingsregels kan aan kracht winnen door daarin meer eenvoud aan te brengen. De in de loop van de afgelopen jaren, overigens op aandringen van de lidstaten zelf, aangebrachte flexibiliteit in de regels heeft vooral gezorgd voor complexiteit. Dat heeft tevens geleid tot meer discretionaire beoordelingsruimte, die in de praktijk de handhaving in de weg heeft gestaan. Het pleidooi van onder andere de European Fiscal Board om meer op de uitgavenregel en de overheidsschuld te sturen dan op het structurele saldo, dat van ramingen afhankelijk is en moeilijker te duiden, zou een zinvolle stap zijn. Bij de voorgenomen evaluatie van de werking van het SGP kan dit een belangrijk punt van aandacht zijn.

ii. Meerjarige strategie gericht op schuldreductie en structurele hervormingen

De Afdeling beveelt aan om de begrotingsregels en afspraken meer te richten op de meerjarenbegroting, die bij de landen met een structureel te hoge schuldpositie een tijdpad voor schuldreductie omvat. Idealiter gaat een dergelijke meerjarige strategie van schuldreductie tezamen met structurele hervormingen. Zo wordt ook beter aansluiting verkregen bij de aanbevelingen uit de procedure bij macro-economische onevenwichtigheden (MEOP) voor structurele hervormingen, die naar hun aard vaak een middellang karakter hebben. Positieve prikkels kunnen worden geboden door inzet van Europese middelen bij structurele hervormingen. Ook zou de gang naar een preventieve kredietlijn van het ESM aantrekkelijker kunnen worden gemaakt. De Afdeling acht het daarbij van belang een rol voor het Internationaal Monetair Fonds (IMF) te behouden vanwege zijn onafhankelijke blik van buiten.

iii. Ontvlechting van Commissietaken bevordert transparante besluitvorming

De vervlechting van verschillende rollen binnen de Commissie vermindert de transparantie van de besluitvorming en kan leiden tot ondoorzichtige politieke afwegingen bij de beoordeling of al dan niet aan de afspraken is voldaan. De Afdeling adviseert om de ramingen van macro-economische en budgettaire gegevens onder te brengen bij een zelfstandig onderdeel dat onafhankelijk opereert van de beleidsonderdelen van de Commissie. Daarnaast acht de Afdeling het van belang om positie van de European Fiscal Board (EFB) in algemene zin te verstevigen, met adequate ondersteuning, en om deze in het bijzonder te mandateren tot het formuleren van onafhankelijke oordelen en aanbevelingen ten aanzien van de naleving van de afspraken. Ook kan worden overwogen om de Europese Commissaris belast met begrotingszaken een sterkere rol te geven.

iv. Sterkere marktdiscipline

Houdbare overheidsfinanciën zouden gebaat zijn bij een sterkere marktdiscipline door meer vast te houden aan het principe van no-bailout, waardoor er een betere balans ontstaat tussen private en publieke risicodeling. Om te voorkomen dat financiële markten blijven speculeren op financiële steun, zou een schuldhierstructureringsmechanisme moeten worden ingesteld. Daarmee zouden in laatste instantie schulden die onhoudbaar zijn op een ordentelijke wijze worden afgewikkeld en verliezen worden gedragen door private marktpartijen. De wetenschap dat schuldhierstructurering tot het instrumentarium behoort zal in de hand werken dat risico's adequater worden geprijsd. Hierstructurering zal altijd moeten samengaan met het benutten van bestaande vangnetten binnen het ESM.

De risico's vanuit *financieel en monetair perspectief* kunnen beter worden beheerst door de bankenunie en kapitaalmarktunie af te maken, waardoor een veel sterkere mate van private risicodeling optreedt en de verwevenheid van banken en overheden wordt verminderd. De Afdeling doet daartoe de volgende *aanbevelingen*:

v. Beperking overheidsschuld op bankbalansen

Om marktdiscipline geloofwaardig toe te passen moet er geen twijfel bestaan dat handhaving van de no bailout-clausule niet direct tot grootschalige problemen in de bancaire sector leidt. Daarom is het essentieel dat de verwevenheid van overheidsschuld en bankbalansen wordt verminderd door de hoeveelheid staatsobligaties van de eigen overheid die banken op hun balans mogen hebben te beperken. De Afdeling stelt voor om de overheidsschuld op bankbalansen (*sovereign exposure*) te limiteren en in de tijd verder terug te dringen. Dat moet de negatieve verwevenheid van banken en overheden doorbreken en voorkomen dat overheden en bankenstelsels tegelijkertijd in de problemen komen, de zorg van de Tweede Kamer.

vi. Voltooiing bankenunie

Sterkere private risicodeling kan worden bereikt door de bankenunie af te maken. Daartoe is afronding van het Europese depositogarantiestelsel als sluitstuk van de bankenunie dringend nodig. Een bevredigende oplossing voor de *sovereign exposure* op bankbalansen (zie advisering boven) is hiertoe behulpzaam. Ook het gemeenschappelijke afwikkelingsmechanisme (SRF) wacht nog op voltooiing door onderbrenging van een gemeenschappelijke achtervang (*backstop*) in het ESM. Als depositotoe- goeden in alle eurozonelanden de zelfde bescherming genieten vermindert de financiële fragmentatie en wordt de vorming van Europese banken gemakkelijker. Meer grensoverschrijdende integratie kan de stabiliteit in de EMU bevorderen, mits dit gebalanceerd en onder de juiste voorwaarden plaatsvindt.

vii. Een concreet actieprogramma gericht op één Europese kapitaalmarkt

De Afdeling acht het van belang om de kapitaalmarktunie als onderdeel van het interne-marktprogramma de komende jaren met telkens kleine stappen vorm te geven. De totstandkoming van één Europese kapitaalmarkt wordt nu gehinderd omdat lidstaten blijven hechten aan nationale gebruiken en regelgeving, die soms de nationale marktpartijen bevoor- delen. Tot de wenselijke verbeteringen behoort dan ook in ieder geval het versterken van de Europese kapitaalmarkttoezichthouder ESMA, waardoor meer harmonisatie van nationale regelgeving tot stand kan komen.

Daarnaast kan gedacht worden aan stappen gericht op het versnellen van de uitvoering van procedures bij faillissement en het wegnemen van belemmeringen bij grensoverschrijdend aandelenbezit, zoals dubbele belasting. Mede in dit licht is een eenduidig civielrechtelijk kader voor transacties, zeker nu na de brexit de gewoonte om deze onder Brits recht af te handelen op de tocht staat, van belang. Een efficiënt werkende interne kapitaalmarkt vermindert de afhankelijkheid van bancaire kredietverlening in Europa en zorgt ook voor meer stabiliteit. Het vergroot ook de toegankelijkheid tot financiering van het midden- en kleinbedrijf, een aandachtspunt voor Nederland. Bovendien wordt de private risicodeling versterkt, waarbij niet de publieke sector maar de marktpartijen die overheden met een te hoge overheidsschuld of zwakke banken hebben gefinancierd de risico's dragen.

De Tweede Kamer vraagt ten slotte – *de derde vraag* – hoe te acteren in een zeer ernstige crisissituatie waarbij meerdere landen en bankenstelsels tegelijkertijd in de problemen zijn. De consequenties hiervan zouden in alle omstandigheden ernstig zijn en alle inspanningen dienen er dan ook op te zijn gericht een dergelijke situatie te voorkomen. Daartoe zijn in deze voorlichting verschillende wegen aangeduid om eerder – preventief – in te grijpen en de ex ante marktdiscipline te versterken. Dat neemt niet weg dat in een gezamenlijk verband van overigens soevereine staten er zich toch situaties voordoen waarin er grenzen zijn aan wat via overreding en strenge handhaving kan worden bereikt. De ervaring uit het verleden leert bovendien dat crisissituaties zich altijd kunnen voordoen, ook als landen zich wel aan de afspraken houden, al was het maar omdat de eurozone onderdeel is van wereldwijde economische, financiële en monetaire *ups-and-downs*. Een veel grotere mate van private risicodeling kan in dat soort situaties worden bereikt als sprake is van een efficiënt werkende Europese kapitaalmarkt, waardoor de risico's beter worden gespreid en minder beroep op publieke middelen behoeft te worden gedaan.

Het bestaande instrumentarium is naar het oordeel van de Afdeling na versterking langs boven aangegeven lijnen toereikend om problemen in voorzienbare omstandigheden op te vangen en in goede banen te leiden. Tot de instrumenten die verder ontwikkeld zouden moeten worden, behoort een van te voren vastgesteld herstructureringsmechanisme, waarbij in een zeer ernstige crisis met onhoudbare schuldposities de verliezen worden geleden door de private partijen die in deze landen en banken hebben belegd. Dat versterkt de marktdiscipline omdat het principe van no-bailout dan geloofwaardiger wordt. Maar het zal, afhankelijk waar de verliezen neerslaan, tot grote schokeffecten elders leiden. Ook in Nederland dat immers zijn pensioenvermogen in het buitenland heeft belegd, terwijl ons bedrijfsleven zeer internationaal is geïntereerd en grote belangen in het buitenland heeft.

Indien een omvangrijke crisissituatie zich voordoet, waarbij verschillende (grote) landen zijn betrokken, zijn de dan nog openstaande instrumenten het tot nu toe niet ingezette OMT-programma van de ECB (*Outright Monetary Transactions*) en de inschakeling van het IMF. Met het in 2012 geïntroduceerde OMT-programma fungeert de ECB als *lender of last resort* binnen de eurozone. De effectiviteit ervan, waarbij ongelimiteerd obligaties van lidstaten worden opgekocht door de ECB, hangt sterk samen met de voorwaarden die het programma stelt aan overheden, met name de eis dat een aanpassingsprogramma met het ESM moet zijn overeengekomen. Het IMF fungeert als *lender of last resort* binnen het internationale financiële stelsel en heeft ervaring met zeer omvangrijke crisissituaties. In beide gevallen is sprake van vergaande conditionaliteit die er op is gericht door sterke beleidsaanpassingen de schuldhoud-

baarheid te herstellen zodat de betrokken landen weer toegang tot de financiële markten verkrijgen.

Niettemin is in die omstandigheden het risico niet denkbeeldig dat de samenhang van het eurostelsel onder druk komt. Nederland is als open economie en mainport voor het Europese achterland bijzonder kwetsbaar als door uittreding of uiteenvallen van de eurozone de ongehinderde toegang tot de markten tegen vaste wisselkoersen in omliggende landen in gevaar zou komen. Nederland zou dus zijn economische structuur moeten versterken door meer te investeren in innovatie en zo minder afhankelijk te worden van zijn handels- en distributierol, die in een rampscenario kwetsbaar is. Volgens de Afdeling verdient het overweging dat de Nederlandse overheid in de Miljoenennota periodiek een analyse opneemt waarin de risico's van een crisissituatie in de eurozone worden doorgerekend en wordt aangegeven hoe deze risico's worden gemitigeerd. Als onderdeel van deze analyse wordt ook de voortgang van de maatregelen ter versterking van de EMU beschreven.

De Afdeling concludeert dat al met al een proactieve inzet van Nederland in Europees verband, vanuit de drie behandelde perspectieven, veruit het meest effectief is om de voordelen van de euro voor Nederland, en voor omliggende landen, te behouden en te versterken. Dat vereist een drieslag, waarbij in onderlinge samenhang de handhaving van de afspraken wordt verbeterd, de bankenunie wordt afgerond en een kapitaalmarktunie tot stand komt. De door de Afdeling voorgestelde maatregelen zijn samengevat in Box 1.

Box 1 Voorgestelde maatregelen

Versterk naleving en handhaving van afspraken

- i. *vereenvoudiging van begrotingsregels*
 - vermindering complexiteit
- ii. *focus op meerjarenbegroting: schuldreductie en structurele hervormingen*
 - aansluiting bij landspecifieke MEOP aanbevelingen
- iii. *ontvlechting van Commissietaken*
 - planbureau-achtige inrichting van ramingen
 - grotere rol European Fiscal Board bij oordeelvorming

Verschuiving van publieke naar private risicodeling

- iv. *sterkere marktdiscipline*
 - sterkere toepassing no-bailout
 - inrichting herstructureringsmechanisme
- v. *beperving sovereign exposure op bankbalansen*
 - concentratielimiet met transitieperiode

Meer robuuste financiële integratie op banken- en kapitaalmarkt

- vi. *voltooiing bankenunie*
 - voltooiing Europees Depositogarantiestelsel
 - gemeenschappelijke achtervang voor het Europese resolutiefonds
- vii. *concreet actieprogramma gericht op één Europese kapitaalmarkt*
 - versterken positie Europese toezichthouder ESMA
 - harmonisatie van regelgeving

BEHEERSING VAN RISICO'S IN DE EUROZONE

Inhoudsopgave

1.	Inleiding	8
2.	Hoe staat de eurozone er voor?	11
	2.1 <i>De risico's van het niet-nakomen van afspraken</i>	11
	2.2 <i>Macro-economische afspraken</i>	13
	2.3 <i>Budgettaire afspraken</i>	15
	2.4 <i>Afspraken in de bancaire sector</i>	19
	2.5 <i>De institutionele versterking schrijdt langzaam voort</i>	22
3.	Afspraken en risico's vanuit verschillend perspectief	23
	3.1 <i>Budgettair en economisch perspectief</i>	23
	3.2 <i>Perspectief van stabiele financiële en monetaire omgeving</i>	24
	3.3 <i>Institutioneel en bestuurlijk perspectief: handhaving van afspraken en verantwoording</i>	25
4.	Hoe werken risico's bij banken en overheden door in de monetaire unie	29
	4.1 <i>Kanalen waarlangs een crisis doorwerkt</i>	29
	4.2 <i>Factoren die de effecten van financiële crises beïnvloeden</i>	30
	4.3 <i>Financiële integratie en risicodeling: een vergelijking met de VS</i>	32
	4.4 <i>Illustratie van mogelijke effecten op Nederland</i>	33
5.	Hoe de risico's in het huidige raamwerk te verminderen en op te vangen	35
	5.1 <i>Risicoraamwerk</i>	35
	5.2 <i>Instrumenten ter voorkoming van risico's</i>	36
	5.3 <i>Instrumenten om risico's bij overheden op te vangen</i>	37
	5.4 <i>Instrumenten om risico's bij banken op te vangen</i>	39
	5.5 <i>Effectiviteit van de mechanismen</i>	43
6.	Verbeteringen om de risico's verder te beheersen	43
	6.1 <i>Betere handhaving, preventie en private risicodeling</i>	43
	6.2 <i>Versterk naleving en handhaving van afspraken</i>	44
	6.3 <i>Verschuiving van publieke naar private risicodeling</i>	47
	6.4 <i>Meer robuuste financiële integratie op de banken- en kapitaalmarkt</i>	49
	6.5 <i>Versterken structurele weerbaarheid Nederlandse economie</i>	51
7.	Conclusie: de vraagstelling van de Tweede Kamer	52
	7.1 <i>Eerste voorlichtingsvraag</i>	52
	7.2 <i>Tweede voorlichtingsvraag</i>	53
	7.3 <i>Derde voorlichtingsvraag</i>	54
	Geraadpleegde literatuur	56
	Lijst van gebruikte afkortingen	57

1. Inleiding

De Tweede Kamer heeft op 12 december 2018 de motie-Omtzigt/Bruins aangenomen. In deze motie wordt de Afdeling advisering van de Raad van State verzocht met een aanvullend advies te komen over de gevolgen van het structureel niet nakomen van afspraken en daarbij beleidsopties en voorzorgsmaatregelen te formuleren die Nederland zou kunnen

nemen, en tevens advies te geven over een situatie dat meerdere lidstaten en meerdere bankenstelsels tegelijk in de problemen komen. Het verzoek van de Tweede Kamer volgt op de voorlichting «De staat van de euro» die de Afdeling advisering van de Raad van State op 8 november 2017 op verzoek van de Tweede Kamer uitbracht over de mogelijkheden tot verbetering van de naleving van Europese afspraken en over de voor- en nadelen van verschillende opties voor de toekomst van de euro.

De motie is nader uitgewerkt in een aantal voorlichtingsvragen, die de voorzitter van de Tweede Kamer de Afdeling bij brief van 8 januari 2019 heeft voorgelegd (bijgevoegd). De voorlichtingsvragen luiden:

1. *Wat zijn de gevolgen van het structureel niet nakomen door lidstaten van de Europese Unie van afspraken over tekort- en schuldnormen?*
2. *Welke beleidsopties zijn er voor Nederland en welke voorzorgsmaatregelen zou Nederland kunnen nemen?*
 - a. *Welke acties kan Nederland (eventueel samen met andere landen) ondernemen indien een of meer landen in de eurozone structureel hun verplichtingen niet nakomen en die ook niet wensen na te komen?*
 - b. *Zijn andere beleidsopties wenselijk of noodzakelijk voor dit scenario?*
3. *Hoe zou kunnen worden geacteerd in een situatie dat meerdere lidstaten en meerdere bankenstelsels tegelijk in de problemen komen?*
 - a. *Wat zijn de kwetsbaarheden van Nederland bij een crisis in de eurozone waarbij een aantal grote landen tegelijk niet in staat zijn om hun schulden te financieren en de bankenstelsels in die landen tegelijk in elkaar klappen vanwege de bijbehorende crisis en de exposure op nationale staatsleningen?*
 - b. *Welke stappen kan Nederland nemen om dit scenario te voorkomen?*
 - c. *Welke stappen kan Nederland nemen om de kwetsbaarheden van Nederland in dit scenario te verkleinen?*

Voor het duiden van de vragen van de Tweede Kamer vindt de Afdeling een aantal overwegingen van belang. Ten eerste lijken de vragen te worden gesteld tegen de achtergrond van bestaande zorgen over de naleving en handhaving van de Europese afspraken in sommige lidstaten en over de soliditeit van delen van het Europese bankwezen. De zorg die spreekt uit de vraagstelling van de Tweede Kamer leeft breder in de samenleving. Deze zorg is niet louter economisch, financieel of monetair van aard. Deze zorg is ook, en wellicht wel primair, of de institutionele en bestuurlijke afspraken waarbinnen de euro functioneert, voldoende robuust zijn. Deze zorg raakt het functioneren van de Europese instellingen en de verhouding tussen de Europese instellingen en de lidstaten. De aanvaring van Italië met de Commissie over de begroting voor 2019 en de tegemoetkomingen van de Franse regering aan de gele-hesjes-beweging, die tot een lichte overschrijding van de begrotingsnorm leiden, voeden de perceptie dat structurele afwijking van de afspraken niet geheel ondenkbaar is. Ook was sprake van steunoperaties voor banken, waarbij de vraag is of in alle gevallen geheel gehandeld is in de geest van de afgesproken regels, die staatssteun verbieden en die er op toezien dat de rekening niet bij de belastingbetaler terecht komt. Tegenover deze zorgen zijn er echter ook zichtbaar positieve ontwikkelingen. Zo heeft de economie in de eurozone zich in de afgelopen jaren gunstig ontwikkeld. Mede dankzij succesvolle steunoperaties van het Europese Stabiliteitsmechanisme (ESM) hebben de meeste lidstaten zich hersteld van de financiële crisis. Ook daalde het gecombineerde begrotingstekort van de eurozone voor het vierde jaar op rij naar 0.5% van het bbp en zijn de kapitaalposities van banken aanmerkelijk versterkt. Daarom is een goede

inschatting nodig van de risico's die het niet nakomen van afspraken in deze omstandigheden nog met zich brengt.

Ten tweede richt de vraagstelling van de Tweede Kamer zich op de implicaties van een situatie waarin één of meer landen structureel de afspraken niet kunnen of niet willen nakomen. Hoewel dit niet direct tot een crisis hoeft te leiden, zou de eurozone bij herhaaldelijk niet nakomen van afspraken in een vertrouwenscrisis verzeild kunnen raken waarbij meerdere landen en bankenstelsels betrokken kunnen zijn. In de eerdere voorlichting «De staat van de euro» heeft de Afdeling bij de behandeling van de opties voor de toekomst van de euro stilgestaan bij «de mogelijkheid dat één of meerdere zwakkere lidstaten de EMU verlaten, hetzij doordat ze, al dan niet onder druk van de financiële markten, geen andere optie zien voor economisch herstel, dan wel doordat ze gedwongen worden tot een vertrek omdat ze afspraken niet nakomen». Dit scenario van desintegratie is als zeer onwenselijk bestempeld. De Tweede Kamer vraagt nu wat te doen om een dergelijk crisisscenario te voorkomen en, als het zich toch voordoet, de kwetsbaarheden voor Nederland te verkleinen. Deze vraag richt zich daarmee ook op de beoordeling of de na de financiële crisis getroffen maatregelen voldoende zijn om een volgende crisis te voorkomen en of aanvullende maatregelen nodig zijn.

Ten derde richt de vraagstelling zich met nadruk op de risico's die zijn verbonden aan de nog zwakke bankenstelsels in een aantal eurolanden. In de vorige voorlichting heeft de Afdeling vooral gewezen op de onderlinge verwevenheid van banken en overheden die de eerdere crisis in het eurostelsel aanzienlijk heeft verhevigd. Deze «blinde vlek» in het euroverdrag is gerepareerd door uiteenlopende maatregelen, waaronder de oprichting van de bankenunie. Daardoor is de institutionele omgeving waarin de Europese financiële sector opereert aanmerkelijk versterkt. Niettemin blijft de financiële fragmentatie in Europa groot. Ook blijven vragen bestaan rond de steunoperaties van de Europese Centrale Bank en de financiële risico's die Nederland hier loopt. Aandacht voor de risico's in de bancaire sector blijft geboden.

In het licht van bovenstaande zoekt de Afdeling toegevoegde waarde ten opzichte van de eerdere voorlichting door vooral een nadere analyse te geven van de risico's voor de financiële stabiliteit die zich kunnen voordoen wanneer overheden en bankstelsels in problemen zouden komen. Daarbij analyseert de Afdeling de maatregelen die reeds zijn genomen om deze risico's te voorkomen en te mitigeren mochten ze zich desondanks voordoen. Een belangrijk onderdeel daarvan vormen de afspraken die zijn gemaakt om problemen in het bankwezen niet af te wentelen op de samenleving. Voorts analyseert de Afdeling de obstakels die de financiële fragmentatie in Europa in stand houden en de mogelijkheden om deze weg te nemen. Daartoe is niet alleen het afmaken van de bankenunie vereist, maar wordt ook bezien welke concrete mogelijkheden open staan om toe te werken naar een goed functionerende kapitaalmarktunie, waar de risico's beter kunnen worden gespreid. De Afdeling advisering van de Raad van State brengt als adviseur van regering en parlement over wetgeving en bestuur de analyse en de aanbevelingen nadrukkelijk in verband met het institutioneel-bestuurlijke perspectief. In deze voorlichting staat met andere woorden in samenhang een drieslag centraal: institutioneel-bestuurlijke verbeteringen van handhaving van de afspraken, het afronden van de bankenunie en het bewerkstelligen van een kapitaalmarktunie.

Het advies is als volgt opgebouwd. In *hoofdstuk 2* worden de laatste ontwikkelingen met betrekking tot de vraagstelling belicht, in samenhang met de vorige voorlichting. Hierbij wordt ingegaan op de handhaving van de afspraken, en wat dit betekent voor de huidige economische risico's binnen de eurozone. Ook worden de vorderingen beschreven op institutioneel terrein van de Economische en Monetaire Unie sedert de vorige voorlichting.

In *hoofdstuk 3* worden de risico's die bestaan binnen de eurozone nader geduid vanuit verschillende invalshoeken. Net als in de voorgaande voorlichting worden het economische en het financiële perspectief aangevuld met een juridisch en institutioneel-bestuurlijk perspectief.

In *hoofdstuk 4* wordt dieper ingegaan op de vraagstukken die vanuit de vraagstelling van de Tweede Kamer zich voordoen in de financiële sector, en in het bijzonder bij het bankwezen. Het hoofdstuk beschrijft de kanalen waarlangs problemen bij banken en overheden in één van de lidstaten kunnen doorwerken naar andere lidstaten, inclusief Nederland. Hierbij wordt ingegaan op de verwevenheid van banken en overheden in de EMU en de optredende financiële fragmentatie in crisissituaties. Ook wordt de vergelijking gemaakt met de situatie in de Verenigde Staten.

