

**ECONOMISCHE EN JURIDISCHE ASPECTEN VAN DE ECB OPKOOPPROGRAMMA'S**

***STUDIEGROEP ECB***

**JANUARI 2021**

Leden van de Studiegroep ECB:

Prof. Dr. Lex Hoogduin (voorzitter), hoogleraar complexiteit en onzekerheid op financiële markten en in financiële instellingen, Rijksuniversiteit Groningen

Prof. Dr. Fabian Amtenbrink, hoogleraar Recht van de Europese Unie, Erasmus Universiteit Rotterdam

Prof. Dr. Dirk Bezemer, hoogleraar economie van de internationale financiële ontwikkeling, Rijksuniversiteit Groningen

Dr. Maria Demertzis, onderdirecteur van de economische denktank Bruegel, Brussel

Secretaris:

Drs. Edin Mujagic, hoofdeconoom OHV Vermogensbeheer, Amsterdam

## Hoofdstuk 1: Opdracht, samenvatting en conclusies

### Inleiding

Sinds de Grote Financiële Crisis van 2007/2008 hebben vrijwel alle centrale banken de rentes verlaagd naar historisch lage niveaus, met hier en daar zelfs negatieve rentes, in hun pogingen voor prijsstabiliteit te zorgen en de economische groei te steunen. In tegenstelling tot hetgeen in de afgelopen decennia het geval is geweest, hield dat eerste in de jaarlijkse inflatie te proberen te verhogen.

Nadat het gewenste effect van de genoemde renteverlagingen uit was gebleven, hebben centrale banken andere dan de standaard monetaire beleidsinstrumenten aangesproken en gecreëerd om prijsstabiliteit te herstellen en te zorgen voor economische groei. Omdat het ging om niet-standaard instrumenten, werd al snel gesproken over onconventioneel monetair beleid.

Ook de Europese Centrale Bank (ECB) ontkwam daar niet aan. Met het in het gebruik nemen van de onconventionele monetaire instrumenten rezen vragen en zorgen over de werking en mogelijke bijwerking ervan, ook in de Tweede Kamer, onze volksvertegenwoordiging.

### Opdracht

Op 13 november 2019 nam de Tweede Kamer de motie van de leden Omtzigt en Bruins aan waarin werd gevraagd een Studiegroep in te stellen om daarover nader te berichten en voorstellen uit te werken voor een mogelijke wijziging van het Verdrag van de Europese Unie (VEU) inzake de (kern)taken van de ECB. Vervolgens is de vaste Kamercommissie Financiën op 19 februari 2020 akkoord gegaan met de samenstelling van de Studiegroep en de voorziene werkwijze voor het schrijven van het rapport.

De Studiegroep zijn vier vragen voorgelegd:

1. In kaart te brengen wat de gevolgen zijn van het beleid van opkoop van staats- en bedrijfsobligaties door de ECB
2. In kaart te brengen welke alternatieve instrumenten de ECB heeft om zijn doelstellingen te bereiken
3. In kaart te brengen wat de gevolgen zouden zijn van een verdragsrechtelijk mandaat waarbij de ECB zich meer op zijn kerntaken zou concentreren en minder of geen mogelijkheden zou hebben om obligaties op te kopen
4. Enkele voorstellen uit te werken voor wijziging van de verdragsteksten die hierin zouden kunnen voorzien, mocht er gekozen worden voor een dergelijke concentratie op kerntaken.

### Samenvatting en conclusies

**Hoofdstuk 2** beantwoordt de **eerste vraag**. Het geeft een overzicht van de opkoopprogramma's (QE) tot nu toe en beschrijft hoe ze worden geacht bij te dragen aan

prijsstabiliteit. In het kader van deze studie is vooral het mitigerende effect van opkoopprogramma's op de renteverschillen tussen landen van belang. Daarmee wordt een gelijke en goede werking van het monetaire beleid in de gehele eurozone bevorderd.

Studies naar het effect van de opkoopprogramma's op de inflatie worden op een rij gezet. De schattingen van de effectiviteit lopen uiteen van geen of mogelijk zelfs een negatief effect tot de conclusie dat de inflatie zonder QE tussen een derde en de helft lager zou zijn geweest (schatting ECB). De ECB spreekt bovendien de overtuiging uit dat zijn opkoopprogramma's effectief zijn.

