



CPB Notitie

Aan: Vaste commissie voor Financiën uit de Tweede Kamer

Centraal Planbureau
Bezuidenhoutseweg 30
2594 AV Den Haag
Postbus 80510
2508 GM Den Haag

T 088 9846000
I www.cpb.nl

Contactpersoon
Bert Smid

Datum: 12 september 2017

Betreft: Discussienota Europese Commissie over EMU

De vaste commissie voor Financiën uit de Tweede Kamer der Staten-Generaal organiseert een deskundigenbijeenkomst, in de vorm van een rondetafelgesprek, over de discussienota van de Europese Commissie over het verdiepen van de Economische en Monetaire Unie (EMU). Deze notitie bevat vooral relevante passages uit eerdere CPB-studies die raken aan de discussienota over de EMU.

Inleiding

De crisis heeft de kwetsbaarheden in het originele ontwerp van de Economische en Monetaire Unie (EMU) blootgelegd. In de kern was de oorzaak van die kwetsbaarheden het onvoldoende toezicht op banken en op het begrotingsbeleid van de lidstaten. Hierdoor kon de overheidsschuld van sommige landen te veel oplopen. Ook ontstond in enkele landen een vastgoedbubbel, die uiteindelijk de banken in de problemen bracht. De banken en overheden van enkele landen bleken vervolgens gevangen in een vicieuze cirkel, mede door het ontbreken van een *lender of last resort* (kredietverlener in laatste instantie) voor overheden.

Onder druk van de crisis is de vormgeving van de EMU in de afgelopen jaren aangepast. Het toezicht op het begrotingsbeleid en de macro-economische onbalansen is verscherpt (*six-pack*) en er is meer begrotingscoördinatie (*two-pack*). Er is een begin gemaakt met de vorming van een bankenunie; het toezicht op de Europese systeembanken is naar de ECB gegaan, er is een Europese richtlijn voor herstel en afwikkeling van banken en beleggingsondernemingen en er is een voorstel voor een Europees depositogarantiestelsel. Er is een European Stability Mechanism (ESM) geïntroduceerd voor overheden die in problemen zijn gekomen met hun financiën. Voor landen die in een programma van het ESM zitten is er Outright Monetary Transactions (OMT); de facto een kredietverlener in laatste instantie voor overheden.

Het is de vraag of de huidige vormgeving van de EMU voldoende is om een nieuwe crisis aan te kunnen. Is de institutionele vormgeving voldoende verbeterd, zeker

gezien de verslechterde uitgangssituatie met hogere schulden van overheden en meer slechte leningen op de bankbalansen? De Europese Commissie doet in haar reflection paper voorstellen en suggesties voor wijzigingen in de EMU (Europese Commissie, 2017). Het is immers niet duidelijk of de EMU een nieuwe crisis kan overleven zonder nieuwe maatregelen. Deze notitie zet relevante passages uit eerdere CPB-studies op een rij die ingaan op enkele van de suggesties uit het reflection paper van de Europese Commissie.

Meer risicodeling kan nodig zijn, maar is niet zonder problemen¹

De eurocrisis kan weer herleven; het vraagstuk van de houdbaarheid van overheidsschulden kan weer de kop opsteken. Een aanleiding daarvoor kan een hogere rente zijn – mede door de afbouw van het onconventionele monetaire beleid. Het is denkbaar dat een aantal landen (banken en/of overheden) opnieuw in financiële moeilijkheden komt en een beroep moet doen op andere lidstaten. Vooral in landen met een hoge overheidsschuld zal de renteverhoging invloed hebben op het EMU-saldo. Van die landen kampt Italië ook nog met een zwakke bankensector.

Het risico bestaat dat langetermijnrentes tussen landen opnieuw gaan divergeren, mogelijk met speculatie en kapitaalvlucht als gevolg. Deze divergentie kan optreden als financiële markten in de afbouwfase reden zien om te twijfelen aan de bereidheid van de ECB om de euro ten koste van alles te steunen, of aan de bereidheid en capaciteit van landen om hun economie en beleid af te stemmen op de eisen die de monetaire unie stelt.