In hoofdstuk 5 rondt de Afdeling zijn beschouwing over de risico's ten behoeve van de oordeelsvorming in de Tweede Kamer af met de presentatie van een risicoraamwerk, voortbouwend op de inzichten van de vorige voorlichting en het beoordelingskader dat daarin is ontwikkeld. Het risicoraamwerk biedt een overzicht van de maatregelen en acties die er binnen het bestaande Europese raamwerk al mogelijk zijn om deze risico's te vermijden of te verkleinen.

Hoofdstuk 6 biedt een overzicht van de maatregelen en acties die Nederland met andere landen kan ondernemen om de risico's nog verder te vermijden of te verkleinen. Daarbij gaat het om het vinden van de juiste balans tussen risico-mitigatie en risicodeling. Dit kan het parlement helpen in het maken van een realistische inschatting van de risico's en de mogelijkheden en vereisten om deze zo veel mogelijk te voorkomen. De mogelijke kosten die verbonden zijn aan het delen van risico's, afhankelijk van waar de kosten uiteindelijk neerslaan, kunnen dan worden afgewogen tegen de voordelen die de eurozone voor Nederland heeft.

In *hoofdstuk 7* worden aan de hand van het ontwikkelde risicoraamwerk de vragen van de Tweede Kamer in het licht van de voorgaande analyse beantwoord. Daarbij worden op hoofdlijnen aanbevelingen geformuleerd over de mogelijke Nederlandse opstelling naar de toekomst toe, die de kans op onwenselijke scenario's vermindert en de kwetsbaarheid van Nederland daarvoor zou kunnen verkleinen.

2. Afspraken en risico's: hoe staat de eurozone er voor?

2.1 De risico's van het niet-nakomen van afspraken

De eerste voorlichtingsvraag van de Tweede Kamer richt zich op de gevolgen van het niet-nakomen van afspraken, met name op begrotingsterrein. Hiervoor is een goede inschatting nodig van de mate waarin afspraken worden nagekomen, en de risico's die dat in de huidige economische constellatie met zich brengt. Dit hoofdstuk beschrijft daarom de recente ontwikkelingen die voor deze vraagstelling relevant zijn, mede in het licht van de voorgaande voorlichting van de Afdeling.

Hierbij wordt allereerst aandacht besteed aan de naleving en handhaving van afspraken. In de voorgaande voorlichting concludeerde de Afdeling ten aanzien van de begrotingsregels uit het Stabiliteits- en Groeipact (SGP): «*dat de regels in de correctieve arm betrekkelijk goed zijn nageleefd. De naleving van de begrotingsregels in de preventieve arm is echter zwak*» (p 41). Ten aanzien van de macro-economische regels uit de Macro-Economische Onevenwichtigheden procedure (MEOP) concludeerde de Afdeling: «*De naleving door de lidstaten schiet vooral bij de MEOP-afspraken tekort, terwijl de Commissie en Raad niet of in onvoldoende mate gebruik maken van de voorziene handhavinginstrumenten*» (p 47). Tevens bevat de voorgaande voorlichting meerdere opties om de handhaving en naleving van de regels te versterken (zie Box 2). Dit hoofdstuk beschrijft de laatste ontwikkelingen met betrekking tot naleving en handhaving van afspraken op budgettaire, macro-economisch en bancaire terrein.

Vervolgens wordt aandacht besteed aan de risico's in de economie van de eurozone. De economische gevolgen die het eventueel niet-nakomen van afspraken kunnen hebben, hangen immers in belangrijke mate samen met de aanwezige economische en financiële risico's. In een economisch stabiele omgeving zijn de gevolgen kleiner dan wanneer er sprake is van belangrijke kwetsbaarheden. Dit hoofdstuk beschrijft daarom welke vorderingen er zijn gemaakt met het verminderen van de budgettaire, macro-economische en bancaire risico's in het eurogebied, en welke kwetsbaarheden er nog zijn.

Ook wordt aandacht besteed aan de laatste ontwikkelingen rond de institutionele versterking van de EMU. Deze kunnen van invloed zijn op de mogelijke gevolgen van het niet-nakomen van afspraken. In de voorgaande voorlichting concludeerde de Afdeling: «*Toch is de EMU nog niet «afgerond»*» (p 67) en werd geoordeeld dat het «*onontbeerlijk is dat de EMU ook op financieel terrein verder wordt versterkt*» (p 87).

Box 2: Relevante aanbevelingen vorige voorlichting

In «De staat van de euro» (2017) is de Afdeling al ingegaan op een aantal aspecten die ook van belang zijn in het licht van de nu voorliggende vragen van de Tweede Kamer. Deze betreffen de mogelijkheden om de kwetsbaarheden te beperken, de beleidsopties om naleving en handhaving van afspraken te verbeteren en de beleidsrichtingen hoe om te gaan met crisissituaties. De aanbevelingen worden hier kort gerecapituleerd.

Beperking van kwetsbaarheden

1. Versterking van naleving en handhaving van begrotingsnormen en economische afspraken
2. Versterking van de preventieve werking van het Europees Stabilisatiemechanisme
3. Voltooiing van de bankenunie met depositogarantiestelsel en resolutiemechanisme
4. Bevordering van de kapitaalmarktunie

Beleidsopties om naleving en handhaving van afspraken te verbeteren

1. Vermindering en vereenvoudiging van regels
 - minder doelstellingen en indicatoren
 - minder discretionaire beoordelingsruimte
 - focus op afwijkingen buiten bandbreedte

2. Introductie van positieve prikkels
 - financiële steun bij structurele hervormingen
 - koppeling aan structuur- en cohesiefondsen
 - koppeling aan stabilisatiefonds
3. Handhaving los van politieke afweging
 - vaker stemming met omgekeerde gekwalificeerde meerderheid
 - beroep mogelijk maken bij Hof van Justitie
 - versterking rol onafhankelijke autoriteiten
4. Een andere mix van centrale en «decentrale» handhaving
 - versterking handhavingsmechanismen op Europees niveau
 - versterking handhavingsmechanismen op nationaal niveau
5. Meer werking van marktmechanismen
 - versterkingen no-bailout-clausule
6. Versterking van zwakke uitvoeringsinstanties
 - technische assistentie

Beleidsrichtingen hoe om te gaan met toekomstige crisissituaties

1. Versterking van marktdiscipline door de no-bailout-clausule strikt toe te passen. Dit vergt een ordentelijk mechanisme voor herstructurering van overheidsschulden en versterking van de bankenunie.
2. Uitbreiden van de slagkracht van publieke vangnetten als het ESM, waarbij financiële steun tijdelijk is en wordt ingezet voor aanpassing van onevenwichtigheden door structurele hervormingen.
3. Verdergaande onderlinge publieke risicodeling en vormgeving van daarbij horende solidariteitsmechanismen. Daartoe behoren introductie van Europese safe assets en het voorwaardelijk maken van financiële steun aan structurele hervormingen.

2.2 Macro-economische afspraken en risico's

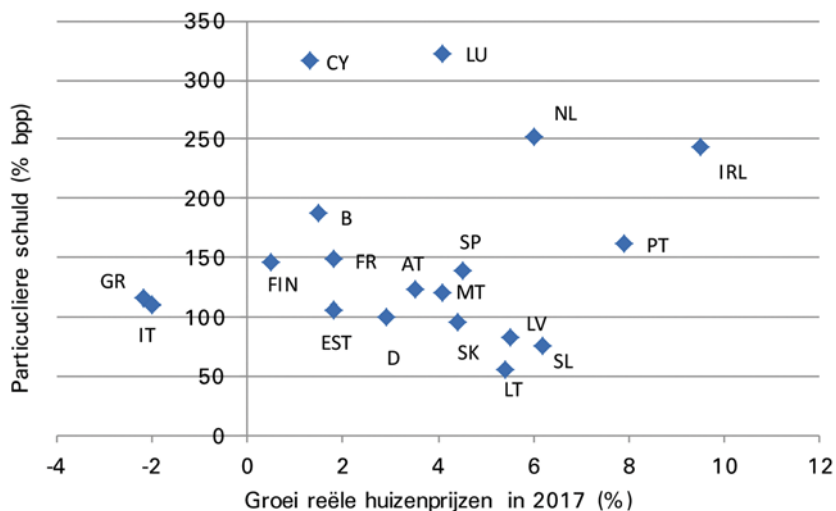
Sedert de vorige voorlichting heeft de economie in de eurozone zich in het algemeen gunstig ontwikkeld. De meeste lidstaten hebben zich hersteld van de naweeën van de financiële crisis. De ongekend grote steunoperaties van in totaal € 295 miljard die door het Europese Stabiliteitsmechanisme (ESM) zijn verstrekt hebben in belangrijke mate bijgedragen aan het herstel van de economische en financiële stabiliteit in de betrokken lidstaten en de eurozone als geheel. De vijf landen die steun ontvingen – Ierland, Spanje, Portugal, Cyprus en Griekenland – hebben inmiddels de steunprogramma's met succes beëindigd. Ierland, Spanje en Portugal behoren na meerdere jaren van consistente budgettaire discipline nu tot de best presterende landen van de eurozone. Ook Griekenland laat positieve groeicijfers zien en heeft de toegang tot de financiële markt hervonden.

Wel bevindt Europa zich in een periode van conjuncturele neergang. Het groeipad van de Europese economie is aanmerkelijk vertraagd. In zijn Spring Forecast voorspelt de Commissie nog wel positieve economische groei in alle eurozonelanden, maar in sommige landen is sprake van een forse terugval.¹ De groeivertraging vindt plaats tegen de achtergrond van een verzwakkende wereldeconomie en groei van de wereldhandel. Er lijkt vooralsnog geen aanleiding dit anders te beschouwen dan als een normale conjunctuurbeweging.

¹ European Economic Forecast Spring 2019, Institutional Paper 102, May 2019

Wel hebben zich risico's voor de financiële stabiliteit opgebouwd mede als gevolg van de langdurig aanhoudende lage rente. Het verruimende monetaire beleid van de Europese Centrale Bank houdt bovendien langer aan dan voorzien.² Voorbeelden van risico's die hiermee gepaard kunnen gaan zijn de sterk gegroeide huizenprijzen in Europa en de soms extreme waarderingen van aandelen en obligaties op de internationale financiële markten. De European Systemic Risk Board (ESRB) wijst erop dat deze financiële risico's zich in alle landen van de eurozone voordoen, niet alleen in Zuidelijk Europa maar bijvoorbeeld ook in Nederland. De volatiliteit van de Nederlandse economie en daarmee van de overheidsfinanciën is bovengemiddeld groot vanwege onze open economie en de sterke invloed van ontwikkelingen op de huizenmarkt, mede door de hoge huishoudschuld (zie ook Figuur 1). Deze ontwikkelingen werken ook door in de belastinginkomsten.

Figuur 1: Particuliere schuld en huizenprijzen



Toelichting: particuliere schuld in percentage van het BBP. Data voor 2017.
Bron: Europese Commissie, MEOP rapport

De ESRB waarschuwt dan ook voor bancaire risico's vanwege de sterke groei van huizen- en vastgoedprijzen, waar Nederland er meer aan zou kunnen doen om de risico's die gepaard gaan met de hoge particuliere schuld te verminderen. De Nederlandse banken hebben een in internationaal opzicht lage leverage ratio (verhouding tussen balansomvang en eigen vermogen). Tenslotte is het Nederlandse opgebouwde pensioenvermogen, dat goeddeels in het buitenland is belegd, zeer gevoelig voor ontwikkelingen op de internationale financiële markten. Dat bleek eerder tijdens de financiële crisis toen de dekkingsgraad van Nederlandse pensioenfondsen in één jaar daalde van 144% ultimo 2007 naar 92% ultimo 2008. Hierbij speelde ook de daling van de kapitaalmarktrente een belangrijke rol, omdat die een grote invloed heeft op de waardering van de verplichtingen van pensioenfondsen. Deze kwetsbaarheid bestaat nog steeds.

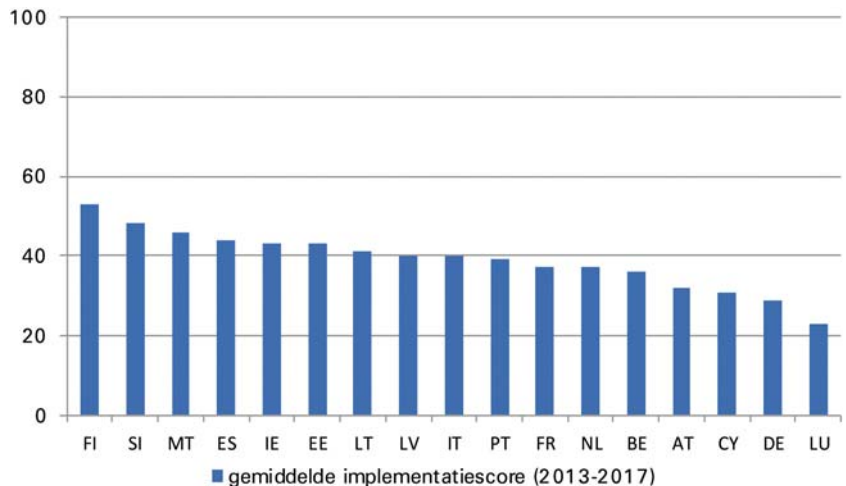
Ook structureel zijn er risico's in het eurogebied. Europa blijft steken op een laag potentieel groeipad van 1¼%, omdat Europa relatief snel vergrijst, maar ook omdat de groei van de arbeidsproductiviteit vertraagt (net als in veel andere ontwikkelde landen). Deskundigen houden rekening

² Er zijn vragen of naast de monetaire overwegingen die tot dit ruime beleid hebben gevoerd ook een rol speelt dat er nog veel banken zijn die liquiditeitssteun vanuit Frankfurt nodig blijven hebben.

met het vooruitzicht van een Japan-scenario, waarin de reële groei blijvend laag is.³ Dit onderstreept dat de relatief gunstige economische omgeving van de afgelopen jaren in het algemeen onvoldoende is aangewend om structurele hervormingen door te voeren. Landen die wel structurele hervormingen hebben doorgevoerd, waaronder jonge lidstaten als de Baltische landen, Slovenië en Slowakije, maar ook Spanje, groeien sneller. In de voorlichting «De staat van de euro» is reeds gewezen op de teleurstellende naleving van de macro-economische aanbevelingen, die mede ten grondslag ligt aan het te lage niveau van de potentiële groei. De correctieve arm van de MEOP, waar aanbevelingen worden gedaan om onevenwichtigheden terug te dringen, is door de Commissie nog niet geactiveerd. Daarmee is het beschikbare instrumentarium nog niet volledig benut.

Die situatie rond de MEOP-procedure lijkt de afgelopen jaren nog niet te zijn verbeterd. Uit recent onderzoek blijkt dat de naleving van landspecifieke aanbevelingen verder is gedaald, met name voor de landen die volgens de Commissie een buitensporige onevenwichtigheid hadden.⁴ Hoewel er wel verschillen zijn tussen landen, is de naleving van de in het kader van de MEOP-procedure gedane aanbevelingen over de gehele linie laag (Figuur 2). Noord-Europese landen als Duitsland en Nederland doen het ten aanzien van de landspecifieke economische aanbevelingen zeker niet beter dan Zuid-Europese landen als Spanje, Italië en Portugal.

Figuur 2: Implementatie MEOP aanbevelingen



Bron: scores berekend door Efstathiou and Wolff (2018)

2.3 Budgettaire afspraken en risico's

De ontwikkeling van de overheidsfinanciën laat een gemengd beeld zien. Enerzijds is de situatie de laatste jaren in veel landen aanmerkelijk verbeterd. In 2018 bleven de begrotingen in alle landen van de eurozone beneden de 3% tekortnorm. Het gecombineerde begrotingstekort van de eurozone lidstaten daalde voor het vierde jaar op rij naar 0,5% van het bbp en acht landen, waaronder Nederland, vertoonden een begrotings-

³ Zie onder meer Carsten Brzeski, The Eurozone's «Japanification», ING Economic and Financial Analysis, 6 maart 2019; John Plender, Why «Japanification» looms for the sluggish Eurozone, Financial Times, 12 maart 2019

⁴ Efstathiou and Wolff (2018), Is the European Semester effective and useful?, Bruegel Policy Contribution Nr. 09.

overschot. Ook de gemiddelde overheidsschuld van de eurozonelanden daalde naar 85,1% bbp, nog wel hoger dan voor de crisis.

Deze Europese cijfers steken bovendien opvallend gunstig af bij die van de Verenigde Staten waar het begrotingstekort in 2018 op 4,0% bbp uitkomt en de overheidsschuld op 108% bbp. Het Congressional Budget Office projecteert dat de Amerikaanse begrotingstekorten over de komende tien jaar gemiddeld 4,4% bbp zullen bedragen. Ook Japan en China hebben veel hogere begrotingstekorten van 4,4% resp. 4,2% bbp in 2018. De Japanse overheidsschuld bedraagt inmiddels meer dan 250% bbp. De gunstige cijfers illustreren dat er – in tegenstelling tot wat soms wordt gedacht – wel degelijk een zekere disciplinerende werking uitgaat van de Europese begrotingsregels, met name in de correctieve arm. Recent onderzoek laat zien dat de aanbevelingen die de Commissie doet in de buitensporigtekortprocedure in veel landen redelijk goed worden opgevolgd.⁵

Box 3: Houdbare overheidsfinanciën

In het Stabileriteits- en Groeipact is bepaald dat het begrotingstekort niet boven 3% bbp mag komen en dat de staatsschuld niet meer dan 60% bbp mag bedragen of in een bevredigend tempo daar naartoe moet dalen. De Commissie en de nationale toezichthouders (NIFI's) houden toezicht op het voldoen aan de begrotingsregels.

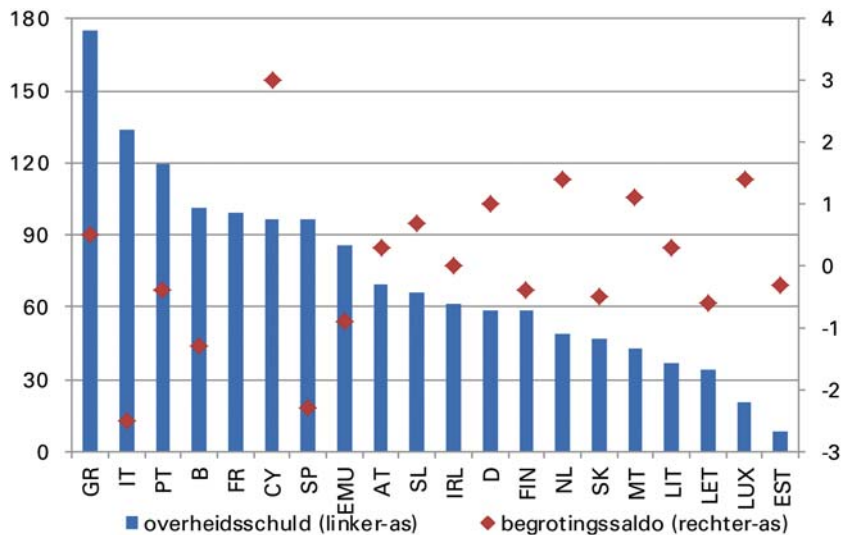
Daartoe dienen de eurolanden stabiliteitsprogramma's in, waarin wordt aangegeven hoe op de middellange termijn een begroting in evenwicht te realiseren. De Europese Commissie evalueert de programma's en formuleert aanbevelingen aan de Raad. Als de Raad vaststelt dat de begrotingssituatie aanzienlijk afwijkt van de middellangetermijndoelstelling, kan zij een aanbeveling tot de betrokken lidstaat richten om een buitensporig tekort te voorkomen. Bij een aanhoudende slechte begrotingssituatie kan worden aanbevolen om direct corrigerende maatregelen te treffen en kan deze aanbeveling als drukmiddel openbaar worden gemaakt. Indien nodig kan de Raad op voorstel van de Commissie financiële sancties toepassen in de vorm van een boete. Als een tekort het stempel «buitensporig» krijgt, komt de betreffende lidstaat in de buitensporigtekortprocedure. In deze procedure moet het begrotingstekort weer teruggebracht worden tot onder de drie procent en kunnen sancties worden opgelegd indien dit in onvoldoende mate gebeurt.

De besluitvorming in de Raad is geen automatisme, maar afhankelijk van een politieke afweging. Na de crisis zijn Europese afspraken gemaakt om een betere naleving en handhaving te bereiken, in het zogenaamde «six pack» (2011) en «two pack» (2013). Ook hebben de eurolanden regels vastgelegd waar nationale begrotingen aan moeten voldoen in het Verdrag voor stabiliteit, coördinatie en bestuur, ook wel bekend als de Fiscal Compact. Dit verdrag trad op 1 januari 2013 in werking. Hiermee is ook nationaal toezicht op de begroting ingesteld.

⁵ De Jong en Gilbert (2018), Fiscal discipline in EMU? Testing the effectiveness of the Excessive Deficit Procedure, DNB working paper 607. Een mogelijke kanttekening hierbij is dat de aanbevelingen van de Commissie niet altijd in lijn hoeven zijn met wat er op basis van een strikte interpretatie van de regels zou zijn voorgeschreven. Daarnaast is er nog niet eerder een buitensporig tekortprocedure gestart op basis van de schuldregel.

Niettemin zijn er ook landen die achterblijven en nog steeds moeite hebben te voldoen aan de begrotingsregels. De vraag is dan ook of alle lidstaten goed zijn voorbereid op conjunctureel minder gunstige omstandigheden. Hoewel lidstaten hun begrotingstekorten hebben teruggebracht, is in een aantal landen de gunstige economische situatie onvoldoende benut voor het aanleggen van buffers voor slechtere tijden. In het algemeen zijn de schuld niveaus onvoldoende gedaald.

Figuur 3: Begrotingssaldo en overheidsschuld EMU



Linkeras: schuld; rechteras: saldo; percentage van het BBP (raming voor 2019). Bron: Europese Commissie Spring Forecasts 2019.

In 11 van de 19 eurozonelanden gaat de staatsschuld de norm van 60% nog te boven, en diverse landen hebben schuld niveaus rond of boven de 100% bbp (Figuur 3). Met name deze hoge schuld niveaus vormen een potentieel risico voor de financiële stabiliteit.⁶ Zo kan twijfel ontstaan aan de houdbaarheid van deze schulden, bijvoorbeeld als er een nieuwe recessie zou optreden, als de kapitaalmarktrente zou stijgen of als er een correctie zou optreden op de lage risicoperceptie op financiële markten. Dan zou ook de schadelijke wisselwerking tussen banken en overheden weer de kop kunnen opsteken.

Houdbaarheidsanalyses van de Europese Commissie bevestigen dat de grootste risico's de komende jaren vooral liggen in de landen met hoge schuld niveaus, zoals Italië, Portugal, Spanje, Frankrijk en België.⁷ Op de middellange termijn zijn de budgettaire houdbaarheidsrisico's echter veel wijder verbreid, vanwege de vergrijzing. Zo brengen de hoge kosten van de vergrijzing en daarmee gepaard gaande zorguitgaven ook in Nederland budgettaire risico's met zich.

De hoge schuld niveaus en de bijbehorende budgettaire risico's roepen de vraag op in hoeverre de naleving en handhaving van de begrotingsregels verder kan verbeteren. De situatie lijkt niet wezenlijk verbeterd ten opzichte van de vorige voorlichting, waarin al werd vastgesteld dat de afspraken in onvoldoende mate werden nageleefd, met name in de preventieve arm van het Stabiliteits- en Groeipact. De recente beslissingen van de Commissie rond Italië, Portugal en Spanje lijken dit beeld

⁶ DNB (2017), Wisselwerking tussen banken en overheden bij een marktcorrectie, in: Overzicht financiële stabiliteit najaar 2017 en ECB (2018), Financial Stability Review, november 2018.