De volgende negatieve bijwerkingen worden genoemd:

- De ontwikkeling van zeepbellen op financiële- en huizenmarkten;
- De ontwikkeling van zogenoemde zombie-bedrijven, met onder andere lagere economische groei als gevolg;
- Een kleinere prikkel bij overheden om structurele hervormingen door te voeren en hun begrotingen op orde te brengen en houden;
- Druk op de winstgevendheid van banken;
- Toenemende inkomensongelijkheid.

In de literatuur bestaan uiteenlopende schattingen van de omvang van negatieve bijwerkingen van de opkoopprogramma's.

Tenslotte biedt het hoofdstuk een overzicht van de juridische procedures in het kader van de opkoopprogramma's van de ECB. Er wordt betoogd dat in de toekomst de juridische houdbaarheid van opkoopprogramma's opnieuw in het geding kan komen als:

- Als er onvoldoende garanties zijn dat het doel van het verbod op monetaire financiering niet wordt ondergraven, namelijk dat lidstaten een prikkel hebben om gezond begrotingsbeleid te voeren;
- Door gewijzigde omstandigheden de opkoopprogramma's niet langer als proportioneel kunnen worden beschouwd.

**Hoofdstuk 3** beantwoordt de **tweede vraag**. De Statuten van de ECB en het ESCB bieden de ECB ruime mogelijkheden om instrumenten voor het monetaire beleid te ontwikkelen en toe te passen. Het hoofdstuk geeft een overzicht van tot nu toe gebruikte instrumenten. Er wordt geconcludeerd dat de ECB geen alternatieve instrumenten voor de opkoopprogramma's heeft om mogelijke fragmentatie van de financiële markten als gevolg van renteverschillen tussen landen, te beperken.

**Hoofdstuk 4** stelt de **derde vraag** aan de orde. De Studiegroep analyseert of is vast te stellen of de ECB zich met zijn opkoopprogramma's niet of onvoldoende richt en gericht heeft op het handhaven van prijsstabiliteit, maar in plaats daarvan andere doelen heeft nagestreefd. Dit wordt immers in de vraag gesuggereerd.

Het andere doel dat de Studiegroep zich in het licht van hoge overheids- en particuliere schulden kan voorstellen is het handhaven van financiële stabiliteit in de eurozone door de rente laag te houden. Het instrument om dat te doen kunnen de opkoopprogramma's zijn.

Omdat feitelijk de inflatie al geruime tijd onder de doelwaarde van de ECB ligt, is er volgens de Studiegroep geen grond voor bovengenoemde suggestie in de derde vraag. De ontwikkeling van de (verwachte) inflatie noopt de ECB immers tot een ruim beleid. Dat dit ook de financiële stabiliteit kan dienen, past binnen het mandaat van de ECB en is als het ware mooi meegenomen. De doelen van het bevorderen van prijsstabiliteit en financiële stabiliteit liggen in elkaars verlengde.

Maar daarmee is de kous niet af. Door te blijven doorgaan met opkoopprogramma's kan de effectiviteit ervan afnemen en kunnen de negatieve bijwerkingen ervan toenemen. Dat zou hun proportionaliteit in gevaar kunnen brengen en daarmee hun inzetbaarheid. Om die conclusie in die omstandigheden te kunnen trekken, is geen wijziging van de verdragsteksten nodig.

Ook is in de toekomst een scenario mogelijk waarin de inflatie gaat toenemen en het nastreven van prijsstabiliteit en financiële stabiliteit onderling strijdig zijn. De ECB kan dan in een spagaat komen tussen beide doelen, maar moet conform het Verdrag betreffende de Werking van de Europese Unie (VWEU) kiezen voor de primaire doelstelling van prijsstabiliteit. Dat zou een financiële en economische crisis kunnen uitlokken en ook de houdbaarheid van de euro in gevaar kunnen brengen. Het beperken of verbieden van QE helpt niet om dit gevaar te beperken; integendeel. Dat vereist het aanpakken van het schuldenprobleem in de eurozone en het is een politieke vraag of en zo ja, hoe dat te doen.

Gelet op de in hoofdstuk 4 bereikte conclusie is **vraag 4** niet opportuun. Wel vond de Studiegroep het gepast om in het licht van de huidige discussie over de mogelijke inzet van het monetaire beleid en zijn instrumenten (inclusief opkoopprogramma's) voor klimaatbeleid en bevordering van duurzaamheid, in **hoofdstuk 5** van het rapport enige aandacht te besteden aan de juridische aspecten daarvan. Een volledige beantwoording van de relevante juridische vragen zou een afzonderlijk rapport vragen.