De kans op een nieuwe eurocrisis is wel verminderd, doordat onder druk van de financiële crisis de institutionele vormgeving van de Economische en Monetaire Unie is verbeterd. Het Europees Stabiliteitsmechanisme is opgericht; een fonds dat eurolanden met te hoge overheidsschulden financieel bijstaat, onder voorwaarde van het volgen van hervormingsprogramma's. De ECB zal indien nodig via de OMT obligaties aankopen van landen die in een ESM-programma zitten. Dat moet speculatie met overheidsschulden voorkomen. Tot slot is er gestart met een bankenunie, die uiteindelijk de wederzijdse afhankelijkheid tussen banken en overheden moet doorbreken. Of dit voldoende is, is onduidelijk. Het kan blijken dat meer risicodeling in de EMU noodzakelijk is om te overleven als muntunie.

Het is onduidelijk of de muntunie nu een echte *lender of last resort* (kredietverstrekker in laatste instantie) voor overheden heeft. Is de ECB bereid en in staat om voor een groot euroland ongelimiteerd obligaties aan te kopen volgens het OMT-programma? Dit is nog nooit getest. De bankenunie is ook nog niet compleet. Zo is er geen Europees depositogarantiestelsel en hebben overheidsobligaties op de balans van banken een nihil risicogewicht. Hierdoor wordt de wederzijdse afhankelijkheid van banken en overheden aangezwengeld. Er is ook meer risicodeling

¹ P. 25-27 van Elbourne en Smid, 2017.

mogelijk via een hogere begroting van de Europese unie, waarbij meer posten worden gefinancierd op Europees niveau. Ook de introductie van Europese obligaties is een manier om risico's te delen in een monetaire unie.

Meer risicodeling is niet zonder problemen. Een potentieel probleem is moreel gevaar; wanneer landen weten dat ze steun ontvangen als hun schulden te hoog worden, is het mogelijk dat ze meer schulden aangaan dan ze zonder risicodeling gedaan zouden hebben. De kosten van te hoge schulden worden immers verlaagd door risicodeling. Een ander probleem is hoe om te gaan met schulden uit het verleden. Een gezamenlijke garantie voor de huidige schulden betekent impliciet dat landen met lage overheidsschulden betalen voor landen met hoge overheidsschulden. Het invoeren van de garantie voor nieuwe schulden beperkt in eerste instantie het nut ervan.

Het delen van meer risico's in Europa ligt bovendien politiek gevoelig. De economische problemen (moreel gevaar en schulden uit het verleden) zijn wellicht te adresseren met de juiste vormgeving. Maar het draagvlak om meer samen te werken in Europa lijkt af te nemen, getuige de toenemende populariteit van eurosceptische partijen. Wanneer de politieke wil om meer risico's te delen ontbreekt, zal in geval van nood toch weer naar de ECB worden gekeken.

Problemleningen in het Europese bankwezen²

[E]en deel van het Europese bankwezen [heeft] nog steeds te maken met een hoog volume problemleningen. In het eerste kwartaal van 2016 kampten Europese banken met ongeveer 1400 miljard euro aan problemleningen op hun balans. Dit correspondeert met ongeveer 4,5% van alle leningen. Vooral banken in Oost- en Zuid-Europa kampen met veel problemleningen. Naast het directe risico van grote kredietverliezen, kan het hoge volume problemleningen ook het kredietaanbod onder druk zetten.