⁷ Europese Commissie (2019), Fiscal Sustainability Report 2018.

ook voor de correctieve arm te bevestigen. Voor het eerst sinds de start van de euro werd een begroting afgewezen: de Commissie verzocht Italië om een nieuwe begroting voor 2019 in te dienen. Na aanpassingen door de regering is de Commissie voorlopig akkoord gegaan. Financiële markten reageerden bezorgd en als gevolg betaalt Italië een aanmerkelijk hogere rente dan de meeste andere lidstaten. De marktdiscipline, die voor de eurocrisis vrijwel ontbrak, lijkt daarmee in enige mate teruggekeerd in de eurozone. Begin juni heeft de Commissie op basis van artikel 126 lid 3 VWEU voorgesteld alsnog een buitensporigtekortprocedure te starten voor Italië.

Box 4: Besluitvorming van de Commissie inzake de Italiaanse begroting

Lidstaten moeten het deel van hun publieke overheidsschuld dat boven 60% uitkomt jaarlijks met 1/20^{ste} deel afbouwen om zo de houdbaarheid te verbeteren.⁸ In het geval van Italië bedroeg de overheidsschuld ca. 130% en zou dat een gemiddelde schuldreductie van 3,5% per jaar vereisen. Van een dergelijke schuldreductie is de afgelopen jaren geen sprake geweest. Ook de ontwerpbegroting voor 2019 bleek de komende jaren niet tot een substantiële schuldreductie te leiden, waarbij bovendien was uitgegaan van macro-economische vooruitzichten, die niet werden bevestigd door de onafhankelijke begrotingstoezichthouder van Italië.

De ontwerpbegroting was voor de Commissie aanleiding om opheldering te vragen.⁹ In reactie daarop heeft de Italiaanse regering onderkend dat de keuzes die in het kader van de Italiaanse ontwerp-begroting waren gemaakt zich niet verhielden met de Europese begrotingsregels van het SGP, maar daarbij ook aangegeven geen verdere aanpassingen te overwegen.¹⁰ Daarop kwam de Commissie met een zogenoemde «Opinion»,¹¹ waarna de Italiaanse regering een licht herziene begroting indiende. Dit was voor de Commissie aanleiding om met een zogenoemd «126 (3) Rapport» de eerste officiële stap te zetten naar de opening van een buitensporigtekortprocedure.¹²

De Italiaanse regering heeft naar aanleiding van de opmerkingen van de Commissie in december 2018 haar begroting op een aantal punten aangepast. Zo ging de nieuwe begroting uit van neerwaarts bijgestelde macro-economische voorspellingen en bevatte de begroting een reductie van overheidsuitgaven (waaronder de pensioenregeling) en verschillende belastingverhogingen. Wel werd gebruik gemaakt van de mogelijkheid die bij bijzondere gebeurtenissen overschrijding van de begrotingsregels toelaat, om te investeren in infrastructurele werken naar aanleiding van de ramp met de Morandi-brug in Genua in de zomer van 2018. Deze maatregelen betekenden dat de structurele balans wijzigde van 0,8% BBP negatief naar neutraal. Daarnaast werd een zogenoemd *safeguard mechanism* aangekondigd, die inhield dat € 2 miljard aan overheidsuitgaven alleen konden worden gedaan, indien tijdens de zomer zou blijken dat Italië de begrotingsdoelen haalde.

⁸ Artikel 2 lid 1bis van Verordening 1467/97, PbEU 1997, L 209. Het gaat om een gemiddelde verbetering van 1/20 per jaar over een periode van 3 jaar, rekening houdend met de conjunctuur.

⁹ Brief van 18 oktober 2018.

¹⁰ Brief van 22 oktober 2018.

¹¹ Commission Opinion van 23 oktober 2018, C(2018) 7510 final.

¹² Verslag van de Commissie van 21 november 2018, COM(2018) 809 final.

Deze maatregelen waren voor de Commissie afdoende voor de conclusie dat niet langer sprake was van ernstige niet-naleving van de begrotingsregels. In haar brief aan de Italiaanse regering gaf de Commissie wel aan de naleving van de begroting nauwgezet te zullen monitoren.¹³ De Nederlandse Minister van Financiën heeft een appreciatie gegeven op dit besluit van de Commissie.¹⁴ De nieuwe begroting leidt vermoedelijk niet tot een substantiële schuldreductie en de Nederlandse regering plaatst vraagtekens bij het besluit van de Commissie. Zo is de Commissie in eerste instantie, bij haar 126(3) Rapport, uitgegaan van eigen groeiramingen, terwijl haar besluit van december is gebaseerd op ramingen van de Italiaanse regering zelf. Verder plaatst het kabinet kanttekeningen bij het feit dat de Commissie de Italiaanse regering extra flexibiliteit heeft toegekend, waardoor uitgegaan kon worden van een stabiel structureel saldo, dat niet was aan te merken als significante afwijking van de vereiste begrotingsinspanning, die een verbetering van 0,6% vereist.

De monitoring van de Commissie heeft geleid tot een brief op 29 mei 2019 aan de Italiaanse regering waarin opheldering (*clarification*) wordt gevraagd over de onvoldoende voortgang met het terugdringen van de overheidsschuld. Als vervolg hier heeft de Commissie begin juni alsnog voorgesteld een buitensporigtekortprocedure te starten voor Italië.¹⁵

In de vorige voorlichting is een groot aantal verbeterpunten benoemd om de handhaving en naleving van regels te verbeteren (samengevat in Box 2). Daaraan is tot nu toe slechts beperkt gevolg gegeven. Nieuw is dat de European Fiscal Board (EFB) voorstellen voor verbetering van de begrotingsregels heeft voorgesteld, grotendeels in lijn met het advies in de voorlichting. Om de tekortkomingen en de complexiteit van de huidige EU-begrotingsregels te verhelpen, stelt de EFB een radicale vereenvoudiging van de regels voor en een strakkere besluitvorming. Het hervormde pact zou in deze visie gebaseerd zijn op één norm (duurzame overheids-schuld) en een enkel instrument (beheersing van de netto-uitgavengroei). Ook zouden de ontsnappingsclausules, die veel ruime voor discretionaire beoordeling bieden, worden gestroomlijnd. Hieraan is door Commissie en Raad tot dusverre geen vervolg gegeven. Er is dus ruimte voor verdere verbetering.

2.4. Afspraken en risico's in de bancaire sector

Ook in de bancaire sector zijn de risico's de afgelopen jaren aanzienlijk afgenomen.¹⁶ Mede onder invloed van internationale en Europese regelgeving zijn de kapitaal- en liquiditeitsposities van Europese banken aanmerkelijk versterkt. Daarbij gelden extra kapitaaleisen voor grote systeemrelevante banken op mondiaal of op nationaal niveau. Verschillende Europese landen hebben gebruik gemaakt van de mogelijkheid om in de opgaande fase van de kredietcyclus de kapitaaleisen te verhogen als extra bescherming tegen een mogelijke correctie. Recent zijn Commissie, Europese Raad en Europees Parlement het eens geworden over verdergaande doelen voor verliesabsorberend vermogen (MREL) van Europese

¹³ Brief van 19 december 2018, Ares(2018) 7351969.

In een memorandum van februari 2019 heeft de Commissie haar overwegingen dienaangaande nader toegelicht: Note for the Economic and Financial Committee, 13 februari 2019, «The 2018 autumn round of fiscal surveillance for Italy».

¹⁴ Brief van de Minister van Financiën van 7 maart 2019, Kamerstukken II, 2018–2019, 21 501–03, nr. 127.

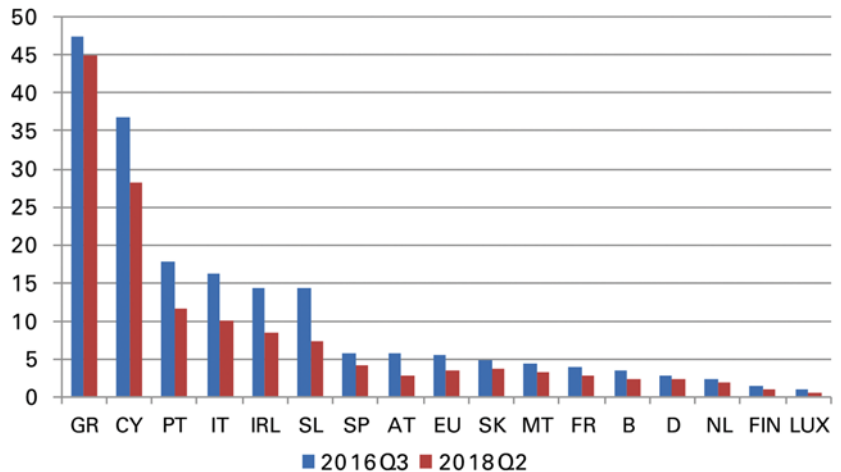
¹⁵ Rapport van de Commissie van 5 juni 2019, COM (2019) 532 final.

¹⁶ IMF (2018), Regulatory reform 10 years after the global financial crisis: looking back, looking forward, Autumn 2018 Global Financial Stability Review, Chapter 2.

banken.¹⁷ Al met al lijken de Europese banken aanzienlijk beter in staat om grote schokken op te vangen dan voor de financiële crisis.

Er wordt bovendien voortgang gemaakt met het oplossen van de problemleningen van met name zwakke Griekse, Italiaanse en Cypriotische banken, die recent behoorlijk lijken af te nemen. Zowel in Brussel als in Frankfurt tonen toezichhouders zich in het algemeen tevreden over de bereikte vooruitgang (zie Figuur 4). De inspanningen hebben zich gericht op het mogelijk maken van de verkoop van pakketten problemleningen aan geïnteresseerde investeerders. Dit is een specialistische activiteit en succes hangt samen met de efficiëntie van juridische procedures. Er zijn daarom verschillen tussen de vorderingen bij grote en bij kleine banken. De noodzaak om de problemleningen terug te dringen vormde tot dusverre een obstakel voor voltooiing van het sluitstuk van de bankenunie: het Europese depositogarantiestelsel (EDIS).

Figuur 4: Niet-renderende leningen nemen af



Toelichting: percentage van de totale bruto leningen en voorschotten
Bron: Europese Commissie

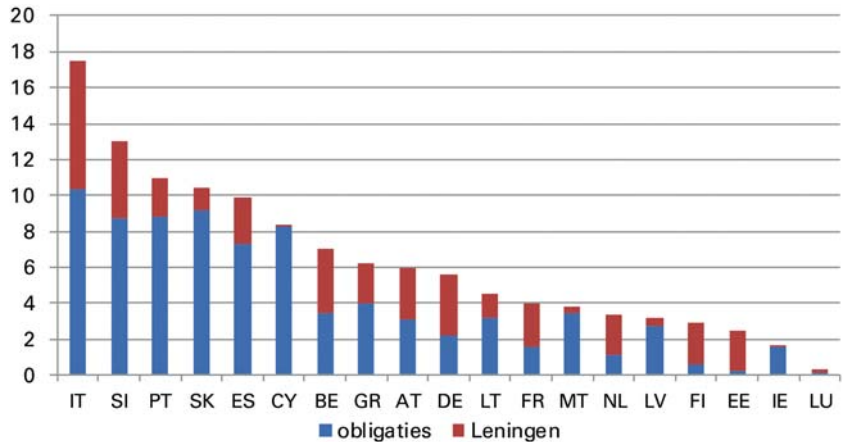
Niettemin blijven er risico's aanwezig in de bancaire sector. De blootstelling van banken aan de eigen overheid wordt nog steeds alom als probleem gezien (Figuur 5). Recent nam de omvang van de overheids-schuld op bankbalansen in Italië zelfs weer toe. Het blijkt echter lastig hiervoor een oplossing te vinden omdat er internationale overeenstemming voor nodig is. Internationale regelgeving bepaalt thans dat alle overheidsschuld als risicovrij wordt beschouwd waardoor banken er geen kapitaal voor behoeven aan te houden. Toepassing van risicogewichten, afhankelijk van de budgettaire en schuldpositie van lidstaten, zou recht doen aan de verschillen in kredietwaardigheid tussen landen. Tegelijkertijd bestaat de vrees dat de introductie van risicogewichten de financiële stabiliteit binnen de eurozone kan schaden en de interne markt aantast. De verschillende oplossingen die hiervoor worden aangedragen – introductie van een *safe asset* of het stellen van een limiet aan de hoeveelheid overheidsleningen op bankbalansen, mogelijk met een transitieperiode – hebben tot dusverre onvoldoende politiek draagvlak. Sommige landen, waaronder Nederland, hebben een regeling van dit

¹⁷ De Minimum Requirement for own funds and Eligible Liabilities (MREL) bestaat uit eigen vermogen en een deel van de verplichtingen van een bank. Als een bank faalt en moet worden afgewikkeld, fungeert de MREL als een buffer om verliezen op te vangen en nieuw kapitaal aan de bank te verstrekken. Dit zorgt ervoor dat de kosten van een bankfaillissement zo veel mogelijk worden gedragen door de beleggers van de bank, d.w.z. haar aandeelhouders en crediteuren. Zie publicatieblad van de EU van 7 juni 2019, L150.

onderwerp als voorwaarde gesteld voor voltooiing van het depositogarantiestelsel.

Een breder en meer structureel probleem is dat het Europese bankwezen al enige tijd kampt met overcapaciteit en gebrek aan winstgevendheid.¹⁸ Dit komt mede door relatief hoge bedrijfskosten en soms niet-houdbare bedrijfsmodellen, zoals een grote afhankelijkheid van kantorennetwerken of gebrek aan diversificatie en schaalvoordelen. Dit probleem speelt met name in landen met veel kleine regionale banken: enkele Zuid-Europese landen maar ook Duitsland. Belangrijke grootbanken in Duitsland verkeren in zwaar weer, mede doordat de marges op de competitieve Duitse markt klein zijn en er veel regionale spelers zijn met al dan niet expliciete garanties van lagere overheden.

Figuur 5: Blootstelling banken op eigen overheid



Ook op bancair terrein is er enige discussie over de naleving van de gemaakte afspraken in geval van afwikkeling van probleembanken. Hinderpaal is dat het bankwezen in de lidstaten nog zeer divers is en dat nationale gebruiken aanleiding geven tot *legacy* problemen. Spanje heeft niettemin in 2017 enkele noodlijdende banken volgens de afgesproken resolutieregels afgewikkeld, maar de Italiaanse overheid heeft in 2018 in vergelijkbare gevallen toch staatssteun gegeven. Tot de *legacy* problemen in Italië behoort dat risicodragende schuldtitels als deposito's aan particuliere rekeninghouders zijn verkocht, zonder dat Italiaanse rekeninghouders zich in voldoende mate bewust waren van de risico's.

Versterking van het resolutieraamwerk is niet alleen belangrijk voor het geval landen en bankensectoren in problemen komen, maar mogelijk ook om structurele aanpassingen in de bankensector in gang te zetten. Zolang het verliesabsorberend vermogen van banken (MREL) nog onvoldoende is opgebouwd en andere *legacy* problemen nog niet uit de weg zijn geruimd, werkt het resolutieraamwerk nog niet optimaal. Versterking van de bevoegdheden van toezichhoudende instanties om in te grijpen zouden snellere voortgang mogelijk maken, maar dit stuit op politieke bezwaren in de betreffende lidstaten.

¹⁸ European Systemic Risk Board (2014), *Is Europe overbanked?*, Report of the Advisory Scientific Committee; ECB (2018), *How can euro area banks reach sustainable profitability in the future?*, Special feature in the November 2018 Financial Stability Review.

2.5 De institutionele versterking schrijdt langzaam voort

Sinds de voorgaande voorlichting is in Europa verder gewerkt aan de versterking van de muntunie, grotendeels langs al eerder ingezette lijnen. En hoewel er inmiddels stappen voorwaarts zijn gezet, is de voortgang niet overal even groot. Hierbij speelt een rol dat er tussen de lidstaten onderlinge meningsverschillen zijn over de handhaving van afspraken en de gewenste reductie van risico's, voordat er bereidheid is om over te gaan tot verdere versterking.

De Europese Raad heeft in december 2018 een aantal afspraken gemaakt om het Europees Stabieliteitsmechanisme ESM een grotere rol te geven in het monitoren van de economieën in de eurozone. Tevens is in beginsel afgesproken dat het ESM eerder dan het afgesproken startjaar van 2024 als achtervang voor de banken – de zogenaamde *backstop* – kan functioneren zodra er voldoende voortgang is bereikt met risicodeling. Hierbij wordt onder andere bekeken of de problemleningen minder dan 5% van de bankbalansen uitmaken. Ten slotte is overeengekomen dat de kredietarrangementen van het ESM, waaronder met name een preventief arrangement, nader vorm worden gegeven. De Europese Raad heeft de eurogroep gevraagd de hiertoe noodzakelijke aanpassingen van het ESM-verdrag voor besluitvorming in juni 2019 voor te bereiden.

Vooruitgang met het depositogarantiestelsel als sluitstuk van de bankenunie vergt, in lijn met de eerdere voorlichting, verdere voortgang ten aanzien van vermindering van de risico's in de bankbalansen van enkele zwakke landen. Deze risico's behelzen vooral het bestaan van niet-presterende problemleningen en de soms grote omvang van nationale overheidsschuldtitels op de bankbalansen. Ten aanzien van het terugdringen van problemleningen is, zoals hierboven vermeld, onder druk van de toezichthouder zichtbare vooruitgang bereikt. Een internationale werkgroep van toezichthouders buigt zich over mogelijke afspraken ten aanzien van overheidsschuld op bankbalansen.

Ten aanzien van de kapitaalmarktunie heeft de Commissie op alle dertien onderdelen van het uit 2015 Actieplan voorstellen gepresenteerd. Daarvan is een deel inmiddels aanvaard en gerealiseerd.¹⁹ Maar wat op papier is geregeld, is in de praktijk door lidstaten vaak afgezwakt tijdens de onderhandelingen, en bovendien moeten de voorstellen nog worden geïmplementeerd. De kapitaalmarktunie is door de breedte van onderwerpen een weerbaarstig thema gebleken. Een nieuwe impuls met duidelijke prioriteitsstelling lijkt nodig om één liquide, diepe en geïntegreerde Europese kapitaalmarkt te realiseren, die de financiële stabiliteit bevordert en het stelsel minder kwetsbaar maakt voor schokken in de bancaire sector.

Er is in de Europese Raad overeenstemming bereikt over een bescheiden op de eurozone gericht begrotingsinstrument «voor convergentie en concurrentievermogen» binnen de Europese meerjarenbegroting. Nederland heeft zich verzet tegen een stabiliseringsfunctie binnen de op de eurozone gerichte begroting, in lijn met de bezwaren die in de eerdere

¹⁹ Gedacht kan worden aan de ESA Review en richtlijnen gericht op harmonisatie van venture capital, securitisaties en prospectussen.

voorlichting door de Afdeling waren genoemd.²⁰ Maar het begrotingsinstrument biedt wel mogelijkheden voor de eerder door de Afdeling bepleite financiële steun voor structurele hervormingen. De nadere invulling van ontwerp, uitvoeringsmodaliteiten en timing worden nog uitgewerkt en ter besluitvorming voorgelegd aan de Europese Raad in juni 2019.

3. Afspraken en risico's vanuit verschillend perspectief

3.1 Budgettaire en economisch perspectief

De ontwikkelingen in de afgelopen jaren bevestigen het beeld uit de voorgaande voorlichting dat de Europese afspraken zeker enige disciplinerende werking hebben, maar dat de handhaving en naleving in een groot deel van de lidstaten kan worden verbeterd. De budgettaire, macro-economische en bancaire risico's zijn in het eurogebied de afgelopen jaren afgenomen, maar er blijven belangrijke risico's bestaan. Dit geldt niet alleen in Zuid-Europa maar ook in andere delen van het eurogebied. Een belangrijke vraag is hoe Nederland tegen deze situatie aan moet kijken. Dit hoofdstuk belicht deze risico's vanuit verschillende invalshoeken.

Een eerste invalshoek vanuit budgettaire en economisch perspectief is dat door gericht beleid de kwetsbaarheden in de muntunie verder kunnen afnemen. Dat is in het belang van zowel de lidstaten zelf als van de EMU als geheel, omdat de weerbaarheid tegen nieuwe schokken en crises zal toenemen. Mede daarom bestaan er Europese regels voor het beleid van de lidstaten die zijn gericht op gezonde overheidsfinanciën en een omgeving die economische groei bevordert.

Van belang is dat de houdbaarheid van de overheidsfinanciën van lidstaten toeneemt. Landen met een te hoge schuldpositie mogen worden gehouden aan significante schuldvermindering. Als voorbeeld springt daarbij de omvangrijke overheidsschuld van Italië als derde economie van de eurozone – maar niet alleen daar – in het oog. Italië neemt van de totale uitstaande overheidsschuld van de eurozonelanden ruim 23% voor zijn rekening, terwijl het aandeel in de economie van de eurozone 15% bedraagt. Dit draagt eraan bij dat de euro kapitaalmarkt voor overheidsobligaties wordt gedomineerd door die van landen met een hoge overheidsschuld: 70% is uitgegeven door de zeven landen met een overheidsschuld van meer dan 90% bbp.²¹ Dat strookt niet met het beeld van een eurozone die zich heeft gecommitteerd aan een grens van 60%.

Het is daarom goed dat voor het eerst sinds de start van de euro de Commissie heeft gevraagd om een herziening van een begroting van een lidstaat omdat er geen perspectief op schuldreductie was. Na aanpassingen door de Italiaanse regering is de Commissie aanvankelijk met de begroting akkoord gegaan, maar begin juni heeft de Commissie toch de buitensporigtekortprocedure gestart. In Italië moet de uit het lood geslagen verhouding tussen private rijkdom (Italiaanse private vermogens bedragen zes keer het bruto nationale product, het dubbele van

²⁰ Een macro-economisch stabilisatiemechanisme op Europees niveau zou kunnen worden ingezet wanneer een lidstaat een economische neergang doormaakt. De voorlichting «De staat van de euro» concludeerde dat het risico bij een Europese begrotingscapaciteit voor stabilisatie van de conjunctuur is dat landen onvoldoende op versterking van het aanpassingsvermogen door structurele hervormingen inzetten en dat conjunctuur en structuur lastig uit elkaar te halen zijn. Het draagvlak voor solidariteit zou te zwaar belast worden als tijdelijke financiële overdrachten permanent worden of als de steun altijd naar dezelfde lidstaten zou gaan.

²¹ België, Cyprus, Frankrijk, Griekenland, Italië, Portugal en Spanje.

Nederland) en publieke armoede worden doorbroken. In feite is het grootste probleem van Italië de sterk achterblijvende groei, waardoor het thans het enige land is waar het bbp nog achterblijft bij dat van voor de crisis. Zonder economische groei is moeilijk in te zien hoe de overheidsschuld van thans 132% bbp naar aanvaardbare proporties wordt teruggebracht. Daarom zou een meerjarige strategie van schuldreductie tezamen met structurele hervormingen ter hand moeten worden genomen.²² Een dergelijke strategie zou ook privatisering van overheidsbedrijven kunnen inhouden waarbij de opbrengsten worden aangewend voor schuldreductie.

Voor het draagvlak voor de muntunie zou het goed zijn als in meer lidstaten het structurele groeivermogen verder zou verbeteren. Dat kan er immers aan bijdragen dat de EMU ten minste in enige mate bijdraagt bij aan welvaart en sociale vooruitgang in alle lidstaten. Bevordering van convergentie tussen lidstaten en sociale vooruitgang is nodig om het duurzaam functioneren van het eurogebied te verzekeren. Europa blijft in economisch opzicht nog achter bij de andere economische machtsblokken. Een verbeterd groeipotentieel vereist, in lijn met de vorige voorlichting, inzet op meer structurele hervormingen. Voor Nederland als open handelsland en als doorvoorhaven voor het Europees achterland is een sterke Europese economie van wezenlijk belang. Een sterk Europa kan tegenwicht bieden aan het risico van toenemende internationale protectionistische tendensen. Normalisering van het monetaire beleid zou ook helpen omdat nu bedrijven bij de lage rente te weinig prikkel hebben om te investeren in innovaties en de productiviteit te verhogen.