## Hoofdstuk 2: Gevolgen van het opkoopbeleid van de ECB

### ***Vraag 1 van de opdracht luidt: in kaart te brengen wat de gevolgen zijn van het ruime opkoopbeleid van de ECB***

De ECB heeft enkele jaren geleden besloten staats- en bedrijfsobligaties op te gaan kopen om het monetaire beleid in de eurozone verder te verruimen. In dit hoofdstuk geven we weer wat de bank tot nu toe in dat kader heeft ondernomen en waarom. Daarnaast gaan we, door middel van een literatuuroverzicht, in op de vraag hoe effectief de opkoopprogramma's zijn geweest en welke ongewenste effecten ermee samenhangen. Ook gaan we in op de vraag in hoeverre de opkoopprogramma's juridisch houdbaar zijn, waarbij de nadruk op de zienswijze van het Europese Hof van Justitie ligt.

### De opkoopprogramma's van de ECB

Volgens de ECB zijn opkoopprogramma's nodig<sup>1</sup> om te voldoen aan de primaire doelstelling van prijsstabiliteit, zoals omschreven in artikel 2 van de Statuten van de bank en aangevuld door middel van de definitie van prijsstabiliteit door de bank zelf in 2003, toen de bank zijn strategie aan een evaluatie had onderworpen<sup>2</sup>. De definitie van prijsstabiliteit is sindsdien geformuleerd als een inflatie van dichtbij, maar onder 2% in de eurozone als geheel. De opkoopprogramma's zijn in deze visie nodig omdat het verlagen van de officiële rente tot 0 procent niet het gewenste resultaat had opgeleverd<sup>3</sup>. Daardoor werd een verdere monetaire verruiming nodig. Daarom worden de termen 'opkoopprogramma' en 'kwantitatieve verruiming' (in het Engels: QE, voor 'quantitative easing') als equivalenten gebruikt.

Het opkopen van 'assets' (dat wil zeggen vermogenstitels, zoals obligaties) van banken wordt door de ECB betaald met een verhoging van het bedrag dat commerciële banken hebben op hun rekening bij de centrale bank (de bankreserves). Om de bankreserves te verhogen, maakt het niet uit wát de ECB precies koopt. In reguliere transacties tussen de ECB en commerciële banken is het al lang gebruikelijk dat staatsobligaties het onderpand zijn of gekocht en verkocht worden. Zo is het ook bij het opkoopprogramma. De assets die gekocht worden op de secundaire markt (dus niet direct van de uitgevende overheden) zijn staats- en bedrijfsobligaties van respectievelijk uit de eurolanden.

We merken op dat een neveneffect, maar geen officieel doel, hiervan dus is, dat de betreffende eurolanden en de betreffende bedrijven zich gemakkelijker kunnen financieren. Zij kunnen hun obligaties bij de banken aanbieden, die ervoor betalen en de obligaties doorverkopen aan de ECB. De ECB zorgt indirect dat er vraag naar de obligaties is, hetgeen de rente op de obligaties drukt, en de financieringskosten van de eurolanden verlaagt. Het doel van het opkoopprogramma met betrekking tot obligaties is echter niet bedrijfsvoering

---

<sup>1</sup> <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/app/html/index.en.html>

<sup>2</sup> [https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2003/html/pr030508\\_2.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2003/html/pr030508_2.en.html)

<sup>3</sup> [https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2015/html/sp150310\\_1.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2015/html/sp150310_1.en.html)

of begrotingstekorten te financieren, of de staatsschuldenlast dragelijker te maken, maar zorgen voor een ruimer monetair beleid om via die weg het inflatiedoel, de primaire doelstelling van de ECB, te bereiken.

### Wat is het transmissiemechanisme tussen de opkoopprogramma's en het bereiken van de primaire doelstelling?

Door het op grote schaal opkopen van staats- en bedrijfsobligaties die banken in hun bezit hebben, stijgt de prijs van obligaties. Tevens wordt er nieuw basisgeld geschapen in het bankstelsel.

