

Vergaderjaar 2019–2020

21 501-07

Raad voor Economische en Financiële Zaken

Nr. 1651

BRIEF VAN DE MINISTER VAN FINANCIËN

Aan de Voorzitter van de Tweede Kamer der Staten-Generaal

Den Haag, 10 februari 2020

Tijdens het algemeen overleg Eurogroep/Ecofin van 27 november 2019 (Kamerstuk 21 501-07, nr. 1649) heb ik uw Kamer een brief toegezegd over de verschillende opties voor aanpassing van de prudentiële behandeling van staatsobligaties op bankbalansen, waaronder een voorstel van de Frans-Duitse economen uit 2019 voor concentratiegewichten¹, en over veilige activa (zogenaamde «safe assets») inclusief «eurobonds». Ik zal beide onderwerpen achtereenvolgens bespreken. Tot slot zal ik kort de stand van zaken benoemen van de discussie hierover in de hoogambtelijke werkgroep (HLWG) over EDIS.

1. Behandeling van staatsobligaties op bankbalansen

Naast de verwevenheid tussen banken en hun nationale economieën zijn banken ook sterk verweven met hun nationale overheden doordat banken in veel gevallen staatsobligaties van de eigen overheid bezitten. Voor het bezit van staatsobligaties door banken zijn veel verklaringen. Zo kennen staatsobligaties een relatieve veiligheid ten opzichte van bijvoorbeeld leningen aan bedrijven of burgers in dezelfde lidstaat. Ook zijn staatsobligaties zeer liquide activa. Staatsobligaties krijgen daarnaast op dit moment een preferentiële behandeling in het risicoraamwerk. Op basis van het raamwerk kunnen banken een nul-risicoweging toekennen aan staatsobligaties die zijn uitgegeven in de eigen munteenheid, onafhankelijk van de daadwerkelijke kredietwaardigheid van de betreffende overheid. Ook gelden er geen concentratiebeperkingen die voor andere blootstellingen wel gelden. Nederland zet zich in Europa in voor een aanpassing van de prudentiële weging van staatsobligaties, zodat beter recht wordt gedaan aan het daadwerkelijke risico van staatsobligaties en de verwevenheid met nationale overheden wordt verminderd.

¹ Reconciling risk sharing with market discipline: A constructive approach to euro area reform (CEPR, januari 2018)

Zoals ook aangegeven in het verslag naar aanleiding van de Eurogroep en Ecofin van 7 en 8 november 2019² zijn er verschillende opties om de behandeling van staatsobligaties op bankbalansen aan te passen. Twee opties, die genoemd worden door de Frans-Duitse economen, zijn: (1) een risicogewicht voor de blootstelling aan een overheid dat afhankelijk is van het kredietrisico (bijvoorbeeld op basis van externe ratings); en (2) een risicogewicht dat afhankelijk is van de omvang van de blootstelling op één overheid ten opzichte van het kapitaal van een bank (veelal aangeduid als concentratiegewichten). De eerste optie voorziet in een gestandaardiseerd risicogewicht dat afhankelijk is van het kredietrisico, zoals voor veel andere blootstellingen gebruikelijk is. De tweede optie houdt in dat, indien de blootstelling op een overheid ten opzichte van het kapitaal stijgt, het risicogewicht verder toeneemt middels een trapsgewijze systematiek. Een combinatie van deze twee opties is ook mogelijk.