3.2 Perspectief van stabiele financiële en monetaire omgeving

Een andere invalshoek is dat het eurogebied en Nederland baat hebben bij een voldoende stabiele financiële en monetaire omgeving, voor het geval zich in de toekomst inderdaad nieuwe crises zouden voordoen. Dit is immers van invloed op de mogelijke gevolgen en kosten van dit soort crises voor Nederland, zoals verwoord in de vraagstelling van de Tweede Kamer. Hierbij geldt overigens dat Nederland ook buiten de EMU negatieve consequenties zou ondervinden van dergelijke crises. Als voorbeeld geldt Zwitserland, dat tijdens de eurocrisis hinder ondervond van een forse appreciatie van de Zwitserse frank als gevolg van kapitaalvlucht vanuit het eurogebied. Daarnaast geldt dat Nederland als open economie met een traditie als handelsland en transport hub bij uitstek profiteert van de wisselkoersstabiliteit die dankzij de interne markt en de euro tot stand is gekomen.²³

Een meer stabiel monetair en financieel stelsel zou helpen om de kosten van toekomstige crises voor Nederland te beperken. Nederland heeft als één van de grootste buitenlandse directe investeerders en als een land dat structureel een overschot op de betalingsbalans heeft een groot financieel belang bij een stabiele financiële en monetaire omgeving. Met zijn kapitaalgedekte pensioenstelsel in de tweede pijler heeft Nederland bij uitstek last van problemen in andere landen: de Nederlandse pensioenfondsen zijn zeer gevoelig voor Europese rentebewegingen en internationale rendements- en valutaontwikkelingen.

²² Een dergelijke oproep is ook gedaan door de president van de Italiaanse centrale bank in *The economic and financial outlook of the euro area*, 16 mei 2019.

²³ Mion en Ponattu (2019), *Estimating economic benefits of the Single Market for European countries and regions*, Policy paper Bertelsmann Stiftung.

Nederland heeft daarom als middelgrote open economie baat bij het verminderen van de gevolgen van crises via mechanismen van risicodeling. De risicodeling met publieke middelen komt thans vooral tot uiting in de steunoperaties via het Europese Stabiliteitsmechanisme en de monetaire operaties van de Europese Centrale Bank. Op zichzelf brengen deze vormen van publieke risicodeling ook voor Nederland kosten en risico's met zich. De Nederlandsche Bank treft bijvoorbeeld sedert 2016 voorzieningen, en dit brengt eenmalig directe kosten met zich mee door de verminderde winstafdracht aan de overheid. Ook op de leningen aan het ESM loopt Nederland door de garantstelling een risico, al heeft zich dit tot nu toe niet gerealiseerd en is er op sommige leningen winst gemaakt. Tegenover deze directe kosten en risico's staan de baten van grotere financiële stabiliteit en het voorkomen van besmetting en toekomstige financiële crises, waarvan bijvoorbeeld ook Nederlandse pensioenfondsen profiteren.

Het is niettemin waarschijnlijk dat de balans tussen de kosten en opbrengsten van publieke risicodeling nog kan verbeteren. Dit zou de gevolgen en kosten van crises voor Nederland nog verder verminderen. Ondanks alle vorderingen van de afgelopen jaren is er nog ruimte voor verbetering, niet alleen op het vlak van de institutionele vormgeving van de EMU, maar ook op het gebied van de integratie van banken en kapitaalmarkten. De financiële integratie in de eurozone schiet te kort en het bankenlandschap is versnipperd en van wisselende kwaliteit. Daarnaast wordt de eurozone gekenmerkt door financiële fragmentatie, waarbij kapitaalvlucht van het Zuiden naar het Noorden plaatsvindt. De financiële fragmentatie leidt er toe dat de steunaankopen van staatsobligaties door de ECB weliswaar door de kapitaalsleutel worden bepaald, maar dat de private sector de vrijgekomen euro's uit voorzorg voornamelijk in Noordelijke landen belegt.

Deze financiële fragmentatie – die ook het monetaire beleid ernstig bemoeilijkt – kan alleen doorbroken worden als de bankenunie wordt voltooid en voortgang wordt gemaakt met de kapitaalmarktunie. Ook is verdere beperking nodig van de doorwerking van zwakke overheidsfinanciën op de binnenlandse banken. Een bredere, dat wil zeggen private risicodeling is wenselijk, zodat niet de risico's eenzijdig bij overheden terecht komen. In een kapitaalmarktunie worden de risico's meer door de private sector gedragen en dat is ook gerechtvaardigd gezien de voordelen die de private sector van de euro heeft. Dit zou ook de druk op vormen van publieke risicodeling als het ESM en de ECB verder verminderen en dus de Europese belastingbetaler ontlasten. Het ligt dus voor de hand juist op het gebied van het financiële en bankenstelsel te werken aan verdere versterking van de EMU.

3.3 Institutioneel en bestuurlijk perspectief: handhaving van afspraken en verantwoording

De laatste invalshoek, de tevens aan de voorlichtingsvraag ten grondslag liggende zorg, is dat een betere naleving en handhaving van Europese regels nodig is. Dat is, met andere woorden, het institutioneel en bestuurlijke perspectief. In de vorige voorlichting *De Staat van de Euro* is de Afdeling ingegaan op de democratische betrokkenheid en verantwoording in de EMU. Opties om los van politieke afwegingen een sterkere handhaving vorm te geven en een mogelijk andere «mix» van centrale en decentrale handhaving zijn daar beschreven (zie ook Box 2). Deze zijn tot nu toe nog nauwelijks ingevoerd.

Er is dus zeker nog verbetering mogelijk, maar in de huidige opzet van de EMU, met beperkte overdracht van bevoegdheden, kent het politieke vermogen tot naleving en het vermogen tot handhaving van de regels zekere grenzen. Ook na versterking van de naleving en handhaving blijft het risico bestaan dat dit onder omstandigheden het politieke vermogen te veel op de proef stelt en dat de regels dus toch niet zullen worden nageleefd. In die zin zijn er grenzen aan wat van strengere handhaving kan worden verwacht.

Dit laatste heeft twee belangrijke consequenties. Ten eerste moet bij niet-volledige bestuurlijke handhaving van regels voor een belangrijk deel worden vertrouwd op een sterkere rol voor de disciplinerende werking van financiële markten. Marktdiscipline zal door het verlies van kredietwaardigheid de betreffende lidstaat op kosten jagen en dwingen de overheidsfinanciën te saneren. Markten kunnen echter ook te laat in beweging komen en marktdiscipline wordt dan ook versterkt door een onafhankelijke signalering van begrotingsproblemen. Marktdiscipline leek bij de recente episode met Italië goed te werken. De uitdaging is om te voorkomen dat marktdiscipline doorslaat en markten te fel reageren bij problemen. Een tweede belangrijke consequentie van een inherent onvolledige naleving is dat het risico op problemen en crises in lidstaten weliswaar kan worden beperkt (en ook nog meer dan nu het geval is), maar zeker niet volledig kan worden uitgesloten. Hierdoor – maar niet alleen hierdoor – zullen zich in de lidstaten van de monetaire unie met enige regelmaat schokken, recessies en mogelijk ook financiële crises blijven voordoen. Dit geldt overigens net zozeer in de ontwikkelde markteconomieën buiten de monetaire unie.

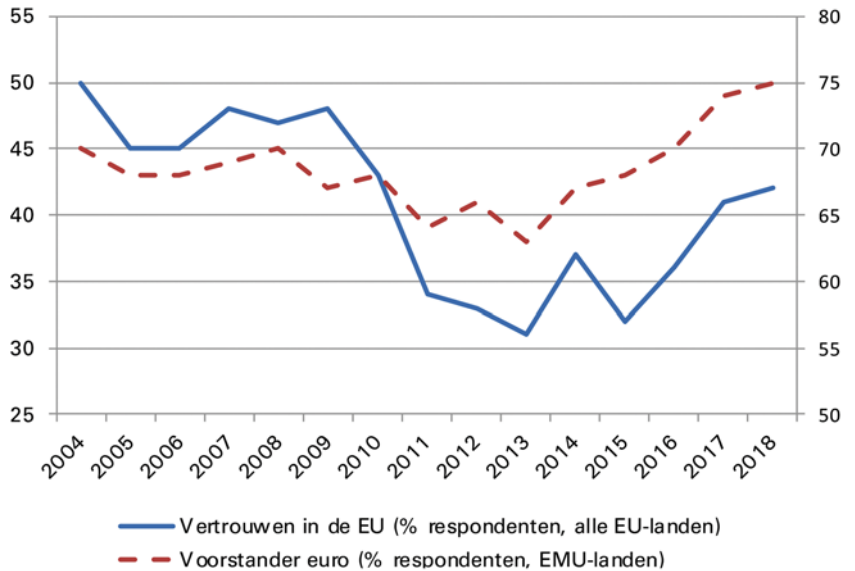
Niettemin moet het oogmerk blijven om te streven naar versterking van de institutionele en bestuurlijke kaders van de EMU in het algemeen en die betreffende handhaving en verantwoording in het bijzonder. Daarbij is relevant om de verschillende rollen nader te bezien die de Commissie thans vervult bij de handhaving van de afspraken. Mogelijk biedt een nadere onderscheiding en invulling van de rolverdeling en daarmee versterking van de verantwoording perspectief. Dat kan het vertrouwen in de EMU ten goede komen.

Zoals ook in de eerdere voorlichting is opgemerkt, is de institutionele versterking van de opzet van de EMU in losse stappen tot stand gekomen onder druk van de crisis. Het geheel nu overziend, is een risico dat het institutionele raamwerk gecompliceerd en gefragmenteerd is. Er is een veelheid aan regels, processen en actoren, niet alleen bij de begrotingsregels, maar ook bij de macro-economische afspraken (MEOP) en – in elk geval in zekere mate – bij de regels rond bankenresolutie. Dat bemoeilijkt werking en naleving van het geheel, terwijl de transparantie in het geding is. Zo bezien ligt er een kans dat, zonder dat de inhoudelijke normering onder het Stabiliteits- en Groeipact en de Fiscal Compact moet worden heroverwogen, een verduidelijking en zo mogelijk stroomlijning als zodanig al een positief effect heeft op naleving van de spelregels.

De Italiaanse zaak (zie Tekstkader 2 hierboven) biedt een nuttig en verhelderend inzicht in de institutionele en bestuurlijke inrichting van de begrotingsregels en de wijze van handhaving in de praktijk. Voor de buitenwacht is het beeld gerezen dat de Commissie bovenal om politieke redenen heeft besloten ervan af te zien handhavende maatregelen aan de Raad voor te stellen. In elk geval wijst de gang van zaken op gebrek aan transparantie van de procedure en de rol van de Commissie daarin. De veelheid aan functies («petten») die de Commissie in deze constellatie heeft, draagt aan de inzichtelijkheid van haar beweegredenen niet bij.

Een krachtige institutionele en bestuurlijke inbedding van voorbereiding van, toetsing aan en handhaving van de eurozoneregels is van belang voor het vertrouwen in de EMU. Vertrouwen van lidstaten in de Commissie, vertrouwen tussen lidstaten onderling en vertrouwen van de burgers in de euro zijn op elkaar inwerkende en elkaar versterkende factoren. Nederland heeft baat bij een geleidelijke verdere versterking van de muntunie, dat is meermalen aangetoond. Mits op de goede manier vormgegeven zou dit de kans op crises en de gevolgen ervan voor Nederland verder beperken.

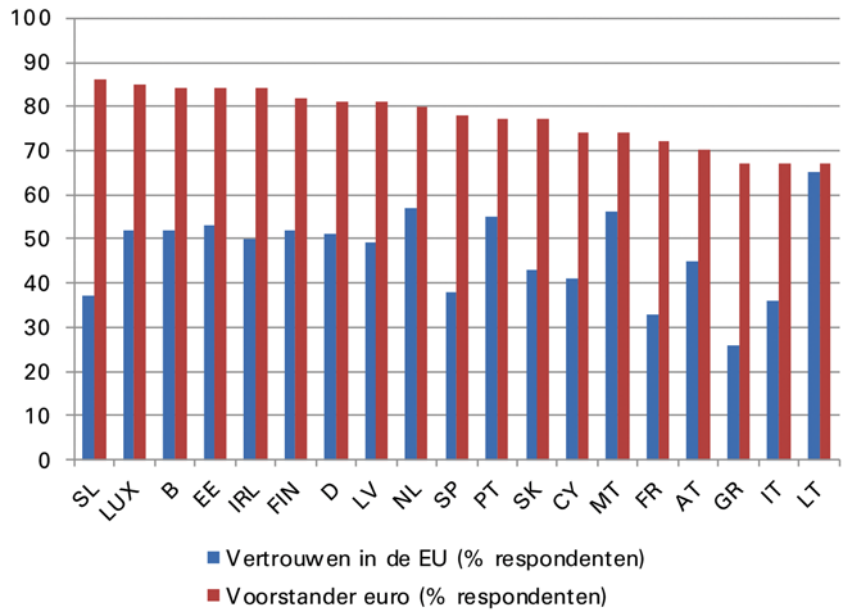
Figuur 6: Vertrouwen van het publiek in de EU en de euro



Bron: Eurobarometer survey

Hoewel er veel voornemens zijn, verlopen de onderhandelingen soms moeizaam. Mogelijk komt dit door gebrek aan vertrouwen tussen landen onderling, die verlamdend werkt en de voortgang belemmert. Dit is tot op zekere hoogte ook begrijpelijk. Het wederzijds vertrouwen wordt nadelig beïnvloed door de aanhoudende zorg over de slechte naleving van afspraken. Daarnaast hebben veel lopende discussies in potentie een groot effect op de verdeling van risico's en financiële middelen tussen de lidstaten, een onderwerp dat traditioneel erg gevoelig ligt. Dat geldt bijvoorbeeld voor de discussie over een begrotingsinstrument voor de EMU en over risicoreductie en risicodeling in de bankensector.

Figuur 7: Vertrouwen in de EU en de euro



Bron: Eurobarometer survey

Tegelijkertijd is het vertrouwen van burgers in Europa en de Europese instituties de laatste jaren zelfs in de meest kwetsbare landen weer toegenomen (Figuur 6). Dit geldt niet alleen voor het vertrouwen in de Europese Unie, ook het aantal voorstanders van de euro neemt de laatste tijd weer behoorlijk toe tot inmiddels 75%. Ook in de landen waar het economisch minder gaat, zoals Italië, is een ruime meerderheid van de bevolking voorstander van de euro (Figuur 7). Sommigen concluderen hieruit dat de discussie over het voortbestaan van de EMU naar de achtergrond is gedrongen, en dat de EMU «here to stay» is.²⁴ Dit jaar is de monetaire unie relatief geruisloos twintig jaar oud geworden, en ligt ook de financiële crisis inmiddels al tien jaar achter ons. Het afgelopen decennium was economisch en politiek zeer moeizaam, maar uiteindelijk hebben de EMU landen samen veel weten te doen om uit de crisis te komen en de vormgeving van de muntunie duurzaam weten te versterken. Door te proberen er samen uit te komen heeft de muntunie een grote storm overleefd, en is er ook een verdere geleidelijke verbetering mogelijk.

Dit ondersteunt de conclusie van de vorige voorlichting dat de vanzelfsprekende onomkeerbaarheid van de euro in het Nederlands belang is. Dat geldt evenzeer voor een verdere versterking van de muntunie. Verdere stappen vergen meer onderling vertrouwen, en dat moet van beide kanten komen. De Afdeling betoogt in deze voorlichting dat versterking van het institutioneel en bestuurlijk kader van de eurozone en vervolmaking van de bankenunie en van de kapitaalmarktunie hand in hand gaan om het vertrouwen, over en weer, te versterken.

Daartoe wordt in het volgende hoofdstuk een analyse gemaakt hoe de risico's van banken en overheden doorwerken, waarna in hoofdstukken 5 en 6 wordt ingegaan op de instrumenten die ter beschikking staan en de

²⁴ Zie bijvoorbeeld Martin Wolf (2019), Marking the euro at 20: the eurozone is doomed to succeed, Financial Times 19 januari 2019 en Daniel Gros (2019), The euro turns 20, www.project-syndicate.org, 7 januari 2019.

mogelijkheden om deze te versterken teneinde de risico's tegen te gaan en de gevolgen ervan te mitigeren.

4. Hoe werken risico's bij banken en overheden door in de monetaire unie

4.1 Kanalen waarlangs een crisis in een monetaire unie doorwerkt

Een belangrijk deel van de vragen van de Tweede Kamer heeft te maken met de effecten van een financiële crisis in één of meerdere lidstaten op de rest van de monetaire unie (en met name Nederland). Financiële crises worden veelal veroorzaakt door problemen bij banken en overheden. Zij treden meestal op doordat er onevenwichtigheden zijn opgebouwd, bijvoorbeeld omdat er te veel krediet is verstrekt en schulden te hoog zijn opgelopen. Allereerst wordt in kaart gebracht langs welke kanalen dergelijke crises binnen een monetaire unie doorwerken.

Financiële crises hebben in eerste instantie grote negatieve gevolgen in landen zelf, en kunnen gepaard gaan met uitzonderlijk diepe en langdurige recessies. Dat komt omdat er financiële verliezen optreden als aandelen- en huizenprijzen dalen en er moet worden afgeschreven op leningen omdat bedrijven en huishoudens problemen ondervinden bij het terugbetalen van schulden. Daarnaast kunnen de bestedingen onder druk komen. Omdat banken hun balans moeten versterken kunnen zij daardoor minder krediet verlenen. Huishoudens, bedrijven en de overheid moeten bezuinigen en meer sparen om hun schulden af te lossen. De crisis verergert bovendien als marktpartijen de banken en overheden als riskant beschouwen. Omdat daarvoor een risicopremie wordt gevraagd lopen rentes fors op en kunnen financieringsproblemen ontstaan, waardoor de kredietverlening onder druk komt en de overheid extra moet bezuinigen.

In tweede instantie kan een crisis echter ook gevolgen hebben voor andere landen in de muntunie. In een monetaire unie zijn de lidstaten immers sterk met elkaar verweven via handelsstromen en financiële betrekkingen. In de afgelopen decennia is de financiële integratie sterk toegenomen waardoor crises via financiële kanalen gemakkelijk doorwerken naar andere landen.²⁵ In de oorspronkelijke opzet van de EMU was geen rekening gehouden met de risico's van de financiële sector voor lidstaten. Deze financiële kanalen kunnen de gevolgen van een crisis aanzienlijk verergeren, bijvoorbeeld als kapitaalstromen omslaan en een weg zoeken naar «veilig» geachte landen, leidend tot financiële fragmentatie binnen de eurozone, of als besmetting optreedt en andere landen in de muntunie ook in problemen komen.

De doorwerking van schokken in een monetaire unie loopt grofweg via drie kanalen: via financiële markten, via de bancaire sector en via de overheid. Bij normale schokken, als sprake is van stabiele financiële integratie, hebben deze kanalen automatisch een schokdempende werking (de eerste kolom van Tabel 1). Via *financiële markten* worden schokken uitgesmeerd omdat tegenover tegenvallers in conjunctureel zwakke landen meevallers in conjunctureel sterke landen staan. De inwoners van het land dat een schok ondervindt, profiteren er bijvoorbeeld van dat de rendementen op hun buitenlandse beleggingen wel hoog blijven. Omgekeerd komen verliezen van binnenlandse bedrijven voor een deel terecht bij buitenlandse aandeelhouders. De *bancaire sector* kan schokken verminderen door extra leningen te verstrekken aan huishoudens en bedrijven, zodat zij hun bestedingen overeind kunnen

²⁵ Sinds de start van de EMU stegen de buitenlandse financiële activa van de particuliere sector bijvoorbeeld van 60% tot ruim 300% van het BBP (Bijlsma en Hessel, 2016).

houden.²⁶ En *overheden* kunnen schokken verminderen door een anticyclisch begrotingsbeleid te voeren. Zij kunnen hiervoor extra lenen op de internationale kapitaalmarkt, maar in sommige monetaire unies zoals de VS gebeurt dit ook via de federale begroting.

Tabel 1: Financiële kanalen waarlangs een crisis kan doorwerken

	Stabiele integratie vermindert schokken	Volatiele kapitaalstromen versterkt schokken	Internationale instabiliteit besmet andere landen
Financiële markten	Waardeverandering buitenlandse bezittingen en schulden	Grotere verliezen vanwege (doorschietend) pessimisme markten	Koersverliezen andere landen door hogere risicopremies en vlucht naar veilige activa
Bancaire sector	Internationaal lenen private sector via banken en kapitaalmarkt	Minder kredietverlening, hogere risicopremies en wegvallen financiering bij twijfel soliditeit banken	Problemen banken andere landen door hogere risicopremies en stilvallen interbancaire markt
Overheid	Internationaal lenen voor stabiliserend begrotingsbeleid	Bezuinigen door hogere rente en wegvallen financiering bij twijfel schuldhoudbaarheid	Financieringsproblemen vergelijkbare landen door hogere risicopremies en vlucht naar veilige landen

Bron: Gestileerde indeling op basis van Asdrubali et al.(1996), Milano (2017) en CPB (2019).

Als er echt een financiële crisis optreedt, kunnen deze drie kanalen schokken juist versterken in plaats van dempen. Dat is het geval als kapitaalstromen volatiel worden en financiële fragmentatie optreedt (de tweede kolom in Tabel 1). De risicodeling tussen lidstaten valt dan uiteen. Op *financiële markten* kunnen forse koersdalingen optreden als markten doorschieten in hun pessimisme. Lenen via de *bancaire sector* wordt moeilijker als banken zelf in problemen komen. En *overheden* worden gedwongen extra te bezuinigen omdat markten een hogere risicopremie eisen. De kans op zulke destabiliserende kapitaalstromen is het grootst als sprake is van onzekerheid over de soliditeit van de banken, over de houdbaarheid van overheidsschuld of zelfs wordt gespeculeerd op eventuele uittreding uit de monetaire unie.

In deze omstandigheden kan de financiële instabiliteit uit het crisisland overslaan naar andere landen binnen de monetaire unie (de derde kolom in Tabel 1). Er is dan sprake van besmetting en de crisis verspreidt zich verder. Besmetting via *financiële markten* treedt op als marktpartijen pessimistischer worden over risico's in andere lidstaten die er wat minder goed voorstaan, die dan ook met koersverliezen te maken krijgen. Besmetting via de *bancaire sector* treedt op via hogere financieringskosten voor banken in andere landen, die daardoor minder krediet kunnen verlenen. Besmetting kan ook *overheden* in andere landen confronteren met hogere rentes en financieringsproblemen. De besmetting zal voornamelijk optreden naar landen met een vergelijkbare economische situatie of met sterke financiële betrekkingen met het crisisland.

4.2 Factoren die de effecten van financiële crises beïnvloeden

Een belangrijke vervolgvraag is welke factoren van invloed zijn op het risico op crises en op de omvang van de gevolgen ervan. Wat bepaalt of een crisis in een lidstaat relatief beperkt blijft of verder escaleert en ook andere landen raakt?

²⁶ Het effect is per saldo hetzelfde wanneer bedrijven en huishoudens interen op hun vermogen.

Allereerst is het een nationale verantwoordelijkheid om financiële onevenwichtigheden die kunnen leiden tot crises te voorkomen. Dit vraagt om voldoende buffers, zoals voldoende risicodragend kapitaal bij banken, beheersbare schuldposities van burgers en evenwichtige overheidsfinanciën en lage staatsschuld bij overheden. De Europese regels voor het begrotingsbeleid (SGP) en het macro-economische beleid (MEOP) zijn hierop gericht en effectieve naleving en handhaving zijn daarom cruciaal om crises te voorkomen.