Prijzen van obligaties en rentes zijn te vergelijken met een wipspeeltoestel: als de één omhoog gaat, gaan de ander omlaag. Als de prijs van een obligatie stijgt, bijvoorbeeld door grootschalige opkopen van de ECB, zakt de rente. Doordat de ECB obligaties van uiteenlopende looptijden opkoopt, dalen de rentestanden over een groot deel van de rentecurve en wordt geld lenen voor overheden, huishoudens en bedrijven goedkoper. Die kunnen op hun beurt meer lenen en uitgeven, investeren of oude schulden terugbetalen.

Hogere consumptie en stijgende investeringen verhogen de economische groei en werkgelegenheid, hetgeen uiteindelijk de jaarlijkse inflatie in de eurozone naar het door de ECB zelf bepaalde streefpercentage van onder, maar dichtbij 2 procent moet brengen. Ook het afbetalen van schulden schept ruimte voor toekomstige groei van bestedingen.

Naast het bovenstaande, zijn er nog drie veronderstelde kanalen waarlangs QE van de ECB verbonden is met het streven de primaire doelstelling te bereiken.

Het eerste kanaal is het *portfolio balance* kanaal. Dat mechanisme houdt in dat opkopen van activa door de centrale bank de prijzen ervan opdrijft. De verkopers gebruiken de opbrengst om te beleggen in meer risicovolle activa (bijvoorbeeld bedrijfsobligaties en staatsobligaties met een langere looptijd), die de centrale bank niet opkoopt, omdat daar rendement te behalen valt. Het stimuleert de vraag naar goederen en diensten ook vanwege de met de rentedaling gepaard gaande vermogenswinsten. Het vermindert ook de rente voor huishoudens en bedrijven, hetgeen de investeringen en consumptie aanjaagt.

Het tweede veronderstelde transmissiekanaal van QE is het wisselkoerskanaal. Door ruim monetair beleid c.q. verwachtingen dat dat beleid ruimer zal worden, kan de waarde van de eigen munt dalen tegenover andere valuta's. De eigen munt wordt namelijk minder aantrekkelijk voor beleggers omdat het rendement (lees, rentes) door het ruime monetaire beleid lager wordt. Waardedaling van de eigen munt maakt de eigen producten goedkoper, uitgedrukt in andere valuta's, waardoor de vraag naar producten vervaardigd in eigen land toeneemt en de export stijgt. Producten die ingevoerd worden, worden door de waardedaling van de eigen munt, duurder (uitgedrukt in lokale valuta). Dat kan voor minder import en meer vraag naar producten uit eigen land leiden. Zowel stijgende export als stijgende productie voor de eigen markt stimuleert de economische groei. Goederen en diensten die ondanks de hogere prijs ingevoerd blijven worden, worden duurder in eigen valuta uitgedrukt, waardoor de inflatie toeneemt.

Het derde kanaal is via het beperken van de renteverschillen tussen de staatsobligaties van de landen in de eurozone. Dergelijke renteverschillen leiden tot een fragmentatie van kapitaalmarkten en een ongelijke doorwerking van het monetaire beleid in de verschillende landen. Dat laatste doet afbreuk aan de effectiviteit van het beleid.

### Tijdelijk opkoopprogramma's van de ECB:

Het QE-beleid van de ECB is gestart in maart 2015, toen de ECB begon met zijn opkoopprogramma (APP, Asset Purchase Programme) door per maand voor netto 60 miljard euro aan staatsobligaties van de eurolanden te kopen die de banken in bezit hadden<sup>5</sup>. 'Netto' betekent hier: de ECB deed in het kader van het opkoopprogramma 60 miljard per maand meer aan uitgaven dan zij ontving in de vorm van rente en aflossingen op de reeds gekochte obligaties.

In april 2016 werd het opkoopprogramma opgevoerd naar 80 miljard euro per maand. Tegelijk begon de ECB vanaf juni 2016 niet alleen staatsobligaties (het Public Sector Purchase Programme, PSPP als onderdeel van het APP), maar ook bedrijfsobligaties op te kopen (het corporate sector purchase programme, CSPP). Het doel veranderde toen van alleen zorgen voor een ruimer monetair beleid in ook mogelijk maken dat de bedrijven zich gemakkelijker konden financieren.<sup>6</sup>

In april 2017 werd het opkoopprogramma weer teruggebracht naar 60 miljard euro per maand. Eind 2017 besloot de bank het opkoopprogramma te halveren, naar 30 miljard euro per maand.

Gedurende de periode oktober-december 2018 bouwde de ECB het opkopen van obligaties af door per maand 15 miljard euro uit te geven.