Bovengenoemde opties komen ook terug in het discussiestuk dat Nederland tijdens haar voorzitterschap presenteerde bij de informele ECOFIN in april 2016.³ Toen had een substantiële groep van lidstaten echter de voorkeur om de huidige behandeling van staatsobligaties op bankbalansen niet aan te passen.⁴ Vervolgens stemde de Raad ermee in te wachten op de resultaten van het Bazels Comité voor banktoezicht⁵ en zich in aansluiting op de werkzaamheden van het Bazels Comité te beraden op eventuele volgende stappen in de Europese context.⁶ De Raad beraadt zich nu over deze vervolgstappen in de hoogambtelijke werkgroep (HLWG) over EDIS. Hier blijft Nederland inzetten op een betere behandeling van staatsobligaties. Dit doet Nederland onder meer door in de Europese discussies inzichtelijk te maken wat het effect op Europese bankbalansen zou zijn van enkele opties uit het discussiedocument van het Bazelse Comité. In het Bazelse discussiedocument is gekeken naar varianten van risicogewichten op basis van externe rating en concentratiegewichten.⁷

Een optie die ook door de Tweede Kamer is genoemd tijdens het algemeen overleg van 6 november 2019 (Kamerstuk 21 501-07, nr. 1643) is om de bijdragen die banken voor een EDIS betalen afhankelijk te maken van de blootstelling aan staatsobligaties. De bijdragen die banken op dit moment betalen aan nationale depositogarantiestelsels zijn gekoppeld aan hun risicograad. Bij een toekomstig EDIS zou wat Nederland betreft ook sprake moeten zijn van risicosensitieve bijdragen. Die koppeling kan op verschillende manieren worden vormgeven. Bij de technische discussies over een EDIS is ook gekeken naar maatstaven om de risicograad van een bank te bepalen zoals bijvoorbeeld de buffers van banken.⁸ Ook de maatstaf van concentratie aan eigen staatsobligaties kan daarin een rol spelen. Deze optie wordt daarom ook besproken in de HLWG over EDIS.

² Kamerstuk 21 501-07, nr. 1637

³ Strengthening the banking union and the regulatory treatment of banks» sovereign exposures. Informal ECOFIN, April 22, 2016. Presidency note

⁴ Kamerstuk 21 501-07, nr. 1359.

⁵ Het Bazels Comité voor banktoezicht is een internationaal comité voor toezichhouders op banken, gevestigd bij de Bank of International Settlements.

⁶ <https://www.consilium.europa.eu/nl/press/press-releases/2016/06/17/conclusions-on-banking-union/>

⁷ Aanhangsel Handelingen II 2019/20, nr. 272.

⁸ Zie bijvoorbeeld <http://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-9819-2018-INIT/en/pdf>

2. Europese veilige activa (safe assets)

In het kader van de hoogambtelijke werkgroep voor EDIS wordt door diverse partijen een link gelegd tussen een aanpassing van de prudentiële behandeling van staatsobligaties op bankbalansen en de introductie van nieuwe pan-Europese veilige activa (ook wel: «safe assets»). Over nut, doel en vormgeving van veilige activa bestaan aanzienlijke meningsverschillen tussen zowel de verschillende lidstaten als Europese instellingen. Hieronder zal ik ingaan op de verschillende argumenten voor pan-Europese veilige activa inclusief een appreciatie hiervan. Vervolgens zal ik kort ingaan op de verschillende varianten van pan-Europese veilige activa die de afgelopen tijd in discussies voorbij zijn gekomen.

2.1 Argumenten voor de creatie van veilige activa

Er bestaat geen exacte definitie over wat veilige activa zijn maar doorgaans worden hier onder gerekend activa die zeer liquide zijn met een relatief beperkt kredietrisico. De relatieve veiligheid van bepaalde activa brengt daarnaast met zich mee dat partijen op financiële markten hier in moeilijke tijden naartoe kunnen trekken.

Het creëren van (aanvullende) veilige activa wordt vanuit verschillende invalshoeken bepleit. Vanuit het investeerdersperspectief spelen veilige activa een belangrijke rol op financiële markten bij onder meer de portfolio allocatie in het vermogensbeheer, het lenen tegen onderpand en het voldoen aan margeverplichtingen bij derivaten. Vanuit het financieringsperspectief hechten overheden aan mogelijkheden om zich permanent tegen redelijke tarieven te financieren via de uitgifte van door de markten als veilig gepercipieerde activa. Hoewel veilige activa frequent onderdeel zijn van het publieke debat is er vooralsnog geen consensus of er in Europa een tekort aan veilige activa is en wat een eventuele rol van de overheid zou moeten zijn bij het creëren van (aanvullende) veilige activa.