Nederlandse banken hebben weinig problemleningen (lage NPL-ratio's), maar het risico van spillovers valt niet uit sluiten. Dit kan bijvoorbeeld door grensoverschrijdende blootstellingen van banken, en via vertrouwenseffecten als een buitenlandse financiële instelling insolvent wordt als gevolg van het treffen van onvoldoende voorzieningen. Om deze reden is Nederland ook gebaat bij een effectieve aanpak voor het saneren van Europese bankbalansen met hoge volumes aan problemleningen. Echter, de Europese BRRD-regels, die voorschrijven dat de aandeelhouders en crediteuren opdraaien voor verliezen van een bank, leggen naast de staatssteunregels ook beperkingen op aan de mogelijkheden om buiten resolutie overheidssteun te verlenen aan banken. Oplossingen als een publieke 'bad bank' die verliezen van problemleningen opvangt, zijn daardoor niet altijd mogelijk. Eventuele verliezen op problemleningen zullen banken dus eerst zelf moeten nemen en zelf

² P. 9, CPB, 2017

hun kapitaal aanzuiveren. Wanneer een bank dit niet lukt, dan is resolutie een van de overige opties.

Meer risicodeling via een verbetering van het depositogarantiestelsel³

Een Europees DGS [Depositogarantiestelsel] is noodzakelijk om de sterke wisselwerking tussen banken en overheden, die als achtervang voor de deposito's van banken opereren, te verminderen. Zolang deze wisselwerking nog intact blijft, bestaat het risico van een bankrun op een noodlijdende bank in het ene land, waarbij spaarders hun deposito's verplaatsen naar banken in andere landen met regelingen die meer vertrouwen wekken. De invoering van het afwikkelingskader en het gemeenschappelijk afwikkelingsmechanisme hebben dit risico verkleind, maar niet volledig weggenomen. Op dit moment regelt de *Deposits Guarantee Scheme Directive* de financiering van depositogarantiestelsels in Europa. Binnen elke EU-lidstaat geldt een dekkingsniveau van 100 duizend euro per depositohouder per bank. Ook moet elke EU-lidstaat een fonds opbouwen ter hoogte van 0,8% van de gegarandeerde deposito's en draagt de nationale overheid zorg voor adequate alternatieve financiering indien het fonds ontoereikend blijkt.

Als sluitstuk van de bankenunie lanceerde de Europese Commissie in november 2015 een voorstel voor de creatie van een *European Deposit Insurance Scheme* (EDIS). EDIS verschilt van een volwaardig Europees DGS, omdat enkele belangrijke functies nationaal geregeld blijven, zoals de beoordeling van aanspraken op de depositogarantie. De Europese Commissie stelt een transitie van nationale naar Europese financiering voor in drie fasen. De eerste fase, tussen 2017 en 2020, bestaat uit een herverzekeringssysteem, waarbij nationale DGS'en, als haar eigen vooraf opgebouwde middelen uitgeput zijn, een gedeeltelijk beroep kunnen doen op het Europees depositogarantiefonds. In de tweede fase, tussen 2020 en 2024, schakelt EDIS over op een systeem van co-financieren, waarbij EDIS direct meebetaalt aan de financiering van de nationale DGS'en. In deze fase neemt de EDIS-bijdrage per jaar geleidelijk toe (in gelijke stappen van 20%). Vanaf 2024 breekt dan de derde fase van volledige financiering door EDIS aan, waarbij de nationale depositogarantiefondsen dekking volledig voor rekening komt van EDIS. Het EDIS-fonds zal worden ondergebracht bij de SRB, die binnen de bankenunie verantwoordelijk is voor de afwikkeling van Europese banken.