Vanaf januari 2019 werden alleen de ontvangen gelden (rente en aflossingen over de reeds gekochte obligaties) geherinvesteerd.

Op 12 september 2019 besloot het ECB-bestuur opnieuw te starten met kwantitatieve verruiming á 20 miljard euro per maand. Dat is tot op heden gaande.

De uitbraak van het coronavirus en de gevolgen daarvan voor de economie deden de ECB in maart 2020 besluiten tot en met het einde van 2020 120 miljard euro extra te spenderen aan staats- en bedrijfsobligaties.

In het voorjaar van 2020 besloot de ECB in aanvulling op het bovenstaande en als reactie op de coronapandemie, het tijdelijke Pandemic Emergency Purchasing Programme (PEPP) te lanceren<sup>7</sup>.

---

<sup>5</sup> <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/app/html/index.en.html>

<sup>6</sup> Zie <https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/html/eb201704.en.html#IDofBox2> en ook <https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-research/resbull/2020/html/ecb.rb200128~00e0298211.en.html>

<sup>7</sup> [https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200318\\_1~3949d6f266.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200318_1~3949d6f266.en.html)



In eerste instantie zou de bank voor in totaal 750 miljard euro staats- en bedrijfsobligaties opkopen met de PEPP-faciliteit. In juni 2020 besloot het bestuur dat bedrag op te voeren tot 1.350 miljard euro, te besteden tot minstens juni 2021. De rente en aflossingen die de bank krijgt op de in het kader van het PEPP-programma gekochte schuldbewijzen, zullen tot minstens eind 2022 geheinvesteerd worden in staats- en bedrijfsobligaties uit de eurozone. In december 2020 verhoogde de ECB het totale PEPP-bedrag nog eens, met 500 miljard euro, tot 1.850 miljard euro en verlengde de bank de duur van het programma tot minstens eind maart 2022. De herinvesteringen zullen tot minstens eind 2023 doorgaan.

### De effectiviteit van de opkoopprogramma's: een literatuuroverzicht

De ECB beschouwt zijn opkoopprogramma's als succesvol, hoewel de jaarlijkse inflatie in de eurozone sinds de aanvang van de programma's niet opgelopen is naar onder, maar dichtbij 2 procent. Het beleid is een succes volgens de ECB omdat onderzoek van de bank heeft uitgewezen dat de inflatie in de eurozone tussen 2015 en 2019 één derde tot de helft lager zou zijn geweest zonder de opkoopprogramma's. Het reële bruto binnenlands product (bbp) in de eurozone was volgens ECB-schattingen zonder opkoopprogramma's 2,5 tot 3 procent lager geweest in 2019 en er zouden ruim 2 miljoen banen minder zijn geweest<sup>8</sup>. De maatregelen van de ECB 'have ensured that the borrowing costs of businesses and households in the euro area have fallen considerably over recent years, and more strongly than would have been expected solely on the basis of the reduction in key interest rates. Favourable financing conditions have, in turn, stimulated demand for loans and thus supported investment and job creation', aldus Isabel Schnabel, een bestuurslid van de bank in een toespraak.<sup>9</sup>

Onderzoekers van de bank stellen dat het opkoopbeleid "has proved to be an adaptable and effective instrument to ease monetary and financial conditions, foster economic recovery, counteract disinflationary pressures and anchor inflation expectations, thereby supporting a sustained adjustment in the path of inflation towards price stability."<sup>10</sup>

Sprekend over het PEPP-programma tijdens de persconferentie na afloop van de bestuursvergadering op 10 september 2020, zei Christine Lagarde, president van de ECB, dat "when we look at the impact of programme like the Pandemic Emergency Purchase Programme has had, we can only acknowledge the fact that it has been efficient and it has been effective. Whether you look at the sovereign yields across the euro area, whether you look at all indicators of fragmentation, you can-and we can-and we certainly did take stock of the fact that it has worked in relation to both stabilisation of financing conditions and in respect of the risk of fragmentation. The PEPP announcement already in March, and its recalibration later on in June have successfully stalled the tightening in financial conditions and contributed to easing the overall monetary policy stance."<sup>11</sup>

---

<sup>8</sup> [https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2020/html/ecb.sp200211\\_1~b439a2f4a0.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2020/html/ecb.sp200211_1~b439a2f4a0.en.html)

<sup>9</sup> [https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2020/html/ecb.sp200211\\_1~b439a2f4a0.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2020/html/ecb.sp200211_1~b439a2f4a0.en.html)