Relatie tussen veilige activa en prudentiële behandeling staatsobligaties

De discussie over een betere behandeling van staatsobligaties heeft in Europa tot hernieuwde aandacht voor veilige activa geleid vanuit zowel het investeerdersperspectief als het financieringsperspectief. Vanuit het investeerdersperspectief, omdat nieuwe pan-Europese veilige activa diversificatie onder banken zou kunnen stimuleren. Vanuit het financieringsperspectief, omdat volgens sommige partijen de mogelijke negatieve neveneffecten van een aanpassing van de risicoweging van staatsobligaties op de financieringslasten van overheden hierdoor gemitigeerd kunnen worden. Een aanpassing van de risicoweging zou immers betekenen dat banken extra kapitaal moeten aanhouden voor (overmatige) blootstellingen op overheden, hetgeen kan leiden tot minder vraag naar staatsobligaties en daarom hogere rentetarieven. Hierdoor zou de financiële stabiliteit in het geding kunnen komen. Enkele landen maken daarom een expliciete koppeling tussen de aanpassing van de prudentiële behandeling van staatsobligaties en de noodzaak via veilige activa veilige financiering te waarborgen.

Appreciatie

In algemene zin is het kabinet van mening dat na de eurozonecrisis in 2010–2012 reeds voldoende maatregelen zijn genomen om de potentiële financieringsmogelijkheden voor solvabele overheden en daarmee de financiële stabiliteit te waarborgen. Hierbij moet gedacht worden aan oprichting van het Europees stabiliteitsmechanisme (ESM) voor noodpro-

gramma's, de beschikbaarheid van outright monetary transactions (OMT's) bij de ECB voor additionele liquiditeit en betere begrotingsregels om de opbouw van overmatige schulden te ontmoedigen. Specifiek ten aanzien van het waarborgen van overheidsfinanciering in het geval van een aanpassing van de behandeling van staatsobligaties op bankbalansen geldt daarbij ook dat eventuele negatieve effecten gemitigeerd kunnen worden via een zorgvuldig gekozen vormgeving en transitiepad. Het kabinet is derhalve niet overtuigd van een noodzaak tot koppeling van de prudentiële weging van staatsobligaties aan (het creëren van aanvullende) veilige activa.

Veilige activa in andere beleidsdiscussies

De laatste tijd wordt ook voor veilige activa gepleit in het kader van de kapitaalmarktunie en het vergroten van de internationale rol van de euro. Zo wordt bijvoorbeeld gewezen op de noodzaak van pan-Europese veilige activa om een benchmark rentecurve te ondersteunen.⁹ Om de internationale rol van de euro te vergroten en zo de afhankelijkheid van andere valuta te beperken, zouden beleggers, zo wordt beargumenteerd, ook voldoende mogelijkheden moeten hebben om te investeren in euro's gedenomineerde vermogenstitels.

Appreciatie

Het kabinet ziet dat veilige activa bijdragen aan een effectieve en efficiënte werking van financiële markten en zo kunnen bijdragen aan bovengenoemde ambities. Tegelijkertijd is het voor het kabinet niet éénduidig dat er momenteel een gebrek is aan pan-Europese veilige activa en dat verandering van het regelgevend kader noodzakelijk is. Zo bestaan er reeds verschillende Europese rentebenchmarks, waaronder €ster. Ook zijn er diverse euro-gedenomineerde activa die als basis kunnen dienen voor een benchmark rentecurve, zoals bijvoorbeeld Nederlandse en Duitse staatsobligaties.¹⁰ Private partijen hebben daarnaast binnen het bestaande regelgevend kader de mogelijkheid zelf nieuwe relatief veilige activa als *covered bonds* en *asset backed securities* te creëren, bijvoorbeeld via het bundelen van staats- of bedrijfsobligaties of meer illiquide activa als individuele hypotheeklen. Tot slot draagt adequaat toezicht op financiële markten en goed macro-economisch en begrotingsbeleid van individuele landen ook bij aan een vergroting van de hoeveelheid veilige activa en het vergroten van het internationaal gebruik van de euro, zoals ook aangegeven in het BNC-fiche over de internationale rol van de euro.¹¹