EDIS heeft op termijn voordelen voor de financiële stabiliteit in Nederland. Bij de nationalisatie van SNS was een van overwegingen dat bij een faillissement de overige deelnemende banken aan het depositogarantiestelsel de verliezen die voortkomen uit het DGS, zijnde het verschil tussen de door het DGS gegarandeerde deposito's en de vergoeding uit de boedel van SNS Bank, moeten dragen. Deze verliezen werden geschat op ongeveer 5,3 mld euro. DNB noemde, gelet op de toenmalige marktomstandigheden een dergelijk verlies voor de overige deelnemende banken

³ P.47-49, CPB, 2016

onverantwoord groot. Naast dit verlies geldt dat na het faillissement van SNS en toepassing van het DGS de overige Nederlandse banken een onzekere claim van ongeveer 30 mld euro op de boedel van SNS zouden hebben. Die situatie vormt op zichzelf een ondermijning van de gezondheid van, en daardoor het vertrouwen in, deze banken. Dit betekent dat het DGS veranderde van een veronderstelde bron van stabiliteit in een bron van nieuwe stabiliteitsrisico's. In het EDIS-voorstel verdwijnt dit probleem voor Nederland in geval van een evident geïsoleerd falen van een systeembank.

Hoewel EDIS de financiële stabiliteit in Europa en Nederland op termijn ten goede komt, voorziet het huidige voorstel niet in alle problemen. Het belangrijkste dat ontbreekt in het huidige EDIS-voorstel is een adequate achtervang voor EDIS. Alleen met een adequate achtervang kan gewaarborgd worden dat EDIS te allen tijde over financiering beschikt en er geen beroep hoeft te worden gedaan op nationale overheden. Daarnaast lost dat EDIS het huidige probleem van gefragmenteerde DGS'en in Europa op korte termijn niet op. De transitie tot een volwaardig EDIS in 2024 wordt bereikt via een systeem van co-financiering. Hierdoor blijft Europa voor lange tijd nog blootgesteld aan de risico's van een run op nationale banken. Tot slot voorziet het voorstel niet in hoe om te gaan met de ongelijke uitgangspunten van de deelnemende Europese banken. Het probleem van ongelijke uitgangspunten staat een politieke overeenkomst over verdere risicodeling binnen een Europees DGS in de weg.

Kapitaalmarktunie: meer risicodeling via vermogenstitels

Van Beers et al. (2014) vergelijken verzekeringsmechanismen tussen landen in de EMU met die tussen staten in de Verenigde Staten. Een van de mechanismen die ze onderzoeken is financiële integratie. Wanneer vermogenstitels gedeeltelijk in het bezit zijn van partijen buiten het land zelf, dan dragen die ook een deel van het risico van waardeveranderingen in die titels. Op die manier komen veranderingen in binnenlandse consumptie los te staan van binnenlandse veranderingen van de productie. Ze concluderen dat deze vorm van risicodeling nog niet sterk aanwezig is in het eurogebied: (p.27, Van Beers et al., 2014).

Furthermore, the capital market channel does not significantly contribute to the absorption of shocks in the EMU, which could be explained by the high bias towards domestic assets in the EU. It is apparent that the home bias has come down in recent years and that capital markets in the EMU have been given an increasingly important role until the crisis. Since the crisis, however, the effect of the capital market channel has been dis-smoothing.

Verkleining risico's banken, door limitering van aandeel overheidsobligaties in portefeuille⁴

Een laatste belangrijke aanpassing in het Europese prudentiële raamwerk is een adequate prudentiële behandeling van staatsobligaties. Ten aanzien van de bancaire blootstellingen aan overheden spelen twee discussies: een in Bazel en een in Europa. Bazel evalueert momenteel de behandeling van staatsschuld in alle verschillende onderdelen van het Bazelse raamwerk. In Europa slingerde de ESRB vorig jaar de discussie over de behandeling van staatsobligaties opnieuw aan. In Europese wet- en regelgeving zijn aan staatsobligaties momenteel geen kapitaaleisen en concentratiebeperkingen verbonden. De recente ervaringen uit de eurocrisis leren dat blootstellingen aan overheden niet risicovrij zijn. Om dit risico te mitigeren zijn verschillende voor de hand liggende opties mogelijk: kapitaal aanhouden voor investeringen in staatsobligaties, en limieten stellen aan de omvang van portefeuilles van staatsobligaties. Beide opties maken banken weerbaarder, maar kunnen leiden tot herprijzing van schuld papier van lidstaten. Hier zijn twee opties denkbaar, harde en zachte limieten. Een harde limiet stelt een harde bovengrens aan de totale exposure op staatsobligaties als percentage van de balans. Een zachte limiet introduceert getrapte risicogewichten naarmate de exposure op staatsobligaties in verhouding tot de totale bankbalans toeneemt.