<sup>10</sup> Taking stock of the Eurosystem's asset purchase programme after the end of net asset purchases, Economic Bulletin, March 2019

<sup>11</sup> <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2020/html/ecb.is200910~5c43e3a591.en.html>

Beckman et al (2020) geven een overzicht van de onderzoeken naar de effectiviteit van de opkoopprogramma's van de ECB op de groei en inflatie gedaan door academici en concluderen dat opkoopprogramma's effectief zijn in tijden van hoge financiële stress, ofwel op het hoogtepunt van een crisis, maar dat hun effectiviteit metertijd afneemt. Het effect is vooral te zien in de lagere langetermijnrentes. Het effect op de economische groei is niet sterk en vooral zichtbaar in de kwetsbare eurolanden. De resultaten van verschillende onderzoeken laten geen eenduidig beeld achter. Het effect op zowel de groei als de inflatie valt in de bandbreedte tussen ca. 0,2 en 1,5 procentpunt.<sup>12</sup>

Elbourne, Ji en Duijndam (2018) komen tot de conclusie dat er enig zwak bewijs bestaat voor de stelling dat ruim onconventioneel monetair beleid de economische groei verhoogt. Het effect op de inflatie in de eurozone is volgens hen economisch insignificant.<sup>13</sup>

Fabo, Jančoková, Kempf en Pástor (2020) hebben een vergelijking gemaakt tussen de schattingen van de effecten van de opkoopprogramma's van de centrale banken wereldwijd van onderzoekers in dienst van de centrale banken en die uit de academische wereld. Zij concluderen dat onderzoekers werkzaam bij de centrale banken grotere en significante effecten op zowel de groei als de inflatie melden dan academische onderzoekers.<sup>14</sup>

#### De ongewenste economische bijeffecten van de opkoopprogramma's: een literatuuroverzicht

Het verkleinen van de verschillen (spreads) tussen de rentes in verschillende eurolanden kan de bereidheid van de regeringen in de eurozone om structurele hervormingen door te voeren en overheidsfinanciën te verbeteren, verkleinen. Een ander potentieel ongewenst bijeffect van de opkoopprogramma's is dat de ECB in de toekomst in een situatie terecht kan komen waarin ze het opkopen zou moeten staken en/of de rente verhogen maar dat niet kan doen uit vrees voor financiële instabiliteit en verliezen.<sup>15</sup>

Acharya et al (2019)<sup>16</sup> wijzen op de toename van het aantal zombie-bedrijven als gevolg van het zeer ruime monetaire beleid. De stijging van het aantal zombie-bedrijven gaat gepaard met een daling van het aantal faillissementen, lagere investeringen en productiviteit en een toename van de kosten. Dat op zijn beurt beïnvloedt de economische groei op middellange en lange termijn op een negatieve wijze.<sup>17</sup>

Acharya et al (2019b) stellen ook dat de toename van het aantal zombie-bedrijven niet alleen de stijging van de productiviteit verlaagt maar daarnaast ook een stijging van de overcapaciteit als gevolg kan hebben. In combinatie met het argument, dat kwantitatieve verruiming door de ECB voor zoveel onzekerheid gezorgd kan hebben dat gezinnen meer zijn gaan sparen (uit de cijfers van Eurostat blijkt inderdaad dat de spaarquote behoorlijk

---

<sup>12</sup> [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2020/652741/IPOL\\_IDA\(2020\)652741\\_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2020/652741/IPOL_IDA(2020)652741_EN.pdf)

<sup>13</sup> <https://www.cpb.nl/sites/default/files/omnidownload/cpb-discussion-paper-371-the-effects-of-unconventional-monetary-policy-in-the-euro-area.pdf>

<sup>14</sup> <https://www.nber.org/papers/w27849>

<sup>15</sup> [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2020/652741/IPOL\\_IDA\(2020\)652741\\_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2020/652741/IPOL_IDA(2020)652741_EN.pdf)

<sup>16</sup> [http://pages.stern.nyu.edu/~sternfin/vacharya/public\\_html/pdfs/ACEEInflation.pdf](http://pages.stern.nyu.edu/~sternfin/vacharya/public_html/pdfs/ACEEInflation.pdf)

<sup>17</sup> Zie ook <https://oecdoscope.blog/2017/12/06/zombie-firms-and-weak-productivity-what-role-for-policy/>

gestegen is<sup>18</sup>), kunnen de opkoopprogramma's als gevolg hebben dat er eerder neerwaartse dan opwaartse druk op de inflatie ontstaat.