2.2 Varianten van pan-Europese veilige activa

Er zijn door de jaren heen door diverse partijen verschillende ideeën voor pan-Europese veilige activa gelanceerd. De meeste hiervan zijn ontstaan tijdens de crisis in 2010–2012 en zijn daarom sterk gericht op het terugbrengen van herfinancieringsrisico voor overheden. Hierbij is vaak sprake van een vorm van schuldmutualisatie en risicodeling tussen lidstaten, waardoor over een vorm van «eurobonds» kan worden gesproken. Dergelijke ideeën hebben vooralsnog niet geleid tot concrete voorstellen voor wetgeving, maar komen regelmatig terug in het publieke debat. Een uitzondering hierop betreft het idee voor *sovereign bond backed securities* (SBBS), dat wel tot een concreet voorstel voor Europese

⁹ De werkgroep voor de kapitaalmarktunie wijst in haar rapport bijvoorbeeld op het belang van voldoende beschikbare activa voor het ontwikkelen van een adequate EU-brede rentebenchmarks.

¹⁰ Kamerstuk 22 112, nr. 2829

¹¹ Kamerstuk 22 112, nr. 2752

wetgeving heeft geleid. SBBS gaat formeel niet gepaard met schuldmutualisatie en risicodeling tussen lidstaten. Tegelijkertijd is ook dit voorstel aan substantiële kritiek onderhevig. Hieronder ga ik zowel in op varianten van eurobonds als SBBS.

Varianten van Eurobonds

Bij eurobonds wordt vaak gedacht aan de meest verregaande vorm: een zogenaamde *joint-and-several* garantie tussen de eurozonelanden onderling. Bij een dergelijke variant zijn landen aanspreekbaar op elkaars volledige schuld, hetgeen in potentie aanzienlijke nadelen heeft zoals moral hazard bij minder kredietwaardige eurozonelanden en hogere rentekosten voor kredietwaardigere eurozonelanden.¹²

In het publieke debat circuleren ook diverse varianten waarbij slechts sprake is van een gedeeltelijke in plaats van volledige mutualisatie van schulden. Daarbij blijven landen zelf verantwoordelijk om een deel van de schuld te financieren. Dit wordt verondersteld voldoende prikkels voor gezond nationaal begrotingsbeleid te waarborgen. Een veel aangehaalde variant is het *Blue Bonds* voorstel van de denktank Bruegel.¹³ Dit plan maakt onderscheid gemaakt tussen collectief garandeerde schuld tot 60% BBP («blue bonds») en niet gegarandeerde schuld boven de 60% («red bonds»)¹⁴. De blue bonds zorgen voor een aanzienlijke voorraad aan liquide risicovrije overheidsobligaties voor het eurozone, terwijl overheden op uitgifte van de niet gegarandeerde red bonds relatief hoge rentes moeten betalen. De collectief garandeerde blue bonds hebben een preferente status boven red bonds wat hun kredietwaardigheid aanzienlijk zou moeten doen toenemen. Een variant op blue bonds zijn *e-bonds*.¹⁵ Hierbij geeft een publieke instelling, waarin alle eurozonelanden basiskapitaal moeten storten, obligaties op de markt uit en worden de opgehaalde middelen vervolgens tegen van tevoren bepaalde tarieven en volgens een vaste verdeelsleutel, zoals bijvoorbeeld de ECB kapitaal-sleutel, doorgezet naar de eurozonelanden. Ook hier wordt verondersteld dat de schuld uitgegeven door de publieke instelling preferent is aan de aanvullende nationale schulduitgifte. Een dergelijke opzet is ten dele vergelijkbaar met de structuur van het ESM, met het verschil dat het ESM alleen in laatste instantie en tegen strenge conditionaliteit middelen aan overheden met financieringsproblemen verschaft, terwijl de instelling die e-bonds zou uitgeven dit ook in reguliere tijden en zonder specifieke conditionaliteit zal doen.