Daarnaast is van belang welke mechanismen van invloed zijn op kapitaalstromen als eenmaal een crisis is ontstaan (Tabel 2). De doorwerking van crises zal beperkter blijven, naarmate het beter lukt om destabiliserende kapitaalstromen, financiële fragmentatie of besmetting te voorkomen. Dit kan via publieke mechanismen waarmee Europese middelen worden ingezet die via garantiestelling kunnen doorwerken naar de nationale begrotingen van de lidstaten: publieke risicodeling (linkerkolom van Tabel 2). Het risico op financieringsproblemen voor overheden kan worden verminderd door een gemeenschappelijk fonds voor leningen (zoals het ESM), via een Europese obligatie of via een (deels) Europese begroting.²⁷ Het risico op financieringsproblemen bij banken kan worden verminderd door liquiditeitssteun of solvabiliteitssteun, al wordt dit laatste in het huidige Europese resolutieraamwerk zoveel mogelijk uitgesloten door toepassing van bail-in (zie hoofdstuk 5). Overigens kunnen deze publieke mechanismen soms al effectief zijn zonder dat ze daadwerkelijk behoeven te worden ingezet. Zo is het instrument waarbij de ECB zonder limiet staatsobligaties kan opkopen van één land dat een beroep doet op steun bij het ESM (Outright Monetary Transactions, OMT) nog nooit gebruikt, maar de bereidheid om het in te zetten heeft de kans op doorschietend pessimisme en destabiliserende kapitaalstromen op financiële markten aanmerkelijk verminderd.

Tabel 2: Factoren die de hevigheid van een ontstane crisis beïnvloeden

	Publieke mechanismen Institutionele opzet muntunie	Private mechanismen Aard financiële integratie
Financiële markten	<ul style="list-style-type: none"> • Markttoezicht 	<ul style="list-style-type: none"> • Markt- vs. bankfinanciering • Eigen vs. vreemd vermogen • Lange vs. korte financiering • Afwikkeling faillissementen
Bancaire sector	<ul style="list-style-type: none"> • Banktoezicht • Solvabiliteits- en liquiditeitssteun • Bankenresolutie 	<ul style="list-style-type: none"> • Cross-border bankintegratie • Inter- vs. intrabank financiering • Eigen staatsschuld bankbalans • Afwikkelregime banken (bail-in)
Overheid	<ul style="list-style-type: none"> • Vangnet lidstaten (ESM) • Europese schuldtitel (safe asset) • Europese begroting 	<ul style="list-style-type: none"> • Schuld in buitenlandse handen • Schuld in handen eigen banken • Herstructureringsmechanisme

Risicodeling kan ook plaatsvinden via de private sector (rechterkolom in Tabel 2). De mate van private risicodeling hangt samen met de structuur van het financiële stelsel. Binnen Europa speelt het bankwezen een veel grotere rol in de financiering van het bedrijfsleven dan in de Verenigde Staten, waar het merendeel wordt gefinancierd via de kapitaalmarkt. Kapitaalmarktfinanciering kent in het algemeen minder systeemrisicos dan bankfinanciering. Ook zijn er aanwijzingen dat een stelsel dat afhankelijk is van grensoverschrijdende interbancaire financiering, waarbij banken aan elkaar lenen, minder stabiel is dan een stelsel van banken die in meerdere landen opereren en zich dus binnen de eigen bank (intrabank)

²⁷ Zo is in de EMU wel een stabilisatiefonds overwogen waarbij asymmetrische schokken in lidstaten worden opgevangen door middelen automatisch te verdelen tussen lidstaten op basis van de relatieve stand van de conjunctuur.

grensoverschrijdend kunnen financieren.²⁸ In de eurozone is nog steeds sprake van overwegend nationale bankenstelsels. Er zijn nog geen »Europese« banken.

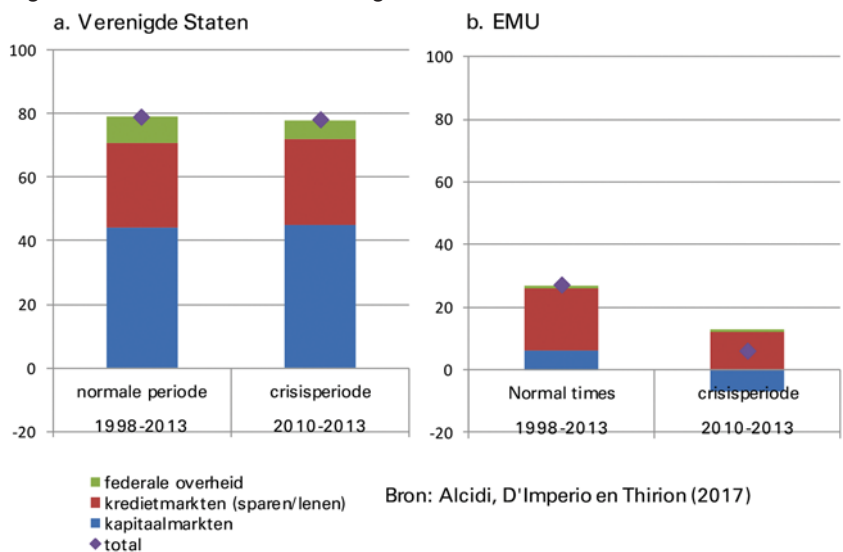
De effectiviteit van private risicodeling hangt samen met afspraken hoe probleebanken af te wikkelen en de juridische mechanismes om eventuele verliezen te nemen. De kosten van publieke reddingsoperaties van banken hadden een negatieve invloed op de nationale overheidsfinanciën, terwijl omgekeerd Europese banken gevoelig zijn voor de kredietwaardigheid van de eigen overheid, omdat ze veel nationaal staatspapier op de eigen balans hebben. Deze verwevenheid (*bank sovereign nexus*) leidde tijdens de crisis tot een negatieve wisselwerking tussen beide sectoren, die de financiële turbulentie aanzienlijk versterkte. Daarom is voor Europese banken afgesproken om belastingbetalers te ontzien door verliezen vooral bij private aandeelhouders en schuldeisers te leggen (bail-in). Voor Europese overheden wordt gesproken over mogelijkheden om herstructurering (van staatsobligaties) gemakkelijker te maken.

4.3 Financiële integratie en risicodeling: een vergelijking met de VS

Een belangrijke vraag is hoe de rol van financiële integratie in de EMU zich verhoudt tot die in andere succesvolle monetaire unies als de Verenigde Staten. Dit is van invloed op de manier waarop crises in individuele lidstaten doorwerken binnen de monetaire unie.

Veel van de beschikbare literatuur richt zich vooral op de vraag in hoeverre schokken worden opgevangen door risicodeling. Uit verschillende schattingen blijkt dat de EMU op dit gebied duidelijk achterblijft bij andere monetaire unies. In de Verenigde Staten kan risicodeling via financiële integratie normale economische schokken in de individuele staten met zo'n 60% tot 80% verminderen. Voor de Canadese provincies en de Duitse Länder gelden vergelijkbare uitkomsten. In het eurogebied is dit met een percentage tussen de 20% en 30% duidelijk lager.

Figuur 8: Mate waarin financiële integratie schokken reduceert



²⁸ Reinhardt en Riddiough, 2014

Daarnaast verschilt de vorm van risicodeling aanzienlijk. In de VS, Canada en Duitsland vindt een aanzienlijk deel van de risicodeling plaats via de financiële markten en in mindere mate via de federale begroting. In de EMU ontbreken deze vormen van private risicodeling nagenoeg geheel, en vindt het grootste deel van de risicodeling plaats via internationaal lenen door banken en vooral ook door overheden. Deze vorm van risicodeling is relatief kwetsbaar, omdat deze niet goed werkt bij langdurige schokken en uitvalt bij financiële crises.

De kwetsbaarheid van de financiële integratie binnen de EMU kwam duidelijk naar voren in de recente crisisperiode. Terwijl in de VS schokken tijdens de crisis werden verminderd omdat verliezen door financiële marktpartijen werden geabsorbeerd, is in de EMU de toch al geringe mate van risicodeling tijdens de crisis nog aanzienlijk verder gedaald. De schokdempende bijdrage van het internationaal lenen was vrijwel geheel te danken aan de noodleningen van de officiële sector zoals het IMF en het ESM en zijn voorganger.²⁹

Het verschil tussen de EMU en de VS komt door grote verschillen in de institutionele vormgeving van beide muntunies en de verschillen in de mate waarin de kosten van crises centraal (VS) dan wel nationaal (eurozone) worden gedragen. Ook zijn de verschillen in financiële regelgeving in de VS aanzienlijk kleiner dan in het eurogebied. Dat geldt voor de banken, waar een belangrijk deel van het toezicht en de resolutie federaal plaats vindt. Hetzelfde geldt ook voor overheden, omdat een belangrijk deel van de overheidsuitgaven federaal is en de overheids-schuld vrijwel geheel federaal is. De staten zelf hebben relatief lage schulden, mede door zelf opgelegde regels, en door strikte toepassing van de no-bailout clause. Door deze institutionele constellatie is het veel minder waarschijnlijk dat problemen bij banken en overheden leiden tot financiële instabiliteit, omdat de schadelijke negatieve wisselwerking tussen nationale overheden en bankensectoren ontbreekt. De Verenigde Staten hebben de crisis dan ook wezenlijk anders aangepakt en waren er dus ook veel eerder klaar mee. Met name zijn de banken met straffe hand gedwongen voorzieningen voor problemleningen op te bouwen en extra kapitaal aan te trekken. In Europa zieken deze problemen lang door vanwege het gebrek aan een eenduidige en gecoördineerde aanpak.

Ten slotte is de aard van de financiële integratie in de VS anders dan in het eurogebied. Zo is de onderlinge integratie van aandelen- en obligatiemarkten in de VS veel sterker. Deze markten zijn verder ontwikkeld, omdat de VS meer gebruik maakt van marktfinanciering dan het eurogebied. Ook het bankenlandschap verschilt aanzienlijk. Zo heeft de VS verhoudingsgewijs naast een aantal zeer grote investeringsbanken veel meer kleine regionale banken dan het eurogebied, maar tegelijk opereren deze banken in de VS veel vaker in meerdere staten tegelijk. De mate van grensoverschrijdende integratie van banken is dus hoger, terwijl Europa bij bankenintegratie veel meer gebruik maakt van veel volatielere en dus meer kwetsbare interbancaire financiering. Al met al is de private risicodeling in de VS veel groter bij financiële schokken dan in de eurozone.

4.4 Illustratie van mogelijke effecten op Nederland

De effecten van crises en de mogelijke doorwerking ervan kunnen sterk variëren. Bij wijze van illustratie van de mogelijke gevolgen voor Nederland van problemen in een van de lidstaten van de eurozone heeft

²⁹ Milano, 2017.

het Centraal Planbureau een kwantitatieve indicatie gepubliceerd van mogelijke problemen in Italië.

In één van deze scenario's veronderstelt het CPB dat problemen in Italië leiden tot turbulentie op financiële markten, en dat er deels besmetting optreedt naar vergelijkbare landen als Spanje en Portugal en de rest van het eurogebied (Tabel 3). Een dergelijke besmetting hebben we tijdens de recente turbulentie rond Italië overigens niet gezien. Volgens modelsimulaties van het CPB zal dit scenario voor Nederland leiden tot een lager bbp (-0,5%) en een hogere inflatie (+0,9%).

Tabel 3: Effecten Italiaanse problemen op Nederlandse economie

Scenario	Mechanismen	Uitkomsten	
		Effect op:	Mutatie (%):
Effect Italiaanse problemen op financiële markten met besmetting	<ul style="list-style-type: none"> • Daling waarde obligaties en kredietverlening in Italië • 2% hogere lange rente in Italië, Spanje, Portugal • Beurskoersen 10% lager in It, Sp, Pt, 5% daarbuiten • Daling eurokoers 2,5% 	Externe handel	- 0,6
		Bbp	- 0,5
		Consumptie	- 0,6
		Investerings	- 1,6
		Werkgelegenheid	- 0,2
		Inflatie	0,9

Bron: Centraal Planbureau (2018), Macro-economisch Verkenning 2019, september 2018.

In een ander scenario veronderstelt het CPB dat er moet worden afgeschreven op Italiaanse staatsobligaties (Tabel 4). Het CPB gaat na wat dit betekent voor Europese banken, waarbij de mate waarin Europese banken Italiaanse obligaties in bezit hebben doorslaggevend is. Hierbij zijn alleen de directe effecten meegenomen, en niet de eventuele doorwerking via bijvoorbeeld lagere economische groei. Het blijkt dat vooral Italiaanse banken zelf geraakt worden (de welbekende wisselwerking tussen nationale banken en overheden blijft intact), terwijl banken in Duitsland en Frankrijk in mindere mate worden geraakt. Voor Nederlandse banken blijven de effecten zeer beperkt, met name omdat zij in de afgelopen jaren hun blootstellingen op Italiaanse obligaties sterk hebben afgebouwd.

Tabel 4: Effecten van Italiaanse problemen op Nederlandse banken

Scenario	Mechanisme	Uitkomsten			
		Blootstelling Italiaanse schuld	Verlies (mld)	Verlies (% kernkapitaal)	
Houdbaarheid	20%	Duitsland	24	- 5	3%
Italiaanse staatsschuld	afschrijving	Frankrijk	49	- 10	3%
in geding	staatsobligaties	Italië	143	- 29	29%
		Nederland	2	0	0%
		Spanje	29	- 6	5%
		EMU	279	- 56	6%

Bron: Centraal Planbureau (2018), Naar een bankenunie voor de EMU: drie scenario's, in: Risico-rapportage financiële markten 2018.

Dit voorbeeld lijkt de conclusie te wettigen dat de gevolgen van crises in andere lidstaten voor Nederland niet in alle scenario's zeer negatief hoeven te zijn. Hierbij is wel van belang dat de doorwerking van de crises beperkt blijft, en er niet op grote schaal financiële fragmentatie en

besmetting ontstaat. Dit vergt in sommige gevallen vormen van publieke risicodeling, waar ook Nederland aan meebetaalt en risico's op loopt. Deze directe kosten kunnen echter (afhankelijk van de omstandigheden) opwegen tegen de opbrengsten als hiermee een veel erger scenario van financiële instabiliteit kan worden voorkomen.

5. Hoe risico's in het huidige raamwerk te verminderen en op te vangen

5.1 Risicoraamwerk

Een belangrijke vraag van de Tweede Kamer is welke mogelijkheden er zijn om binnen de muntunie crises bij meerdere overheden en bankenstelsels te voorkomen en – mochten ze zich toch voordoen – de gevolgen ervan voor Nederland te beperken. Dit hoofdstuk inventariseert wat er nu al mogelijk is binnen het bestaande Europese raamwerk. In de afgelopen jaren is het aantal beschikbare instrumenten immers sterk uitgebreid door de versterking van de EMU. De muntunie is daarmee aanzienlijk beter voorbereid op dit soort risico's dan tijdens de afgelopen crisis. Eerst worden de mogelijkheden voor risicoreductie en -preventie in individuele lidstaten beschreven, en daarna de mogelijkheden om een schok voor het systeem als geheel op te vangen – zowel via publieke als via private mechanismen. Hoofdstuk 6 behandelt vervolgens wat er in Europa nog kan verbeteren bij het verminderen en opvangen van risico's.

In Tabel 5 wordt een risicoraamwerk voor de EMU gepresenteerd met een overzicht van de instrumenten die al zijn ontwikkeld om risico's te voorkomen en op te vangen. De beschikbare instrumenten verschillen afhankelijk van waar de risico's zich voordoen: bij de overheidsfinanciën, in de macro-economie of in de bancaire sector. Daarbij worden als belangrijkste risico's onderscheiden (kolom I):

- twijfel over de houdbaarheid van de overheidsschuld
- een crisis die ontstaat door onevenwichtigheden in lidstaten, zoals een zeebel op de huizenmarkt of een sterk verslechterde concurrentiepositie
- problemen bij een individuele systeemrelevante bank of een heel bankstelsel

Tabel 5: Risicoraamwerk voor de EMU: wat kan er nu al?

I. Risico	II. Wat kan er nu al?	
	a) Risico voorkomen	b) Risico opvangen
Twijfel over houdbaarheid overheidsschuld	Versterkt SGP Marktdiscipline	ESM krediet ECB opkoopprogramma
Crisis door onevenwichtigheid	MEOP Macroprudentieel toezicht	ESM krediet
Problemen bij individuele bank of bancaire sector	Strengere regels kapitaal & liquiditeit Europees toezicht (SSM)	ECB (algehele liquiditeit, risicodeling) NCB (noodliquiditeit -ELA, geen risicodeling) Europese resolutie (SRM) met bail-in

In de praktijk hangen deze risico's overigens vaak samen: zo kan een crisis door een correctie op de huizenmarkt ook leiden tot problemen in de bankensector en bij de overheidsfinanciën. Per risico wordt in Kolom II gezien welke instrumenten er zijn (a) ter voorkoming van dat risico en (b) in het geval zo'n crisis zich voordoet de risico's te mitigeren, waarbij onderscheid wordt gemaakt tussen publieke en private risicodeling.

5.2 Instrumenten ter voorkoming van risico's

De mogelijkheden om risico's in lidstaten te voorkomen zijn sinds de financiële crisis aanzienlijk uitgebreid. Op het gebied van de *houdbare overheidsfinanciën* is het SGP versterkt in het zogenaamde «six pack» (2011) en «two pack» (2013), met als doel naleving en handhaving van de afspraken te versterken door intensiever toezicht. Ook hebben de eurolanden regels vastgelegd waar nationale begrotingen aan moeten voldoen in het Verdrag voor stabiliteit, coördinatie en bestuur, ook wel bekend als de Fiscal Compact. Alle landen hebben inmiddels onafhankelijke nationale begrotingstoezichthouders ingesteld (de NIFI's) en de European Fiscal Board evalueert geregeld hun functioneren. De naleving laat vooral in de preventieve tak te wensen over, in de correctieve tak is de naleving beter (zie ook hoofdstuk 2).

Ter voorkoming van *onevenwichtigheden* is de macro-economische onevenwichtigheidsprocedure (MEOP) ingesteld, waarbij voor elke lidstaat door de Europese Commissie aanbevelingen worden gedaan ter voorkoming van onevenwichtigheden en versterking van de economische structuur. Het gaat daarbij om externe (internationale concurrentiepositie en saldo lopende rekening) en interne onevenwichtigheden (kredietverlening, huizenprijzen en werkloosheid). Landen met een buitensporige onevenwichtigheid kunnen bij niet-naleving uiteindelijk een sanctie opgelegd krijgen, maar dit instrument is tot dusverre niet ingezet. De naleving van de aanbevelingen laat te wensen over.

Het blijft soms wat onderbelicht dat er naast aanscherping van de Brusselse regels ook andere versterkingen zijn aangebracht, met name op het snijvlak van onevenwichtigheden en de bancaire sector. Het *macroprudentieel* toezicht richt zich op de stabiliteit van het financiële systeem als geheel, in tegenstelling tot het micro-prudentieel toezicht dat toeziet op individuele financiële instellingen. Daartoe behoren het signaleren van zeepbellen, het voorkomen van excessieve kredietverlening en de beschikbaarheid van een robuuste financiële infrastructuur. Het macroprudentieel toezicht kent daartoe diverse instrumenten. Eén van de belangrijkste is het opleggen van contra-cyclische kapitaalbuffers waarmee banken verplicht zijn extra kapitaal aan te houden bij (te) sterk stijgende kredietverlening en huizenprijzen. Diverse EU-landen hebben deze buffer de afgelopen jaren inmiddels verhoogd, oplopend tot zelfs boven de 2% in Scandinavië.³⁰ Bredere maatregelen gericht op een verantwoorde hypotheekverstrekking zijn het aanpassen van leennormen ten opzichte van de waarde van het huis (*loan-to-value* ratio) en het inkomen (*loan-to-income* ratio). Nederland heeft deze normen na de crisis aangescherpt, maar ook andere Europese landen gebruiken dergelijke instrumenten om de risico's op de huizenmarkt te beheersen.

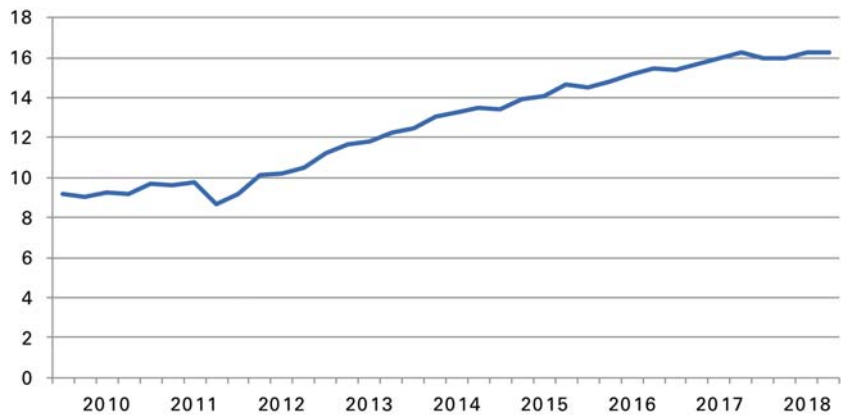
Anders dan bij de Brusselse regels wordt het macroprudentieel toezicht grotendeels uitgevoerd door onafhankelijke autoriteiten. De contra-cyclische kapitaalbuffers worden in de meeste gevallen bepaald door de centrale bank, waarbij de ECB de bevoegdheid heeft om deze in een lidstaat te verhogen (*topping-up*) als deze naar zijn oordeel niet in lijn is met de risico's.³¹ Het bredere macroprudentieel toezicht wordt in veel landen voorbereid door een Financieel Stabiliteitscomité (FSC). In het Nederlandse FSC hebben het Ministerie van Financiën, DNB en AFM

³⁰ Deze buffers worden uitgedrukt als percentage van de risicogewogen activa van banken, in lijn met de Bazelse kapitaaleisen.

³¹ Op basis van artikel 5 lid 2 van Verordening (EU) 1024/2013, waarbij aan de Europese Centrale Bank specifieke taken worden opgedragen betreffende het beleid inzake het prudentieel toezicht op kredietinstellingen.

zitting. De bevoegdheden van deze comités wisselen, in sommige gevallen (zoals Nederland) neemt de regering uiteindelijk de beslissingen over bijvoorbeeld leennormen. Op Europees niveau is na de crisis de European Systemic Risk Board (ESRB) opgericht, die ondergebracht is bij de ECB.

Figuur 9 Kapitaalratio grootste Europese banken



Toelichting: CET Tier 1 kapitaal als percentage van de risicogewogen activa.
Bron: European Banking Authority .

Om problemen in de *bancaire sector* te voorkomen is de bankenunie opgericht, waarbij het toezicht op de banken bij de ECB is ondergebracht. Ook zijn de afgelopen jaren de toezichteisen voor banken aanmerkelijk verzaamd en uitgebreid. Strengere kapitaalseisen zijn erop gericht de soliditeit van banken te vergroten door ze te verplichten meer eigen vermogen aan te houden ten opzichte van de risicogewogen activa (kapitaalratio) (Figuur 9). Bovendien worden extra hoge eisen gesteld aan banken die systeemrelevant zijn op mondiaal niveau of op nationaal niveau. Nederland heeft ING, Rabobank en ABN AMRO bijvoorbeeld een extra systeemrisicobuffer opgelegd van 3%. Naast kapitaaleisen moeten liquiditeitseisen er voor zorgen dat banken minder snel tekorten krijgen als de geldmarkt tijdens een crisis zou stilvallen. Ook zijn de eisen gericht op integere en deskundige bedrijfsvoering en verslaggeving aangescherpt.

5.3 Instrumenten om risico's bij overheden op te vangen

Wanneer er zich ondanks deze preventieve maatregelen toch problemen voordoen zijn er instrumenten beschikbaar om financieringsproblemen bij overheden en banken op te vangen. Dit helpt niet alleen de landen in problemen, maar kan financiële markten breder kalmeren en dus escalatie via financiële fragmentatie en besmetting voorkomen. Het gaat in de meeste gevallen om vormen van publieke risicodeling.