Zeepebelvorming op de aandelenmarkten in de eurozone wordt in de hand gewerkt door kwantitatieve verruiming van de ECB, concluderen Hudepohl, Van Lamoen en De Vette (2019). Zij hebben gekeken naar de ontwikkeling van de aandelenkoersen in tien eurolanden in relatie tot macro-economische fundamentele factoren in elk land en kwantitatieve verruiming van de ECB. Zij laten zien dat periodes van uitbundigheid op de markten samenvallen met periodes van kwantitatieve verruiming door de ECB, zelfs nadat gecorrigeerd wordt voor de verbeterde macro-economische fundamentele factoren.<sup>19</sup> Voorts kan het opkopen van obligaties op grote schaal en gedurende een lange periode tot moreel risico leiden, zowel bij de overheden als financiële instellingen.<sup>20</sup> Van moreel risico is sprake wanneer iemand zich risicovoller gedraagt omdat de financiële gevolgen ervan voor een ander zijn. In het bovenstaande geval zouden de banken meer risico's nemen als ze zouden weten dat mocht dat verkeerd uitpakken, de ECB of de overheden hen zouden redden.

QE-beleid kan de winstgevendheid van banken via verschillende kanalen beïnvloeden<sup>21 22 23</sup>. Door het opkopen van obligaties, worden de prijzen ervan hoger. Aangezien banken doorgaans veel obligaties in bezit hebben, maakt dat de balansen van de banken sterker. Anderzijds zorgt het QE-beleid ervoor dat het verschil tussen lange en korte rentes daalt. Omdat banken vaak kort geld aantrekken (bijvoorbeeld spaargeld) om langer lopende kredieten te verlenen (bijvoorbeeld hypotheek), betekent dat dat de winstmarge lager wordt. Daartegenover staat dat de totale winst voor banken ook bij lagere marges kan stijgen dankzij de zogenoemde TLTRO-leningen (zie hoofdstuk 3), waarbij de banken meer geld toe krijgen van de ECB als ze geld lenen bij de centrale bank dan ze moeten betalen als ze een deposito bij de ECB aanhouden. In zoverre dat QE-beleid de economische vooruitzichten verbetert, zorgt het voor meer kredietaanvragen en daalt het aandeel van oninbare leningen<sup>24</sup>. Om het effect op de winst van de banken in de eurozone als gevolg van de negatieve rente op deposito's bij de ECB te beperken, stelt de ECB een deel van de door banken bij hem aangehouden deposito's vrij van de negatieve rente. De genoemde effecten kunnen de winstgevendheid per saldo zowel verhogen als verlagen.

Een ander effect van de opkoopprogramma's van de ECB kan zijn dat dat beleid de ongelijkheid in de maatschappij vergroot. De redenering is dat opkoopprogramma's vooral de prijzen van vermogenstitels hebben verhoogd. Omdat de verdeling van het bezit van activaprijzen scheef is, profiteren de rijken bovengemiddeld van het ECB-beleid en nemen de

---

<sup>18</sup> [https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Quarterly\\_sector\\_accounts\\_-\\_households](https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Quarterly_sector_accounts_-_households)

<sup>19</sup> [https://www.dnb.nl/binaries/Working%20paper%20No.%20660\\_tcm46-386407.pdf](https://www.dnb.nl/binaries/Working%20paper%20No.%20660_tcm46-386407.pdf)

<sup>20</sup> Zie bijvoorbeeld <https://www.cpb.nl/sites/default/files/omnidownload/cpb-discussion-paper-372-effects-of-unconventional-monetary-policy-on-european-corporate-credit.pdf>

<sup>21</sup> <http://www.guntramwolff.net/wp-content/uploads/2016/12/pc-20-16-4.pdf>

<sup>22</sup> <https://www.bundesbank.de/en/publications/research/discussion-papers/the-effects-of-the-eurosystem-s-app-on-euro-area-bank-lending-letting-different-data-speak-803122>

<sup>23</sup> <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2356~4a9ccc29af.en.pdf>