Appreciatie

Zoals reeds aangegeven in de brief over de toekomst van de EMU, is het kabinet in algemene zin van mening dat de gemeenschappelijke uitgifte van schuld papier, afgezien van schulduitgifte die al plaatsvindt in het kader van bijvoorbeeld de ESM-steunprogramma's, ongewenst is. De gemeenschappelijke uitgifte van schuld vormt geen oplossing voor de structurele uitdagingen van lidstaten en kan prikkels voor verstandig beleid op nationaal niveau ondermijnen. De Europese Unie dient volgens dit kabinet geen schuldengemeenschap te worden en er dienen geen verdere stappen in de richting van een transferunie te worden gezet.

¹² Zie voor dergelijke nadelen o.a. de brief van het kabinet Rutte I uit 2011 over voor- en nadelen van Eurobonds: Kamerstuk 21 501-07, nr. 844

¹³ <https://bruegel.org/2010/05/the-blue-bond-proposal/>

¹⁴ <https://bruegel.org/2010/05/the-blue-bond-proposal/>

¹⁵ Zie bijvoorbeeld: «*The search for a Euro Area Safe Asset*» (maart 2018) en «*Creating a Euro Area Safe Asset without mutualizing Risk (much)*» (augustus 2019) van Zettelmeyer en Leandro (Peterson Institute) voor een beschrijving van e-bonds.

In aanvulling op deze algemene lijn zijn enkele specifieke kanttekeningen te plaatsen bij de varianten van eurobonds met slechts een gedeeltelijke mutualisatie. Zo is het kabinet niet overtuigd dat het splitsen van publieke schulden in een preferent deel (dat collectief wordt gegarandeerd, of met ex-ante ingelegd kapitaal wordt ondersteund) en een achtergesteld nationaal deel wel in voldoende mate de begrotingsdiscipline in landen waarborgt. De kredietwaardigheid van een land hangt af van het totale verdienvermogen van een land en het beheer van de overheidsfinanciën, en niet van de specifieke financieringsstructuur van de schulden. Een tweede kanttekening is het risico dat bij een crisis politieke druk kan ontstaan om de grens tot waar gemutualiseerd wordt op te hogen en zo een groter deel van de schulden van landen gezamenlijk tegen herfinancieringsrisico te beschermen. Het gevaar bestaat daarbij dat markten in aanloop naar een crisis al op een dergelijke verhoging gaan rekenen.

Sovereign bond-backed securities

In 2017 heeft een werkgroep van de European Systemic Risk Board (ESRB) gekeken naar een variant van veilige activa zonder gezamenlijke schulduitgifte of wederzijdse garanties tussen eurozonelanden: zogenaamde *sovereign bond backed securities (SBBS)*.¹⁶ Hierbij kopen private marktpartijen overheidsschulden op en geven vervolgens securitisaties uit met verschillende risicotranche's. De opgekochte nationale schulden van alle eurozonelanden vormen daarbij, in een vaste verhouding zoals bijvoorbeeld de ECB kapitaalsleutel, de onderliggende activa van de securitisatie. Kopers van de preferente senior tranche van een dergelijke securitisatie lopen een zeer beperkt risico, terwijl de risico's voor de houders van de achtergestelde junior tranche juist aanzienlijk zijn. Hoewel de cumulatieve risico's in het systeem niet veranderen, wordt door de tranchering van de securitisatie zowel het aanbod van veilige activa als het aanbod van juist relatief risicovolle activa vergroot. De Europese Commissie heeft in mei 2018 een verordening aangaande «*sovereign bond backed securities*» voorgesteld. Kern van het voorstel is het gelijkenschakelen van de prudentiële behandeling van SBBS aan de huidige behandeling van nationale staatsobligaties, om uitgifte van SBBS zo financieel aantrekkelijker te maken. Een uitgebreide uitleg over de werking van SBBS en deze verordening kunt u teruglezen in het BNC Fiche.¹⁷