Wanneer overheden van lidstaten in problemen komen, hebben in de eerste plaats andere overheden in de EMU financiële vangnetten ingesteld. Na de crisis zijn in korte tijd financieringsmechanismen ingericht, die uiteindelijk tot instelling van het ESM hebben geleid. De financiële steun wordt verleend aan landen die onvoldoende toegang tot de financiële markten hebben. Zij is tijdelijk en conditioneel aan een aanpassingsprogramma dat er op is gericht houdbare overheidsfinanciën te herstellen.

De via het ESM verstrekte kredietverlening heeft een maximale capaciteit van € 500 miljard en wordt gefinancierd door leningen in de kapitaalmarkt die gegarandeerd worden door het door de lidstaten van de eurozone ingelegde kapitaal. Het geautoriseerde kapitaal van het ESM bedraagt € 704,8 miljard, waarvan ruim € 80 miljard is volgestort. Het ESM wordt voor bijna de helft gegarandeerd door de twee grootste landen in de eurozone, Duitsland en Frankrijk. Het Nederlandse aandeel in het garanti kapitaal bedraagt ongeveer € 40 miljard (5,68%). De na de initiële kapitaalstorting resterende garantie is inzichtelijk vermeld als garantiepost in de Nederlandse begroting onder het overzicht Risicoregelingen. Uit dit overzicht blijkt dat de garanties aan het ESM in omvang vergelijkbaar zijn met andere garanties, zoals die aan het IMF (€ 42,6 miljard), in het kader van Exportkredietverzekeringen (€ 16,7 miljard) en EIB (€ 9,9 miljard). Het totaal aan garantie bedraagt ongeveer € 180 miljard. Het Nederlandse parlement heeft instemmingsrecht bij uitbreidingen van het garanti kapitaal, net als bij die voor het IMF, die ook betrokken is bij steunoperaties van het ESM. Parlementaire controle op deze posten is dus vastgelegd. De Afdeling heeft eerder in bredere zin aandacht gevraagd voor de parlementaire behandeling van de garantieposten op de Nederlandse begroting.³²

Het risico van niet-terugbetaling is niet geheel afwezig. Tegelijkertijd zijn de met het ESM overeengekomen aanpassingsprogramma's succesvol en behoren landen als Ierland en Spanje tot de snelste groeiers binnen de eurozone. Aflossing van de schuld behoeft voor deze landen geen probleem te zijn. Anders ligt dit mogelijk bij Griekenland waar het IMF van oordeel is dat de schuld, ondanks de aanmerkelijke schuldverlichting die inmiddels is gegeven, nog onhoudbaar hoog is.

Naast het ESM kunnen landen in moeilijkheden onder omstandigheden steun krijgen van de ECB. Onder strikte voorwaarden kan de ECB via het OMT-programma (Outright Monetary Transactions) ongelimiteerd obligaties kopen van landen in financieringsproblemen. Aankopen onder het OMT zijn alleen beschikbaar voor landen die een ESM programma hebben, en gaan dus vergezeld van conditionaliteit. Het programma werd in 2012 aangekondigd omdat financiële markten op dat moment doorschoten in hun pessimisme, mede vanwege vrees voor het uiteenvallen van de euro.³³ Hierdoor raakte het monetaire transmissiemechanisme ernstig verstoord, omdat er op grote schaal financiële fragmentatie en besmetting plaatsvond. Door de aankondiging keerde de rust op financiële markten terug. Recent onderzoek bevestigt dat het OMT heeft geleid tot een afname van spillovers en besmettingsgevaar tussen landen, zonder dat het instrument ooit is ingezet.³⁴

Indirect kunnen Europese overheden in problemen ook baat hebben gehad van het onconventionele monetaire beleid van de ECB. Dit beleid van kwantitatieve verruiming – net als in veel andere ontwikkelde economieën buiten het eurogebied – nodig omdat de inflatie na de crisis langdurig laag was en er schadelijke deflatie dreigde. Via het Public Sector Purchase Programme (PSPP) heeft de ECB daarom op grote schaal staatsschuld opgekocht in de secundaire markt.³⁵ Het Verdrag sluit de directe financiering van overheidstekorten door de Europese Centrale

³² Zie bijvoorbeeld het advies van de Raad van State bij de Miljoenennota 2013, Kamerstukken II 2012/13, 33 400, nr. 3.

³³ De Haan, Hessel en Van den End (2014). Are European sovereign bonds fairly priced? The role of modelling uncertainty. *Journal of International Money and Finance*, 47:239–267.

³⁴ Gilbert (2019). Euro area sovereign risk spillovers before and after the ECB's OMT announcement. DNB working paper 636.

³⁵ Het PSPP is één van de onderdelen van het beleid van kwantitatieve verruiming. Er zijn daarnaast nog andere aankoopprogramma's, bijvoorbeeld voor covered bonds en bedrijfsobligaties.

Bank uit, maar in de praktijk heeft het kwantitatieve verruimingsprogramma van de ECB indirect bijgedragen aan gemakkelijke financiering en dus liquiditeitssteun aan alle lidstaten, inclusief landen die in de problemen zijn gekomen. Het is in de toekomst niet gegarandeerd dat de ECB dit instrument bij een crisis opnieuw in zal zetten, omdat dit mede afhangt van de inflatievooruitzichten op dat moment.

Het onconventionele monetaire beleid heeft geleid tot een toename van risico's op de balans van de ECB en DNB, overigens net als bij veel centrale banken in andere ontwikkelde economieën.³⁶ Zo heeft de Nederlandsche Bank vanaf 2015 een jaarlijkse voorziening getroffen om eventuele verliezen uit het onconventionele monetaire beleid op te vangen, die wordt opgebouwd naar € 2,5 miljard. De voorziening gaat ten laste van het bedrijfsresultaat en vermindert dus navenant de winstafdracht aan de Staat. Voor een belangrijk deel betreft dit een voorziening voor renterisico, omdat DNB veel Nederlandse staatsobligaties heeft aangekocht tegen een hoge koers en dus met een lage (effectieve) rente.³⁷ Overigens heeft de ECB nadrukkelijk besloten om op de aankoop van nationale overheidsobligaties onder het PSPP géén risicodeling toe te passen. DNB koopt onder dit programma dus alleen Nederlandse obligaties aan, en deelt dus niet mee in de risico's op obligaties van andere EMU-landen. Tot dusverre zijn relatief geringe verliezen ten laste van de voorziening van DNB gebracht.³⁸ De totale risico's zijn in 2018 afgenomen door de aangepaste indicaties omtrent het toekomstige rentebeleid van de ECB, de beëindiging van de netto aankopen door de ECB en het verbeterde risicoprofiel van probleemlanden.

5.4 Instrumenten om risico's bij banken op te vangen

Er zijn eveneens instrumenten beschikbaar om financieringsproblemen bij banken op te vangen. In eerste instantie verloopt dit via de centrale bank. Zolang een bank solvabel is kunnen de ECB en de nationale centrale banken (NCB's) banken in problemen van extra liquiditeit voorzien op basis van onderpand. De centrale banken treden zo op als *lender of last resort*. Als de liquiditeitsproblemen optreden in het gehele bankstelsel, bijvoorbeeld omdat de interbancaire markt stil valt, wordt de extra liquiditeit vertrekt door de ECB. Zo heeft de ECB al sinds de crisis extra liquiditeit verstrekt via haar beleid van volledige toewijzing bij herfinancieringsoperaties. In 2014 en 2016 is deze liquiditeit bovendien langjarig verstrekt aan alle Europese banken, via de zogeheten *Targeted Long Term Refinancing Operations (TLTRO's)*.³⁹ In maart heeft de ECB een nieuwe ronde aangekondigd. Wanneer de liquiditeitsproblemen zich voordoen bij individuele banken(stelsels) kan de NCB van het land op eigen rekening noodliquiditeit verstrekken, de zogeheten Emergency Liquidity Assistance (ELA). Op deze ELA vindt dus geen risicodeling plaats.

De liquiditeitsoperaties kunnen samen gaan met schulden en tegoeden in het betalingssysteem TARGET2, waarin alle banken een rekening bij de Europese Centrale Bank aanhouden. Binnen het verrekensysteem van het Europese betalingsverkeer TARGET2 van de ECB worden credit- en

³⁶ Zie voor een overzicht Ministerie van Financiën (2019), Jaarlijkse informatiebrief Risico's DNB en de Nederlandse staat als gevolg van ECB-beleid, 23 mei 2019.

³⁷ Wanneer in de toekomst de rente stijgt, heeft DNB langlopende stukken met een lage rentevergoeding op de balans staan (activa zijde), terwijl tegelijkertijd een hogere beleidsrente moet worden vergoed op de deposito's van banken (passiva zijde).

³⁸ In 2018 is een verlies van 9 miljoen euro ten laste gebracht van deze voorziening vanwege een waardevermindering van binnen het Eurosysteem aangekochte bedrijfsobligaties. Zie DNB jaarverslag 2018.

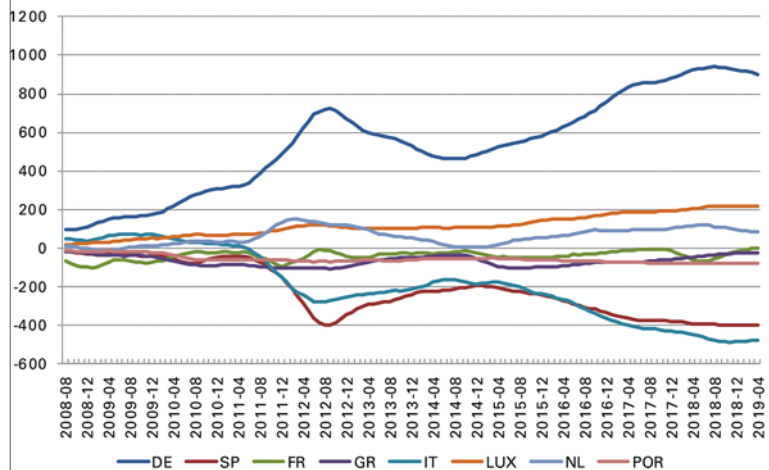
³⁹ Deze operaties zijn overigens mede ingegeven vanuit het monetaire beleid, met als doel de monetaire condities te waarborgen en de monetaire transmissie te versterken.

debetposities opgebouwd. Deze vloeien voort uit de vorderingen en verplichtingen van de nationale centrale banken aan de ECB uit hoofde van het internationale betalingsverkeer. Deze zogenaamde TARGET saldi kunnen in relatief korte tijd fors fluctueren. Alleen als claims niet meer worden gehonoreerd, bijvoorbeeld als een land de euro verlaat, kan dit leiden tot een verlies dat ook op Nederland kan doorwerken via geleden verliezen door de Nederlandsche Bank (box 5).

Box 5: Target 2 saldi

In maart 2019 waren de grootste vorderingen binnen het TARGET-systeem van Duitsland (€ 940 miljard), Luxemburg (€ 214 miljard) en Nederland (€ 80 miljard), terwijl de grootste verplichtingen van Italië (€ 475 miljard), Spanje (€ 402 miljard) en Portugal (€ 80 miljard) kwamen (Figuur 10). Tijdens de eurocrisis (2010–2012) weerspiegelen de oplopende saldi in belangrijke mate de verplaatsing van kapitaal uit zwakkere landen naar als sterk beschouwde landen. De afgelopen tijd weerspiegelen de opgelopen saldi ook de liquiditeit die door het beleid van kwantitatieve verruiming van de Europese Centrale Bank bij de banken terecht komt, maar die zich nog niet volledig een weg vindt naar banken in andere landen van het eurogebied. De saldi zijn momentopnames, en de saldi kunnen ook weer sterk verbeteren als kapitaal weer vrijer gaat stromen. Ook het teken van de cijfers kan in de loop van de tijd veranderen: zo had Nederland na de financiële crisis een debetpositie en Italië een creditpositie.

Figuur 10: Saldi in Target 2, (maandultimo) 2008–2019



Toelichting: 6-maands voortschrijdend gemiddelde in miljarden euro's. Bron: ECB.

In het onwaarschijnlijke geval dat de muntunie uiteen zou vallen moeten de saldi worden afgerekend. In dat geval zouden centrale banken van uittredende lidstaten een eventueel negatief saldo in het TARGET2-systeem in euro's moeten voldoen. Indien deze hun verplichtingen niet (kunnen) nakomen, zou dat in laatste instantie kunnen resulteren in een verlies. Het is van belang dat het hier gaat om vorderingen op en verplichtingen van lidstaten ten opzichte van de ECB. Het gaat niet om vorderingen en verplichtingen tussen lidstaten onderling. In het, hoogst onwaarschijnlijke, scenario, van desintegratie van de muntunie, komt het tot afrekening van saldi. In het, onwenselijke en eveneens niet waarschijnlijke maar niet geheel

uit te sluiten, scenario dat één lidstaat uit de muntunie treedt, zal deze met de ECB moeten «afrekenen». Hierbij moet worden bedacht dat deze leningen van de ECB zijn afgedekt met onderpand, waarop een risicoafslag geldt om eventuele verliezen te dekken.

Het huidige aandeel in het eurosysteem van Nederland bedraagt 4,07%. Om de gedachten te bepalen: de hoogste debetpositie van een individuele centrale bank in TARGET2 bedroeg in de afgelopen jaren € 500 miljard. In het extreme geval dat het betreffende land zou uittreden en geen enkele schuld zou betalen zou het Nederlandse risico hierop maximaal € 35 miljard bedragen. Hier staan onderpand, kapitaal en reserves van de ECB zelf tegenover. Het feitelijke risico is dus aanzienlijk beperkter. Het behoeft geen betoog dat de gehele institutionele (rechts) kracht van en door de ECB alsdan geheel zal worden benut om tot een afrekening te komen die niet andere lidstaten benadeelt.

Wanneer banken in grotere problemen verkeren komt afwikkeling in beeld. Voor de afwikkeling van niet-solvabele banken is na de crisis de Europese Resolutieautoriteit (Single Resolution Board, SRB) opgericht om te voorkomen dat bankfaillissementen leiden tot systeemrisico's of inzet van publieke middelen. Als er sprake is van meer dan liquiditeitsproblemen bij een bank kan de toezichthouder het oordeel afgeven dat bank «failing or likely to fail» is. Er is dan geen toezichtinterventie of private oplossing mogelijk om de levensvatbaarheid van de bank te herstellen. De bank wordt dan aan de SRB overgedragen die een beslissing neemt over het al dan niet afwickelen, waarbij zoveel mogelijk financiële instabiliteit wordt voorkomen. Hierbij passen de autoriteiten ook private risicodeling toe, omdat bail-in plaatsvindt waarbij aandeel- en obligatiehouders een deel van de verliezen dragen. Om bail-in mogelijk te maken moeten banken voldoen aan minimumeisen voor de hoeveelheid verliesabsorberend eigen- en vreemd vermogen (de zogeheten *minimum required eligible liabilities and own funds*, of MREL).

Box 6: Resolutie van falende banken

Bij afwikkeling of resolutie van een in problemen gekomen bank door de Europese resolutieautoriteit (Single Resolution Board, SRB) staat het publieke belang voorop, waaronder het bewaken van de continuïteit van kritieke functies, het voorkomen van besmetting en het beschermen van depositohouders.

De SRB kan als er geen private oplossingen voor handen zijn en sprake is van publiek belang de bank in resolutie plaatsen. De bank wordt dan zo ordentelijk mogelijk afgewikkeld door de delen die van publiek belang zijn zoveel mogelijk in stand te houden en de rest te liquideren. Daartoe wordt bail-in toegepast, waarbij aandelen worden afgeschreven en (voor zover nodig) verschaffers van vreemd vermogen worden aangesproken tot de balans weer is hersteld. Dit bail-in mechanisme is erop gericht kapitaalverschaffers aan de bank de lasten te laten dragen van het falen van de bank, zodat niet de overheid via bail-out de bank hoeft te herkapitaliseren. In uitzonderlijke gevallen kan het afwikkelingsfonds (Single Resolution Fonds, SRF) worden aangesproken.

De SRB richt zich op de systeemrelevante banken waar de ECB toezicht op houdt, en andere cross-border groepen die in ten minste twee lidstaten actief zijn. Nationale afwikkelautoriteiten (in Nederland DNB) zijn verantwoordelijk voor de overige banken. De SRB kan wel besluiten om haar bevoegdheden rechtstreeks in te

zetten als dat nodig is om een consistente toepassing van afwijkstandaarden te garanderen. Zo gauw de SRB een afwijkbesluit heeft genomen, wordt dit aan de Commissie gestuurd. Het besluit treedt in werking na uiterlijk 24 uur waarin de Commissie heeft ingestemd met het afwijkplan. De SRB kan bij bezwaren van de Commissie ook het plan aanpassen. De Commissie kan ook het plan aan de Raad voorleggen, als zij geen publiek belang ziet of materiële wijziging wil aanbrengen in het gebruik van het afwikkelfonds. Als de Raad bezwaar maakt tegen het plan wordt de bank afgewikkeld volgens nationale regels. Als de Raad instemt met de door de Commissie voorgestelde aanpassingen van het gebruik van het SRF, past de SRB het afwijkplan aan en treedt het in werking.

Het is nog niet geheel duidelijk of het resolutiekader optimaal werkt. Bij de afwikkeling van de Banco Popular in Spanje heeft het kader goed gewerkt (zie Box 7). In het geval van de Banca Monte dei Paschi de Siena in Italië is «*precautionary recapitalisation*» toegepast die een bail-out met belastingmiddelen vergde. Sommigen zien dit als een ontwijking van de resolutieregels, anderen zien dit als noodzakelijke manoeuvreerruimte, waarin binnen het bestaande kader van staatsteunregels en politieke checks en balances wordt geopereerd.

Box 7: De recente praktijk van bankresolutie

Banco Popular in Spanje werd in juni 2017 door de ECB als «*failing or likely to fail*» aangemerkt. De SRB maakte een afwijkplan wat er toe leidde dat Santander de goede delen overnam.

Bij het Italiaanse **Monte dei Paschi de Siena** vond in juli 2017 herkapitalisatie via staatssteun plaats waarvoor toestemming van de Commissie was verkregen.⁴⁰ De richtlijn herstel en afwikkeling van banken (BRRD) kent in artikel 32 daarvoor bij wijze van uitzondering de mogelijkheid van de zogenaamde herkapitalisatie uit voorzorg (*precautionary recapitalisation*). Een dergelijke uitzondering is mogelijk «teneinde een ernstige verstoring in de economie van een lidstaat te vermijden of te verhelpen en de financiële stabiliteit te vrijwaren».⁴¹ Daarbij geldt een aantal voorwaarden: (i) de kapitaalsteun mag alleen marktconform worden verleend, er mag geen impliciete subsidiëring plaatsvinden; (ii) de steun is alleen beschikbaar voor solvabele instellingen; (iii) de Commissie moet instemmen met de steun en met het bijgaande herstructureeringsplan; (iv) de herkapitalisatie moet tijdelijk van aard zijn en dus bij voltooide herstructurering worden teruggedraaid.

In de praktijk is ten aanzien van de eerste twee voorwaarden sprake van een grijs gebied omdat in een noodsituatie private opties niet echt voor handen zijn en niet duidelijk is wat de marktprijs precies is, terwijl er interpretatieverschillen mogelijk zijn of een bank solvabel is. De European Banking Authority (EBA) heeft weliswaar geprobeerd dit te verduidelijken, maar er blijft nog enige mate van discretionaire beoordelingsruimte over, die door de Commissie wordt ingevuld. Het gebruik van de uitzonderingsclausule voorkwam een aanzienlijke bail-in, waarbij grote schade voor rekeninghouders zou zijn opgetreden aan wie op grote schaal risicodragende obligaties waren verkocht zonder dat zij daarover voldoende waren

⁴⁰ Besluit van 4 juli 2017, SA.47677. BRRD.

⁴¹ De BRDD (Richtlijn herstel en afwikkeling van banken) refereert aan de uitzondering van artikel 107, derde lid onder b, VWEU. Zie ook punt 5 van de 2013 Bankenmededeling (van 1 augustus 2013) die de Commissie toestaat steun goed te keuren.

geïnfomeerd. Onder de *precautionary* recapitalisation vond slechts een beperkte bail-in plaats en was er compensatie voor de betrokken rekeninghouders van de bank.

In juni 2017 werden de Italiaanse **Banca Popolare di Vicenza** en **Veneto Banca** door de ECB als «failing or likely to fail» aangemerkt. De SRB besloot dat Europese resolutie niet nodig was. De afwikkeling van deze banken vond daarom plaats binnen het nationale kader. De slechte onderdelen werden afgeschreven, de goede delen verkocht aan Intesa. Aandeelhouders en crediteuren moesten een verlies nemen, kleine beleggers werden ontzien.

Problemen bij sommige Duitse semipublieke banken (Landesbanken) hebben niet tot afwikkeling via het resolutieraamwerk geleid. De herkapitalisatie werd door de overheid betaald. In februari 2019 herkapitaliseerde de Duitse deelstaat Nedersaksen de publieke-sectorbank NordLB. Door deze bailout werd voorkomen dat de bank in handen zou komen van private partijen die een bod hadden uitgebracht. De bank was als één van de meest riskante Europese banken naar voren gekomen in de stress test die onder Europese systeembanken is uitgevoerd.

5.5 Effectiviteit van de mechanismen

Het geheel overziende is een sinds de crisis een uitgebreid instrumentarium opgezet om in crisissituaties op te treden. De EMU is beter in staat om problemen op te vangen dan tien jaar geleden. Een belangrijke vraag is in hoeverre deze instrumenten voldoende zijn om een crisis in meerdere landen en meerdere bankenstelsels op te vangen – de situatie die in de vragen van de Tweede Kamer wordt benoemd. Met de beschikbare instrumenten is al veel mogelijk, ze zijn ook nog niet ten volle benut en voor een deel nog niet volledig geïmplementeerd. Wel staat vast dat dit in elk geval voortvarende toepassing van de mechanismen zal vergen, waarbij resolutie van banken en herstructurering van overheids-schuld (bijvoorbeeld via looptijdverlenging) aan de orde zullen zijn. Dit onderstreept dat het kunnen opvangen van een dergelijke crisis niet alleen een technische kwestie is, maar ook een politieke. Ook in deze lastige omstandigheden blijft goede samenwerking en onderling vertrouwen in de muntunie van groot belang.

De inzet van de crisismechanismen levert directe kosten en risico's op voor de overige lidstaten in de EMU. Dit hoeft op zichzelf geen probleem te zijn, als hiermee verdere escalatie kan worden voorkomen. Niettemin valt wel op dat de bestaande mechanismes nog steeds sterk uitgaan van publieke risicodeling of daar, in het geval van resolutie van falende banken, nog mogelijkheden voor lijken open te laten. De mechanismen maken vooral gebruik van geld van belastingbetalers of van de centrale bank. Voor verdere versterking van de mechanismes om risico's op te vangen dient dan ook sterker op private risicodeling te worden ingezet. Daartoe wordt in het navolgende onder meer gepleit voor het hernieuwd prioriteit geven aan vervolmaking van een robuuste Europese kapitaalmarkt die voor veel betere risicospreiding kan zorgen.

6. Verbeteringen om de risico's verder te beheersen

6.1 Betere handhaving, preventie en private risicodeling

Hoewel er veel mogelijk is binnen de doorgevoerde verbeteringen in de EMU en alle instrumenten nog niet ten volle zijn benut, brengen de onvolledige naleving en handhaving van afspraken risico's met zich. De

Tweede Kamer stelt de vraag wat Nederland kan doen om de risico's en de kwetsbaarheden bij eventuele crises nog verder te verminderen en als ze zich toch voordoen de negatieve gevolgen ervan zoveel mogelijk te beperken. Dit moet vooral worden gezocht in een verdere versterking van de muntunie, waarover al lange tijd wordt gediscussieerd⁴² en in Brussel wordt onderhandeld.