Meer risicodeling mogelijk via een hogere begroting van de Europese unie⁵

Een staat kan zich aanpassen aan de conjuncturele tegenwind, doordat de lonen omlaag gaan of een deel van de mensen verhuist naar een andere staat. Er is echter nog een derde mogelijkheid: staten kunnen een verzekering afsluiten tegen conjuncturele tegenvallers. Zo zijn Nederlandse gemeenten verplicht voor dit risico verzekerd bij het Rijk. Hun inkomsten komen vooral van het Rijk. Die inkomsten worden bepaald door een vaste formule die afhangt van het aantal inwoners en nog wat andere factoren, maar niet van de belasting die in die gemeente wordt betaald. Toen in de jaren zestig en zeventig de textielindustrie in Twente failliet ging, hadden de oude textielsteden Tilburg en Enschede het decennialang erg moeilijk. Er werd weinig verdiend en dus werd er weinig belasting betaald. Echter, de inkomsten van die gemeenten werden daar slechts beperkt door geraakt. De tegenvaller was voor rekening van het Rijk. Het Rijk streepte de tegenvaller in de ene gemeente weg tegen meevallers elders, precies zoals dat gaat bij een normale verzekering. Hadden Tilburg en Enschede wel zelf die belastingtegenvaller moeten dragen, dan waren die gemeenten er nu veel slechter aan toe geweest. Beide steden waren dan ten tijde van de sluiting van de textiel fabrieken verloederd, en die verloedering had toekomstig herstel erg bemoeilijkt.

Ook de werkloosheidsverzekering en de bijstand bieden een dergelijke verzekering tegen tijdelijke economische problemen. Doordat werklozen in tijden van

⁴ P.50-51, CPB, 2016

⁵ P. 25-26, Teulings et al., 2011

economische tegenwind een uitkering houden, houdt ook de lokale middenstand in ieder geval nog een paar klanten over. In de Verenigde Staten van Amerika bestaat een soortgelijk verzekeringssysteem tussen staten. De federale overheid in Washington incasseert de federale belastingen en financiert daarmee allerlei subsidies aan staten en hun inwoners. Precies zoals de gemeenten in Nederland, zijn staten daarmee deels verzekerd tegen de grillen van de conjunctuur. Economen hebben uitgerekend dat van iedere dollar waarmee het nationaal inkomen van een staat omlaag gaat, 20 tot 30 dollarcent wordt gecompenseerd door deze federale verzekering.

Hoe zit dat in de Verenigde Staten van Europa? Vervullen de structuurfondsen en de landbouwsubsidies daar een soortgelijke rol? Van geen kant. Deze geldstromen leiden tot een compensatie van ongeveer één cent voor iedere euro waarmee het nationaal inkomen van een lidstaat achteruitgaat.

Literatuur

Beers, N. van, M. Bijlsma en G. Zwart, 2014, Cross-Country Insurance Mechanisms in Currency Unions An Empirical Assessment, CPB Background document.

CPB, 2016, CPB Risicorapportage Financiële Markten 2016, CPB Notitie.

CPB, 2017, CPB Risicorapportage Financiële Markten 2017, CPB Notitie.

Elbourne, A. en B. Smid, 2017, Onderweg naar normaal monetair beleid, CPB Policy Brief 2017/07.

European Commission, 2017, Reflection paper on the deepening of the economic and monetary union.

Teulings, C.N. et al., 2011, *Europa in Crisis*, Amsterdam: Uitgeverij Balans.