Appreciatie

Het SBBS voorstel is vanwege de aanzienlijke kritiek van diverse lidstaten nooit voor onderhandelingen geagendeerd door een EU-voorzitter. Ook het kabinet heeft, ondanks het ontbreken van formele publieke garanties, kritisch op het SBBS-voorstel van de Commissie gereageerd. Belangrijkste bezwaar van het kabinet is dat het voorstel geen koppeling maakt met de weging van staatsobligaties op bankbalansen, terwijl SBBS in theorie overheden juist zou kunnen helpen zich te financieren als dergelijke weging van staatsobligaties wordt aangepast om zo de kredietrisico's in te prikken. Volgens het kabinet is dit een gemiste kans. Daarnaast heeft het kabinet nog diverse kanttekeningen bij het huidige SBBS voorstel, zoals het feit dat er ook een nul risicogewicht wordt voorgesteld voor de risicovolle junior tranche, het risico op impliciete garanties en de vraag of SBBS in crisistijden wel kunnen worden uitgegeven.

¹⁶ https://www.esrb.europa.eu/pub/task_force_safe_assets/html/index.en.html

¹⁷ Kamerstuk 34 973, nr. 2.

3. Hoogambtelijke werkgroep

Op 3 december 2019 heeft de voorzitter van de HLWG op persoonlijke titel een brief aan de Eurogroep geschreven met als bijlage een potentiële routekaart voor EDIS. De Eurogroep heeft op 4 december jl. (Kamerstuk 21 501-07, nr. 1646) geconcludeerd dat verder technisch werk nodig blijft en heeft de HLWG daarom gemandateerd om verder te werken aan alle elementen van de bankenunie en daarover in juni 2020 opnieuw te rapporteren.

De HLWG voorzitter stelt in zijn brief dat aanpassing van prudentiële behandeling van de blootstelling van banken op overheden eventueel moet worden aangevuld door flankerende maatregelen.¹⁸ Om financiële stabiliteit te waarborgen zou daarom analyse van een «*Europees veilig portfolio*» (European safe portfolio) kunnen worden uitgevoerd door de Europese Commissie en de ECB.

Vooralsnog is niet duidelijk wat wordt verstaan onder een «Europees veilig portfolio». Hierover is komende tijd eerst meer duidelijkheid nodig. In discussies over veilige activa tot nu toe zijn enkele van de bovengenoemde varianten aan de orde gekomen. Dit heeft vooralsnog niet geleid tot consensus over noodzaak en vormgeving van veilige activa. Nederland heeft de in de vorige paragrafen geschetste positie uitgedragen, in lijn met BNC Fiches en kabinetsreacties.

Wat Nederland betreft betekent een Europees veilig portfolio meer gediversifieerde portfolio's van nationale staatsobligaties en overige overheidsblootstellingen over de verschillende bankbalansen. Dit is te bereiken via een aanpassing van de prudentiële behandeling van staatsobligaties. Nederland blijft in de HLWG constructief werken aan de versterking van de bankenunie.

De Minister van Financiën,
W.B. Hoekstra

¹⁸ <https://www.consilium.europa.eu/media/41644/2019-12-03-letter-from-the-hlwg-chair-to-the-peg.pdf>