Als kansrijke beleidsopties die in belangrijke mate aansluiten bij de lopende Europese discussies, acht de Afdeling het van belang enerzijds een combinatie van preventieve maatregelen in de arrangementen voor publieke risicodeling en anderzijds een grotere nadruk op versterking van private risicodeling. Nederland kan zich hiervoor met gelijkgestemde landen binnen de EMU inzetten. Doel hiervan is om de kans te verkleinen dat mechanismes van publieke risicodeling moeten worden aangesproken, wat tot potentiële kosten, ook voor Nederland, kan leiden.

Tabel 6: Risicoraamwerk voor de EMU: wat kan beter?

Risico	Wat kan nog beter?	
	Risico voorkomen	Risico opvangen
Twijfel over houdbaarheid overheids-schuld	Begrotingstoezicht versterken Geloofwaardiger maken no-bailout	Versterken ESM Mechanisme voor schuldhervorming Kapitaalmarktunie Integratie bankenmarkt
Crisis door onevenwichtigheid	Versterk MEOP Stimuleer structurele hervormingen	
Problemen bij individuele bank of bancaire sector	Regulering sovereign exposures banken	Depositogarantiestelsel (EDIS) Achtervang SRF Liquiditeit bij resolutie Kapitaalmarktunie Integratie bankenmarkt

De risico's vanuit *budgettair en economisch perspectief* kunnen beter worden beheerst door sterkere naleving en handhaving van de afspraken op begrotings- en macro-economisch terrein. Nederland heeft er immers belang bij dat dit ertoe leidt dat de eurozonelanden en de EMU als geheel robuuster en stabiel worden. De risico's vanuit *institutioneel en bestuurlijk perspectief* kunnen beter worden beheerst door de onderscheiden rollen van de Commissie beter af te bakenen en daarmee de besluitvorming transparanter te maken. De risico's vanuit *financieel en monetair perspectief* kunnen beter worden beheerst door de bankenunie en kapitaalmarktunie af te maken, waardoor een veel sterkere mate van private risicodeling optreedt. De mogelijkheden voor verbetering zijn opgenomen in het in Tabel 6 gepresenteerde risicoraamwerk en worden in dit hoofdstuk verder uitgewerkt.

6.2 Versterk naleving en handhaving van afspraken

De houdbaarheid van de overheidsfinanciën is gediend bij sterkere naleving en handhaving van de afspraken. De Afdeling doet daartoe de volgende aanbevelingen:

⁴² Zie bijvoorbeeld Benassy-Quéré et al. (2018), Reconciling risk sharing with market discipline: A constructive approach to euro area reform, CEPR policy insight 91.

i. Vereenvoudiging van begrotingsregels

Het geheel aan begrotingsregels kan aan kracht winnen door daarin meer eenvoud aan te brengen. De in de loop van de afgelopen jaren, overigens op aandringen van de lidstaten zelf, aangebrachte flexibiliteit in de regels heeft vooral gezorgd voor complexiteit. Dat heeft tevens geleid tot meer discretionaire beoordelingsruimte, die in de praktijk de handhaving wel in de weg heeft gestaan. Het pleidooi van onder andere de European Fiscal Board om meer op de uitgavenregel en de overheidsschuld te sturen dan op het structurele saldo, dat van ramingen afhankelijk is en moeilijker te duiden, zou een zinvolle stap zijn.⁴³ Bij de komende evaluatie van (de werking van) het SGP zou dit een belangrijk punt van aandacht moeten zijn.

ii. Meerjarige strategie gericht op schuldreductie en structurele hervormingen

De Afdeling beveelt aan om de afspraken te richten op de meerjarenbegroting, die bij de landen met een structureel te hoge schuldpositie wordt gericht op een tijdpad voor schuldreductie. Idealiter gaat een dergelijke meerjarige strategie van schuldreductie tezamen met structurele hervormingen. Zo wordt ook beter aansluiting verkregen bij de aanbevelingen uit de procedure bij macro-economische onevenwichtigheden (MEOP) voor structurele hervormingen, die naar hun aard vaak een middellang karakter hebben.

Positieve prikkels kunnen worden geboden door inzet van Europese middelen bij structurele hervormingen die in de MEOP-procedure worden aanbevolen. Met name het nieuwe begrotingsinstrument voor convergentie en concurrentievermogen (BICC) kan hiervoor worden ingezet. Zo kunnen landen worden beloofd die de landenspecifieke aanbevelingen opvolgen en structurele hervormingen doorvoeren. In Brussel wordt momenteel onderhandeld over de precieze vormgeving van dit instrument. Daarnaast zou gebruik kunnen worden gemaakt van de momenteel voorgenomen hervorming van het ESM-verdrag. Hierbij is één van de voornemens om de huidige preventieve kredietlijnen van het ESM aantrekkelijker te maken.⁴⁴ Afhankelijk van de precieze condities die hieraan worden verbonden, kan dit het doorvoeren van hervormingen verder stimuleren. Dit past bij de Nederlandse preferentie voor beleidsaanpassing aan onevenwichtigheden in plaats van financiering daarvan. In dit verband wordt zoals gezegd in Brussel gesproken over de hervorming van het ESM, waartoe in de vorige voorlichting al werd geadviseerd. De Afdeling adviseert overigens bij de inzet van het ESM ook een rol voor het IMF te behouden vanwege zijn onafhankelijke blik van buiten.

iii. Ontvlechting van Commissietaken bevordert transparante besluitvorming

De rol van de Commissie bij het toezicht op de overheidsfinanciën is naar het oordeel van de Afdeling overbelast door een veelheid van rollen, waarbij de transparantie in het geding kan komen. Een concreet vraagstuk dat kan worden geadresseerd, los van een herordering van de regels, is daarom de rol van de Commissie, die bij de begrotings- en economische regels immers nu verantwoordelijk is voor:

⁴³ Beetsma, Thygesen, Cugnasca, Orseau, Eliofotou en Santacroce (2018), Reforming the EU fiscal framework: a proposal by the European Fiscal Board, www.voxeu.org, 26 oktober 2018.

⁴⁴ De huidige preventieve kredietlijnen zijn de Precautionary Conditioned Credit Line (PCCL) en de Enhanced Conditions Credit Line (ECCL).

- 1) beleidsvoorbereiding van de regels
- 2) raming van macro-economische en budgettaire gegevens
- 3) toetsing van de gegevens op de regels
- 4) formulering van oordelen en aanbevelingen
- 5) oplegging van eventuele sancties.

De Afdeling kan zich voorstellen dat de verschillende rollen beter worden onderscheiden en van elkaar worden losgemaakt. Het is logisch dat de Commissie de beleidsvoorbereiding van regels ter hand blijft nemen. Evenzeer moet dan helder zijn dat voorstellen voor (aanpassingen van) regels en beleid aan de Eurogroep worden voorgelegd. Niet alleen vanwege het feit dat de eurozone niet alle EU-lidstaten omvat, maar ook vanwege de noodzaak van toereikend draagvlak voor regels bij nationale parlementen, verdient het de voorkeur dat de desbetreffende nationale parlementen op basis van geldende procedures bij de discussie worden betrokken.

De raming van macro-economische en budgettaire gegevens zou weliswaar binnen de organisatie van de Commissie een plaats kunnen behouden, maar dan als zichtbaar zelfstandig onderdeel en onafhankelijk van de beleidsonderdelen van de Commissie. Bijvoorbeeld zoals in Nederland, waar de planbureaus formeel onderdeel zijn van een ministerie, maar met een eigen, onafhankelijk mandaat opereren, met bijbehorende aparte (financiële en personele) eigen organisatie. De toetsing van de gegevens zou dan ook door deze aparte dienst kunnen worden uitgevoerd, waarbij van belang is dat die toetsing niet ter goedkeuring aan de Commissie zelf behoeft te worden voorgelegd en dat deze toetsing openbaar wordt gemaakt.

Al eerder heeft de Afdeling gepleit voor het versterken van rol en taak van de European Fiscal Board. De EFB zou de mogelijkheid moeten hebben om het toetsen van gegevens aan een second-opinion te onderwerpen en de taak van het formuleren van oordelen en aanbevelingen op zich kunnen nemen. Alsdan dient het mandaat en de onafhankelijkheid van het secretariaat van het EFB te worden uitgebreid en dienen voldoende middelen ter beschikking te worden gesteld. Bijkomend voordeel is dat hierdoor de band met de onafhankelijke nationale begrotingstoezichthouders (NIFI's) sterker kan worden gemaakt.

Het opleggen van *sancties* dient uiteindelijk zo objectief mogelijk plaats te vinden. Een invulling zou kunnen zijn dat de Europese Commissie op voorstel van de Commissaris voor begrotingszaken de aanbevelingen van het EFB volgt of motiveert waarom daarvan wordt afgeweken («comply or explain»).

Zowel een aparte, planbureau-achtige, ramingsfunctie binnen de Commissie als een versterkte European Fiscal Board moeten zich kunnen verantwoorden over hun taakuitoefening. Mogelijk kan het overleg van National Independent Fiscal Institutions⁴⁵ (NIFI's), voor zover deze de lidstaten van de eurozone betreffen, deze rol vervullen. De NIFI's hebben vervolgens de mogelijkheid om met hun nationale parlement te overleggen, zoals thans in veel landen al het geval is.

Bij dit alles is relevant in hoeverre lidstaten adequaat invloed kunnen uitoefenen op de gemaakte afwegingen en besluiten van de Commissie. In eerste instantie hebben lidstaten politieke invloed via hun stem in de

⁴⁵ Voor Nederland is de Afdeling advisering van de Raad van State de onafhankelijke begrotingsautoriteit samen met het Centraal Planbureau; samen zijn deze lid van het EU netwerk van NIFI's.

Raad, waarin over het al dan niet toepassen van de buitensporigtekortprocedure wordt besloten. De mogelijkheid voor lidstaten om inbreukprocedures te starten jegens andere lidstaten (artikel 259 VWEU) is voor de buitensporigtekortprocedure van artikel 126 echter nadrukkelijk uitgesloten.⁴⁶ Als de Raad of de Commissie, in weerwil van de opvattingen van een lidstaat, toch niet tot handelen overgaat, resten er in principe andere juridische wegen. Zo bestaat wellicht de mogelijkheid dat lidstaten een beroep tot nietigverklaring instellen tegen handelingen van de instellingen (artikel 263 VWEU). Dit veronderstelt wel dat er een voor beroep vatbaar besluit voorligt. Of daarvan sprake is, is niet op voorhand te zeggen.⁴⁷ Ook kan een geschil (artikel 273 VWEU) krachtens een compromis aan het Hof van Justitie worden voorgelegd. Het valt, vanwege het verplichte compromiskarakter, echter te bezien of deze route in de praktijk succesvol kan worden gevolgd. Tot slot kunnen lidstaten ook druk zetten op de Raad of de Commissie door een beroep wegens nalaten als bedoeld in artikel 265 VWEU in te stellen bij het Hof van Justitie.

De kans van slagen van deze juridische routes is naar het oordeel van de Afdeling echter beperkt. Het Hof van Justitie is in het verleden zeer terughoudend geweest in zijn oordelen over het economische beleid in het eurogebied.⁴⁸ Het betreft hier complexe economische regels, waarbij de Raad en Commissie (doelbewust) een discretionaire ruimte hebben in hun beoordeling. Het Hof zal daarbij veeleer op formele gronden nagaan of de regels goed zijn toegepast. Ook uit politiek-bestuurlijk oogpunt is het de vraag of een lidstaat daadwerkelijk andere lidstaten in een litigieuze constellatie op hun begrotingsdiscipline moet willen aanspreken. Aan een gang naar de Unierechter kleeft ook voor de klagende lidstaat een politiek afbreukrisico.

6.3 Verschuiving van publieke naar private risicodeling

Zelfs na de bovengenoemde verbeteringen is duidelijk dat niet alles verwacht kan worden van bestuurlijke handhaving. Er is in de huidige decentrale opzet van de EMU nu eenmaal een grens aan de mate waarin soevereine landen zijn te binden. Het is daarom voor Nederland van belang om daarnaast de EMU te versterken via een grotere rol voor marktdiscipline en voor risicodeling via private mechanismen. De Afdeling doet daartoe de volgende aanbevelingen:

iv. Sterkere marktdiscipline

Het is essentieel dat de versterking van de bestuurlijke handhaving samengaat met een sterkere marktdiscipline. Als financiële markten weinig of geen vertrouwen hebben in de overheidsfinanciën, vertaalt zich dit in een hogere rente, die landen dwingt orde op zaken te stellen. Voor de crisis werkte deze marktdiscipline onvoldoende, markten maakten nauwelijks onderscheid tussen landen met lage en hoge overheidsschuld. Na de crisis lijken financiële markten risicopremies meer afhankelijk te maken van de mate waarin aan de begrotingsafspraken wordt voldaan.

⁴⁶ Zulks op de voet van artikel 126 lid 10 VWEU. Ook de bevoegdheid van de Commissie om op de voet van artikel 258 VWEU een inbreukprocedure te starten is ingevolge deze bepaling uitgesloten.

⁴⁷ Zie in deze bijvoorbeeld de overwegingen van het Hof van Justitie in de zaak *Commissie/Raad* over de besluiten en conclusies van de Raad over het al dan niet treffen van maatregelen in de zin van artikel 126 VWEU en het opschorten van de buitensporigtekortprocedure van ditzelfde artikel: HvJ EU 13 juli 2004, zaak C-27/04, ECLI:EU:C:2004:436, punten 36 en 50.

⁴⁸ Zie bijvoorbeeld HvJ EU 13 juli 2004, C-27/04, *Commissie/Raad*, ECLI:EU:C:2004:436 inzake de buitensporigtekortprocedure, HvJ EU 27 november 2012, C-370/12, *Pringle*, ECLI:EU:C:2012:756 inzake het ESM-Verdrag, en HvJ EU 16 juni 2015, C-62/14, *Gauweiler*, ECLI:EU:C:2015:400 inzake het OMT van de ECB.

De marktdiscipline zou nog verder worden versterkt door een meer geloofwaardige toepassing van de no-bailout-clausule, waardoor er een betere balans ontstaat tussen private en publieke risicodeling. Enerzijds vereist dit dat marktpartijen daadwerkelijk risico lopen als de overheidsschuld van een lidstaat onhoudbaar is, omdat er een reële mogelijkheid is dat zal moeten worden afgeschreven. Anderzijds vereist dit dat als risicopremies daadwerkelijk gaan oplopen, de situatie niet direct escaleert omdat markten doorschieten in pessimisme of er besmetting plaatsvindt.

Denkbaar is dat daartoe in een crisissituatie overheidsschuld die daadwerkelijk onhoudbaar is, (deels) wordt afgeschreven voordat publieke vangnetten als het ESM en het OMT-programma van de Europese Centrale Bank worden aangesproken. Dit versterkt de marktdiscipline en impliceert bovendien een grotere private risicodeling: als de overheidsschuld wordt geherstructureerd, worden de kosten gedragen door de private obligatiehouders, net als bij bail-in bij bankenresolutie. Dit kan alleen op een geloofwaardige manier als een schuldhervormingsmechanisme wordt ingesteld, omdat anders financiële markten zullen blijven speculeren op financiële steun. De wetenschap dat schuldhervorming tot het instrumentarium behoort zal in de hand werken dat risico's adequater worden geprijsd. Daartoe is allereerst nodig dat obligatiecontracten zogeheten *single limb collective action clauses* bevatten, waarmee obligatiehouders hervorming moeilijker kunnen blokkeren.⁴⁹ Dit is momenteel onderdeel van onderhandelingen in Brussel. Daarnaast kan verder worden nagedacht over de precieze vormgeving van een schuldhervormingsmechanisme, bijvoorbeeld als het gaat om de rol van schuldhoudbaarheidsanalyses bij het besluit tot hervormen en de verhouding met bestaande steunarrangementen als het ESM.

v. Beperking overheidsschuld op bankbalansen

Om marktdiscipline geloofwaardig toe te passen moet er geen twijfel bestaan dat handhaving van de no bailout-clausule niet direct tot grootschalige problemen in de bancaire sector leidt. Daarom is het essentieel dat de verwevenheid van overheidsschuld en bankbalansen wordt verminderd door de hoeveelheid staatsobligaties van de eigen overheid die banken op hun balans mogen hebben te limiteren.⁵⁰ Deze blootstelling aan de risico's van overheidsschuld is in sommige landen aanmerkelijk hoger dan voor de financiële crisis het geval was. De wisselwerking tussen *overheidsfinanciën en bankbalansen* was één van de oorzaken van de financiële crisis en afspraken om de uitzettingen van banken bij de eigen overheid te verminderen zouden er aan bijdragen om het risico te verminderen dat problemen bij banken overslaan op overheden en vice versa. Toepassing van risicogewichten, afhankelijk van de mate van concentratie en de budgettaire en schuldpositie van lidstaten, zou recht doen aan de verschillen in kredietwaardigheid tussen landen, maar internationale overeenstemming hierover is moeilijk. Het zou naar het oordeel van de Afdeling een werkbaar alternatief zijn om een limiet te stellen aan de hoeveelheid overheidsleningen op bankbalansen. Een dergelijke concentratielimiet past goed in de verschillende initiatieven om het bankstelsel robuuster te maken. Omdat een harde limiet soms kan

⁴⁹ Obligatiehouders moeten via een stemming akkoord gaan met hervorming. Collective action clauses houden in dat leningsvoorwaarden zonder unanimiteit kunnen worden gewijzigd. Met deze *single limb* clauses worden de stemmen van de verschillende obligatieuitgiftes bij elkaar opgeteld. Het wordt daarom veel moeilijker om de hervorming van individuele uitgiftes te blokkeren.

⁵⁰ Basel Committee on Banking Supervision (2017), The regulatory treatment of sovereign exposures – discussion paper.

leiden tot onverwachte effecten, is het denkbaar om banken voor te schrijven (fors) meer kapitaal aan te houden voor obligaties boven de limiet. Van belang is in elk geval dat een dergelijke limiet geleidelijk wordt geïntroduceerd met een voldoende lange transitieperiode, zodat banken de tijd hebben zich aan te passen.

Overige voorstellen: stabilisatiefonds en safe asset

De gewenste grotere nadruk op private risicodeling impliceert dat het nog te vroeg is voor veel verdergaande publieke risicodeling. Dit geldt in de eerste plaats voor een Europees budgettaire stabilisatiefonds. In de vorige voorlichting heeft de Afdeling al geconcludeerd dat het in de praktijk zeer lastig is om een dergelijk fonds vorm te geven, zonder dat dit leidt tot (politiek gevoelige) permanente herverdeling tussen lidstaten. Recent onderzoek geeft weer dat een vorm van stabilisatiefonds zowel enig nut kan hebben vanuit macro-economisch perspectief, maar niet noodzakelijk is en ook nadelige effecten kan hebben.⁵¹

Ook voor een Europese *safe asset* lijkt het nog te vroeg en is verdere studie nodig. Naast plannen voor publieke uitgegeven Europese *safe assets* (zoals eurobonds) bestaan er plannen voor private oplossingen bestaande uit specifiek samengestelde mandjes van nationale obligaties (zoals *sovereign bond backed securities* of SBBS). Sommige commentatoren wijzen er op dat voor een optimaal functioneren van de euro kapitaalmarkt een dergelijke veilige Europese financiële titel nodig is die onder alle omstandigheden een hoge liquiditeit en laag risico draagt. Een dergelijke *safe asset* heeft een belangrijke functie in het financiële stelsel, bijvoorbeeld omdat het als benchmark kan functioneren voor de waardering van de overige activa. Een Europese *safe asset* kan ook de totstandkoming van één Europese kapitaalmarkt vergemakkelijken. Nu dragen alle staatsobligaties van de eurozonelanden een eigen risico – dat tot uitdrukking komt in een uiteenlopende risicopremie – en liquiditeit. Maar de introductie van een *safe asset* wordt ernstig bemoeilijkt zolang de staatsschuld van de landen nog zo sterk verschilt en er dus geen steun bestaat voor een collectieve garantie van Europese schuldtitels. Er is dan immers geen garantie dat marktpartijen in plaats van de Europese *safe asset* zullen kiezen voor bijvoorbeeld de Duitse staatsobligatie. Het morele risico (*moral hazard*) bestaat ook dat landen zich minder zullen inspannen voor houdbare overheidsfinanciën. Dit grijpt ook weer terug op het gebrek aan onderling vertrouwen als landen zich niet aan de afspraken houden. Er is een goed overwogen beoordeling nodig van de vraag onder welke voorwaarden en in welke vorm (er is een grote variëteit aan voorstellen) een dergelijke *safe-asset* op termijn van nut zou kunnen zijn.

6.4. Meer robuuste financiële integratie op banken- en kapitaalmarkt

De schok- en crisisbestendigheid van de EMU kan nog fors toenemen door te streven naar meer robuuste vormen van financiële integratie. Dit vergt onder andere voltooiing van de bankenunie en de kapitaalmarktunie. Het bijkomende voordeel van een efficiënt werkende interne Europese kapitaalmarkt is dat de risico's grotendeels door de particuliere sector worden gedragen, waardoor de kans op publieke risicodeling wordt verminderd. De Afdeling doet daartoe de volgende aanbevelingen:

⁵¹ Smid en Van Veldhuizen (2019), Een budgettaire stabilisatiefunctie, CPB Policy Brief, mei 2019.

vi. Voltooiing bankenunie

Om de bankenunie te voltooien moeten er nog twee belangrijke stappen worden gezet: een Europees Depositogarantiestelsel en een gemeenschappelijke achtervang (*backstop*) voor het Europese resolutiefonds in het ESM. Beide in beginsel voorgenomen stappen hebben vertraging ondervonden.

Voltooiing van het Europees depositogarantiestelsel (EDIS) heeft als belangrijke voordeel dat depositohouders in alle lidstaten gelijk beschermd worden bij het omvallen van hun bank. Aangezien depositogarantiestelsels door de bankensector zelf worden gefinancierd door fondsvorming, wordt ook de noodzaak van landen verminderd om banken met publiek geld te steunen. Voltooiing van EDIS is tot dusverre opgehouden vanwege de vrees dat banken in de lidstaten met een beter gekapitaliseerde bankensector via hun verplichte bijdrage aan het fonds moeten opdraaien voor minder gekapitaliseerde banken in andere lidstaten met problemleningen.⁵² Inmiddels zijn zoals gezegd goede vorderingen gemaakt met het terugbrengen van de problemleningen, met name bij de grotere banken. Als ook een bevredigende regeling voor de *sovereign exposures* op de balansen van banken is getroffen (zie boven) is naar het oordeel van de Afdeling voltooiing van EDIS verantwoord.

Het Europese resolutiefonds (SRF) kan worden aangesproken bij het afwikkelen van banken door de Europese resolutieautoriteit. Voor het geval dit fonds ontoereikend is, is er een achtervang (*backstop*) nodig. In beginsel heeft de Europese Raad in december 2018 overeenstemming bereikt over de wenselijkheid hiervan. De precieze invulling staat nog open. Eén van de opties is dat de backstop de vorm van een kredietlijn van het ESM krijgt, een mogelijkheid die wordt meegenomen in de voorgenomen herziening van het ESM verdrag waarover men in Brussel onderhandelt.

De voltooiing van de bankenunie stimuleert zowel banken als rekeninghouders om grensoverschrijdend te bankieren. Vanwege de risicodiversificatie die dit mogelijk maakt, vinden zowel de Commissie als de Europese Centrale Bank grensoverschrijdende consolidatie van de bankensector belangrijk voor de stabiliteit in de EMU. Momenteel blijft de Europese markt gefragmenteerd. De sterke afhankelijkheid van de thuismarkt – 60% van alle bankvorderingen in het eurogebied zijn op de thuismarkt – houdt de economieën van lidstaten sterk afhankelijk van de gezondheid van binnenlandse banken. Meer grensoverschrijdende consolidatie in de bankensector kan dus de stabiliteit en de private risicodeling in de EMU vergroten. Tegelijkertijd kent grensoverschrijdende bankenconsolidatie ook nadelen.⁵³ Zo neemt het risico op onderlinge besmetting toe, en kunnen er banken ontstaan die op Europees niveau *too big to fail* zijn. Het is daarom van belang dat deze consolidatie gebalanceerd plaatsvindt, en dat lidstaten in regelgeving voldoende mogelijkheden houden om de eigen economie te beschermen, zeker zolang de bankenunie nog niet af is.

⁵² Uitkeringen uit de nationale depositogarantiestelsels komen ten laste van het opgebouwde vermogen via de verplichte jaarlijkse bijdragen van de banken. Het Europese depositogarantiestelsel EDIS zou, voortbouwend op de nationale stelsels, alle tegoeden van Europese banken garanderen.

⁵³ Centraal Planbureau (2019), Risicorapportage Financiële Markten 2019.

vii. Een concreet actieprogramma gericht op één Europese kapitaalmarkt

Het belang van de kapitaalmarktunie wordt breed onderkend en is ook een prioriteit van de Nederlandse regering.⁵⁴ Het vormen en ontwikkelen van een Europese interne kapitaalmarkt heeft belangrijke voordelen, zoals minder systeemrisico en meer private risicodeling. Een efficiënt werkende interne kapitaalmarkt vermindert de afhankelijkheid van bancaire kredietverlening in Europa en zorgt ook voor meer stabiliteit. Bovendien wordt de private risicodeling versterkt, waarbij niet de publieke sector maar de marktpartijen die overheden met een te hoge overheidsschuld of zwakke banken hebben gefinancierd de risico's dragen. Ten slotte is de urgentie om voortgang te maken met de kapitaalmarktunie door de naderende brexit toegenomen. Veel transacties binnen Europa vinden volgens marktgewoonte plaats onder Brits recht en daarvoor in de plaats zou een in de eurozone geaccepteerde civielrechtelijke oplossing moeten komen.⁵⁵

Er zijn in de afgelopen jaren initiatieven ontwikkeld om niet-bancaire financiering en integratie van aandelenmarkten te stimuleren, en toezicht en regelgeving te harmoniseren. De kapitaalmarktunie maakt echter onvoldoende voortgang. De totstandkoming van één Europese kapitaalmarkt wordt nu gehinderd omdat lidstaten blijven hechten aan nationale gebruiken en regelgeving, die soms de nationale marktpartijen bevoordelen. Dit heeft waarschijnlijk ook te maken met bestaande institutionele en culturele verschillen tussen landen, waar grenzen zijn aan wat met regelgeving kan worden bereikt. Versterking van de Europese kapitaalmarkttoezichthouder, de European Securities and Markets Authority (ESMA), zou een belangrijke stap kunnen zijn om de impasse te doorbreken. ESMA draagt bij aan convergentie van de beleidspraktijk van de nationale toezichthouders op de kapitaalmarkten. Het versterken van ESMA is ook van belang in het licht van technologische ontwikkelingen waardoor het gemakkelijker wordt om over grenzen heen te opereren.

De Afdeling acht het van belang om de kapitaalmarktunie als onderdeel van het interne-marktprogramma de komende jaren met een concreet actieprogramma met telkens kleine stappen vorm te geven. Tot de wenselijke verbeteringen behoren stappen gericht op het verbeteren van snelheid van (uitvoering van) procedures bij faillissement en het wegnemen van belemmeringen op het gebied van grensoverschrijdend aandelenbezit. Anders dan bij de bankenunie kan er bij de kapitaalmarktunie niet met grote stappen worden gewerkt, omdat wijzigingen gepercipieerd worden aan de soevereiniteit van lidstaten te raken, terwijl de politieke urgentie minder wordt gevoeld. Het is daarom beter om de inrichting van de kapitaalmarktunie te beschouwen als een proces van lange adem, waarbij de komende jaren telkens kleine stappen worden gezet. In de VS hebben kapitaalmarkten zich ook geleidelijk ontwikkeld.

6.5 Versterken structurele weerbaarheid Nederlandse economie

Ten slotte zal Nederland zelf zijn economische structuur moeten versterken. Delen van de Nederlandse economie zijn nu te veel gebaseerd op relatief lage arbeidskosten een gunstige wisselkoers en een lage rente. In het uiterst onwaarschijnlijke geval van een uiteenvallen van de euro zal de wisselkoers van de nieuwe Nederlandse munt veel hoger komen te

⁵⁴ Brief van de Ministers Hoekstra (Nederland), Le Maire (Frankrijk) en Scholz (Duitsland) inzake de Kapitaalmarktunie, mei 2019.

⁵⁵ De vergelijking dringt zich op met de situatie in de Verenigde Staten, waar, ondanks uiteenlopende regelgeving tussen de staten, alle financiële transacties plaats vinden onder New York law.

liggen dan nu het geval is. Ook loopt Nederland het risico dat andere landen de grenzen minder open zullen stellen, waardoor Nederland als één van de meest van handel afhankelijke landen extra hard wordt geraakt. In de huidige omgeving wordt de urgentie van aanpassingen onvoldoende ervaren, maar ook in Nederland zijn structurele aanpassingen nodig met het oog op toekomstige ontwikkelingen (digitalisering, duurzaamheid, onderwijs). Versterking van de economische structuur van ons land is geen primair onderwerp van de voorlichtingsvragen. De Afdeling advisering behandelt de thematiek van de Nederlandse economische structuur in zijn jaarlijkse advies bij de Miljoenennota en aspecten daarvan bij de halfjaarlijkse onafhankelijke begrotingsrapportage.

7. Conclusie: de vraagstelling van de Tweede Kamer

7.1 Eerste voorlichtingsvraag

De eerste vraag van de Tweede Kamer richt zich op de gevolgen van het structureel niet nakomen door lidstaten van de Europese Unie van afspraken over onder andere tekort- en schuldnormen.

In het ruim twintigjarige bestaan van de euro zijn de ervaringen met de naleving van deze afspraken gemengd. De tekortnorm uit het Verdrag wordt, enkele uitzonderingen daargelaten, in het algemeen goed nageleefd en er is op dit moment geen sprake van een structurele overschrijding van de 3%-norm in één van de lidstaten. Er is wel sprake van een structurele overschrijding van de 60%-schuldnorm in meerdere lidstaten. Verschillende landen hebben al langere tijd een overheidsschuld van meer dan 100% bbp. Aan het vereiste dat deze schuld in een bevredigend tempo wordt teruggebracht, is in onvoldoende mate voldaan en er is eveneens in onvoldoende mate op gehandhaafd.

De onvolledige naleving van afspraken hoeft niet in alle gevallen direct tot problemen te leiden, maar langdurige overschrijdingen hebben uiteindelijk invloed op de budgettaire, macro-economische en bancaire risico's binnen de muntunie. Hoewel deze risico's de afgelopen jaren duidelijk zijn afgenomen, blijven er in zowel Zuid-Europa als in Noord-Europa belangrijke risico's bestaan. De gevolgen van het langdurig overschrijden van de begrotingsnormen – met name die van de overheidsschuld – lopen langs meerdere kanalen. Door de sterk toegenomen financiële integratie van de afgelopen decennia zijn met name de financiële kanalen, zoals fragmentatie en besmetting, in belang toegenomen.

De kosten van het structureel niet voldoen aan de afspraken slaan in de eerste plaats neer bij de betrokken landen zelf. De landen met een te hoge overheidsschuld worden geconfronteerd met hogere rentelasten. Dat is niet alleen een direct gevolg van de hogere schuld, maar komt ook door de hogere risicopremie die landen met een hogere schuld moeten betalen. Door het niet voldoen aan de regels is er ook minder ruimte voor stimulerend beleid waardoor deze landen ook nog eens geconfronteerd worden met relatief lage economische groei en hoge werkloosheid.

Naast de gevolgen voor landen zelf zijn er ook effecten op de andere lidstaten van de eurozone. Zo zijn er de indirecte kosten voor andere landen van de lagere economische groei in landen met te hoge overheidsschuld. Ook voor Nederland: omdat het in de betreffende landen niet goed gaat loopt Nederland economische kansen mis – Italië is onze vijfde exportmarkt. Daarnaast kunnen er in de muntunie via financiële kanalen negatieve spillover-effecten optreden van onvoorzichtig begrotingsbeleid in afzonderlijke landen. Het achterliggende doel van de begrotingsregels is immers om deze te voorkomen.

Deze spillover-effecten kunnen optreden als financiële markten voor alle EMU-landen een hogere risicopremie zouden verlangen. Daar lijkt op dit moment echter geen sprake van te zijn. Het renteniveau ligt in de eurozone historisch laag, mede als weerspiegeling van een gemiddeld prudent Europees begrotingsbeleid. Hierbij kiezen beleggers bovendien voor veilige landen – *safe havens* – waardoor de rente in sterke eurozone landen lager uitkomt. Dat betekent dat Nederland juist wordt geconfronteerd met een lagere rente dan het eurozone gemiddelde. Niettemin heeft de eurocrisis laten zien dat er bij problemen in individuele lidstaten wel degelijk financiële fragmentatie en besmetting kan optreden die ook andere landen raakt. Zo werden overheden en banksectoren in diverse landen geconfronteerd met verliezen, hogere risicopremies en financieringsproblemen.

Het is daarom in het belang van de rest van de EMU om te voorkomen dat een crisis in één van de lidstaten gepaard gaat met in pessimisme doorschietende financiële markten met buitensporige spillovers. Daarom zijn er inmiddels diverse publieke mechanismen om financieringsproblemen bij banken en overheden op te vangen. Hoewel dit voor de andere lidstaten directe kosten en risico's meebrengt, kunnen hiermee (afhankelijk van de omstandigheden) grotere kosten van verdergaande escalatie worden voorkomen. Dat geldt ook voor de internationaal georiënteerde Nederlandse economie, die één van de grootste directe buitenlandse investeerders is, structureel een overschot op de betalingsbalans kent, en een kapitaalgedekt pensioenstelsel heeft.

7.2 Tweede voorlichtingsvraag

De tweede vraag van de Tweede Kamer informeert naar de beleidsopties die er zijn en de voorzorgsmaatregelen die Nederland zou kunnen nemen indien een of meer landen in de eurozone structureel hun verplichtingen niet nakomen.

Het is duidelijk dat het voor Nederland positief zou zijn als de risico's beter worden beheerst en tegen minder grote kosten kunnen worden opgevangen. Nederland heeft als relatief kleine economie een beperkte thuismarkt. Hiertoe kan Nederland inzetten op drie sporen.

Als eerste spoor is een strakkere en meer geloofwaardige handhaving van groot belang. Het geheel aan begrotingsregels kan aan kracht winnen door daarin meer eenvoud aan te brengen. De in de loop van de afgelopen jaren, overigens op aandringen van de lidstaten zelf, aangebrachte flexibiliteit in de regels heeft vooral gezorgd voor complexiteit. Dat heeft tevens geleid tot meer discretionaire beoordelingsruimte, die in de praktijk de handhaving wel in de weg heeft gestaan. Het pleidooi van onder andere de European Fiscal Board om meer op de uitgavenregel en de overheidsschuld te sturen dan op het structurele saldo, dat van ramingen afhankelijk is en moeilijker te duiden, zou een zinvolle stap zijn. Bij evaluatie van (de werking van) het SGP zou dit een belangrijk punt van aandacht zijn.

De strengere handhaving zou hand in hand moeten gaan met versterking van de marktdiscipline en vergroting van private risicodeling. In combinatie met de signaleringsfunctie van de Commissie kan marktdiscipline zeer effectief zijn om beleidswijzigingen af te dwingen. Dat geldt eens te meer omdat binnen de huidige opzet van de EMU, met beperkte overdracht van bevoegdheden, het politieke vermogen tot naleving en het vermogen tot handhaving van de regels zekere grenzen kent. Ook na versterking van de naleving en handhaving blijft het risico bestaan dat dit in omstandigheden het politieke vermogen te veel op de proef stelt en dat

de regels dus toch niet zullen worden nageleefd. Door goed werkende marktdiscipline, die in zulke omstandigheden zou leiden tot hogere rentes voor overheid én bedrijfsleven, kan een klimaat ontstaan om het beleid aan te passen.

Een tweede spoor waarop Nederland kan inzetten is om bij de vormgeving van steunmechanismes sterker in te zetten op private mechanismen in plaats van publieke mechanismen. Een belangrijk gegeven is dat een beroep op steunmechanismen niet te allen tijde kan worden voorkomen. De naleving zal niet volledig kunnen zijn, en crisissituaties kunnen zich bovendien ook voordoen terwijl landen zich toch aan de afspraken houden. Eerder betrof dit met name Ierland en Spanje die ondanks een relatief lage tekort- en schuldpositie toch een beroep op financiële steun van het ESM moesten doen omdat hun bankwezen in problemen kwam. Een volgende crisis kan geheel andere oorzaken hebben dan thans wordt voorzien.

De kans op een beroep op publieke steunmechanismen kan worden verminderd door veel sterker in te zetten op private risicodeling. Bij banken is dit al in gang gezet met het Europese resolutieraamwerk en de toepassing van bail-in. Van belang is nu vooral dat dit raamwerk verder wordt versterkt en, net als in de VS, voortvarend en in lijn met de geest van de wetgeving wordt toegepast.

Een derde spoor waarop Nederland kan inzetten is het bevorderen van meer robuuste financiële integratie in de bankenunie en de kapitaalmarktunie. Ook dit zal de private risicodeling stimuleren. Het risico van problemen in het bankwezen is al in belangrijke mate gemitigeerd door de oprichting van de bankenunie en de significante versterking van de kapitaalpositie van banken. Maar de bankenunie is nog niet af zolang het depositogarantiestelsel (EDIS) niet in werking is getreden. De Nederlandse inzet zou dus moeten zijn om de bankenunie te voltooien.

De politieke steun voor voltooiing van de bankenunie heeft tot dusverre vertraging ondervonden zolang banken in enkele landen nog omvangrijke niet-presterende leningen in de boeken hadden en grote posities in nationale staatsobligaties innamen. Inmiddels zijn goede vorderingen gemaakt met het terugbrengen van de problemleningen, met name bij de grotere banken. Een strengere regulering van portefeuilles staatsobligaties op bankbalansen (*sovereign exposure*) blijft essentieel om toekomstige problemen te voorkomen.

De crisisbestendigheid van de EMU zou fors toenemen door voltooiing van de kapitaalmarktunie. Het kenmerk van een efficiënt werkende intern Europese kapitaalmarkt is immers dat de risico's grotendeels door de particuliere sector worden gedragen, waardoor de kans op publieke risicodeling verder wordt verminderd. Belangrijke elementen van de kapitaalmarktunie zijn versterking van de positie van de Europese toezichthouders, in het bijzonder de European Securities and Markets Authority (ESMA). Deze zou sterker kunnen bijdragen aan convergentie van de beleidspraktijk van nationale toezichthouders op de kapitaalmarkten en het harmoniseren van nationale regelgeving. Ook op andere terreinen kunnen stappen gezet worden om de kapitaalmarkt te bevorderen.

7.3 Derde voorlichtingsvraag

Voor de vraag hoe te acteren in een crisissituatie waarbij meerdere landen en bankenstelsels in de problemen zijn, geldt dat niet te verwachten is dat blauwdrukken, als die er zijn, kunnen worden gedeeld. Naar hun aard

zullen voorziene maatregelen een vertrouwelijk karakter dragen. Om *moral hazard* te vermijden worden naar financiële marktpartijen verschillende opties opgehouden in crisissituaties – ook wel *constructive ambiguity* genoemd.

Niettemin is duidelijk dat er sinds de financiële crisis veel maatregelen zijn genomen om een dergelijke situatie het hoofd te bieden. Nederland en de EMU zijn daarom zonder twijfel beter voorbereid dan destijds. Naast maatregelen om crises te voorkomen, zijn er inmiddels ook diverse mechanismen om financieringsproblemen bij banken en overheden op te vangen. Voor overheden zijn er het ESM en de mogelijkheid van steun-aankopen door de ECB onder het OMT programma. Voor banken zijn er de mogelijkheden van liquiditeitssteun via de ECB en de mogelijkheid van bankenresolutie met toepassing van bail-in. In een zeer ernstige crisissituatie komt het erop aan dat de verschillende instrumenten voortvarend worden ingezet, waarbij resolutie van banken en de herstructurering van overheidsschuld aan de orde zullen zijn. Dit onderstreept dat het kunnen opvangen van een dergelijke crisis niet alleen een technische kwestie is, maar ook een politieke. Ook in deze lastige omstandigheden zal goede samenwerking en onderling vertrouwen binnen de muntunie van groot belang blijven.

De Tweede Kamer informeert ook naar de kwetsbaarheden van Nederland bij een crisis in de eurozone. Nederland is als open economie zowel financieel als via handel nauw verbonden met andere landen en fungeert als een belangrijke *main port* voor het Europese achterland. Nederland heeft als relatief kleine economie een beperkte thuismarkt en het bedrijfsleven is dan ook afhankelijk van ongehinderde toegang tot de markten in omringende landen. Nederland kan de structurele weerbaarheid van de eigen economie vergroten. Hiermee wordt het gemakkelijker om de eventuele gevolgen van crises elders in het eurogebied op te vangen en te boven te komen. De Afdeling adresseert deze thematiek bij haar jaarlijkse beoordelingen over de Miljoenennota en in haar halfjaarlijkse adviezen in het kader van het onafhankelijk begrotingstoezicht.

Overweging verdient ten slotte dat de Nederlandse overheid in de Miljoenennota periodiek een analyse opneemt waarin de risico's van een crisissituatie in de eurozone worden doorgerekend en beleidsopties om de risico's zoveel mogelijk te voorkomen en de gevolgen ervan te mitigeren worden aangegeven. Als onderdeel van deze analyse kan dan tevens de voortgang van de maatregelen ter versterking van de EMU worden beschreven.

De vanzelfsprekende onomkeerbaarheid van de euro is in het Nederlands belang en dat geldt evenzeer voor een verdere versterking van de muntunie. Verdere stappen vergen meer onderling vertrouwen en dat moet van beide kanten komen. De Afdeling betoogt in deze voorlichting dat versterking van het institutioneel en bestuurlijk kader van de eurozone en vervolmaking van de bankenunie en van de kapitaalmarktunie hand in hand gaan om het vertrouwen, over en weer, te versterken. Al met al blijft een proactieve inzet van Nederland, vanuit de drie behandelde perspectieven: (i) versterking van institutioneel-bestuurlijke handhaving, (ii) voltooiing van de bankenunie en (iii) realisatie van de kapitaalmarktunie, in Europees verband veruit het meest effectief om de voordelen van de euro voor Nederland te behouden en te versterken. Bij de beantwoording van de drie voorlichtingsvragen heeft de Afdeling advisering van de Raad

van State deze drieslag voorzien van concrete, nieuwe voorstellen, in lijn met en deels voortbouwend op «De staat van de Euro», de voorlichting uit november 2017. Deze zijn samengevat in Box 1.

De vicepresident van de Raad van State,
Th.C. de Graaf

Geraadpleegde literatuur

Alcidi, D'Imperio en Thirion (2017), Risk-sharing and Consumption-smoothing Patterns in the US and the Euro Area: A comprehensive comparison, CEPS working document 2017/04.

Asdrubali et al. (1996), Channels of Interstate Risk Sharing: United States 1963–1990. In: *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 111, Issue 4 (Nov. 1996), 1081–1110.

Beetsma et al. (2018), Reforming the EU fiscal framework: a proposal by the European Fiscal Board, www.voxeu.org, 26 oktober 2018.

Benassy-Quéré et al. (2018), Reconciling risk sharing with market discipline: A constructive approach to euro area reform, CEPR Policy Insight 91.

Bijlsma en Hessel (2016), De balans tussen publieke en private risicodeling in de EMU, *Economisch Statistische Berichten*, jaargang 101, 358–361.

Brzeski (2019), The Eurozone's «Japanification», *ING Economic and Financial Analysis*, 6 maart 2019.

Plender (2019), Why «Japanification» looms for the sluggish Eurozone, In: *Financial Times*, 12 maart 2019.

Centraal Planbureau (2018), *Macro-economisch Verkenning 2019*, september 2018.

Centraal Planbureau (2018), Naar een bankenunie voor de EMU: drie scenario's, in: *Risicorapportage financiële markten 2018*.

De Jong en Gilbert (2018), Fiscal discipline in EMU? Testing the effectiveness of the Excessive Deficit Procedure, *DNB working paper 607*.

DNB (2017), Wisselwerking tussen banken en overheden bij een marktcorrectie, in: *Overzicht financiële stabiliteit najaar 2017 en ECB (2018)*, *Financial Stability Review*, november 2018.

ECB (2018), How can euro area banks reach sustainable profitability in the future?, *Special feature, Financial Stability Review (November 2018)*.

Efstathiou en Wolff (2018), Is the European Semester effective and useful?, *Bruegel Policy Contribution Nr. 09*.

European Systemic Risk Board (2014), *Is Europe overbanked?*, Report of the Advisory Scientific Committee.

Europese Commissie (2019), *Fiscal Sustainability Report 2018*.

Europese Commissie (2019), *European Economic Forecast Spring 2019*, Institutional Paper 102, May 2019

Gilbert (2019). Euro area sovereign risk spillovers before and after the ECB's OMT announcement. *DNB working paper 636*.

Gros (2019), *The euro turns 20*, www.project-syndicate.org, 7 januari 2019.

Haan, L. de, et al. (2014), Are European sovereign bonds fairly priced? The role of modelling uncertainty. *Journal of International Money and Finance*, 47, 239–267.

IMF (2018), Regulatory reform 10 years after the global financial crisis: looking back, looking forward, Autumn 2018 Global Financial Stability Review, Chapter 2.

Milano (2017), Risk Sharing in the euro zone: the role of European Institutions, CeLEG Working Paper 01/17.

Mion en Ponattu (2019), Estimating economic benefits of the Single Market for European countries and regions, Policy paper Bertelsmann Stiftung.

Raad van State, Afdeling advisering (2017), De staat van de euro.

Reinhardt, D and S J Riddiough (2014), «The Two Faces of Cross-Border Banking Flows: an investigation into the links between global risk, arms-length funding and internal capital markets», Bank of England Working Paper 498.

Smid en Van Veldhuizen (2019), Een budgettaire stabilisatiefunctie, CPB Policy Brief, mei 2019.

Visco (2019), The economic and financial outlook of the euro area, speech, 16 mei 2019.

Wolf (2019), Marking the euro at 20: the eurozone is doomed to succeed, *Financial Times* 19 januari 2019.

Lijst van gebruikte afkortingen

AFM	Autoriteit Financiële Markten
BBP	Bruto Binnenlands Product
DNB	De Nederlandsche Bank
EBA	Europese Bankautoriteit
ECB	Europese Centrale Bank
EDIS	European Deposit Insurance Scheme
EFB	European Fiscal Board
EFSF	Europees Financiële Stabiliteitsfaciliteit
EFSM	Europees Financieel Stabilisatiemechanisme
ELA	Emergency Liquidity Assistance
EMU	Economische en Monetaire Unie
ESM	Europees Stabiliteitsmechanisme
ESMA	European Securities and Markets Authority
ESRB	European Systemic Risk Board
EU	Europese Unie
FSC	Financieel Stabiliteitscomité
HvJ	EU Hof van Justitie van de Europese Unie
IMF	Internationaal Monetair Fonds
MEOP	Macro-economische-onevenwichtighedenprocedure
MREL	Minimum Requirements of Eligible Liabilities and Own Funds
NCB	Nationale Centrale Bank
NIFI	National Independent Fiscal Institution
OMT	Outright Monetary Transaction Program
PSPP	Public Sector Purchase Program
SGP	Stabiliteits- en Groeipact
SMP	Securities Markets Program
SRB	Single Resolution Board

SRF	Single Resolution Fund
SRM	Single Resolution Mechanism
SSM	Single Supervisory Mechanism
TARGET2	Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system
TLTRO	Targeted Long-Term Refinancing Operation
VEU	Verdrag betreffende de Europese Unie
VSCB	Verdrag inzake Stabiliteit, Coördinatie en Bestuur in de EMU
VWEU	Verdrag betreffende de Werking van de Europese Unie