<sup>24</sup> Zie ook bijvoorbeeld <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2377~b930c6de4c.en.pdf>

verschillen in vermogen toe door dat beleid, zoals bijvoorbeeld Horvath (2017) laat zien<sup>25</sup>. Onderzoek van de ECB wijst daarentegen uit dat het QE-beleid zowel de inkomens- als vermogensongelijkheid in de eurozone verminderd heeft. De inkomensongelijkheid is voornamelijk verlaagd omdat de werkloosheid vooral sterk is gedaald voor de bevolkingsgroep met lage lonen. De vermogensongelijkheid is licht afgenomen waarbij het effect met name via een gunstig effect op de onroerend goed prijzen is gelopen<sup>26</sup>; anders dan bij aandelen en obligaties is woningbezit zo verdeeld dat ook de middenklasse profiteert van huizenprijsstijgingen.

### Zijn de opkoopprogramma's juridisch houdbaar?

Met betrekking tot de juridische houdbaarheid van de opkoopprogramma's en met name het PSPP, staat een aantal vragen centraal:

- Komt het opkopen van staatsobligaties juridisch gezien in aanmerking als monetair beleid dat gericht is op de vervulling van de taakstelling van het Eurosysteem?
- Is het opkopen van staatsobligaties een van de monetaire beleidsinstrumenten van de ECB?
- Is het opkoopprogramma proportioneel?
- Is het opkopen van staatsobligaties verenigbaar met het Europese verbod op monetaire financiering?

Terwijl deze vragen in de juridische vakliteratuur nog weleens uiteenlopend beantwoord worden, kan in het kader van een beknopte uiteenzetting in dit deel alleen maar kort worden ingegaan op de belangrijkste juridische bezwaren met betrekking tot het EU recht en de zienswijze van het Hof van Justitie van de Europese Unie (hierna: HvJ). In hoeverre het opkopen van staatsobligaties als een 'kerntaak' van het ESCB en de ECB kan worden beschouwd, komt in hoofdstuk 4 aan de orde.

De Europese Unie is exclusief bevoegd het monetaire beleid voor de eurozone lidstaten te voeren<sup>27</sup>. Het monetaire beleid voor de euro lidstaten is in handen van het Eurosysteem, bestaande uit de ECB en de nationale centrale banken van de euro lidstaten. Hoofddoel is het handhaven van prijsstabiliteit, zoals gekwantificeerd door de ECB zelf.<sup>28</sup> Een secundaire taakstelling is het ondersteunen van het algemene economische beleid in de Unie teneinde bij te dragen aan de verwezenlijking van de algemene doelstellingen van de Unie.<sup>29</sup> Deze secundaire taakstelling is ondergeschikt aan het hoofddoel.

De vraag of het opkopen van staatsobligaties juridisch gezien als monetair beleid kan worden beschouwd dat niet in strijd is met het verbod op monetaire financiering is uitgebreid aan de orde gekomen in twee bekende arresten van het HvJ:<sup>30</sup>

- het *Gauweiler* arrest uit juni 2015: betreffende de omstreden aankondiging van de ECB in 2012 van het opstarten van rechtstreekse monetaire transacties van het Eurosysteem in de secundaire markten voor overheidsobligaties (het OMT-besluit), en

<sup>25</sup> Zie 'The side effects of unconventional monetary policy', een rapport geschreven voor het ECON-comité van het Europees Parlement als voorbereiding voor de Monetaire Dialogen met de ECB

<sup>26</sup> <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2190.en.pdf?d933a66744dec8c0e1e2ea8ca5c4ea68>

<sup>27</sup> Art. 3, lid 1 c) VWEU.

<sup>28</sup> Art. 127 lid 1 VWEU en Artikel 2 van de Statuten van het ESCB en van de ECB.

<sup>29</sup> Met betrekking tot de secundaire doelstelling zie ook de hoofdstukken 4 en 5.

<sup>30</sup> Zaak C-64/14, *Gauweiler*, ECLI:EU:C:2015:400; Zaak C-493/17, *Weiss et al.*, ECLI:EU:C:2018:1000.

- het *Weiss* arrest uit december 2018: betreffende het ECB besluit over het programma voor de aankoop van door de publieke sector uitgegeven schuldbewijzen op secundaire markten (public sector asset purchase programme / PSPP).

Voor details over en kritische reflectie op deze arresten kan worden verwezen naar de diverse annotaties en wetenschappelijke artikelen die hierover in de tussentijd zijn verschenen.<sup>31</sup> Hier worden alleen enkele hoofdlijnen weergegeven die ook voor de juridische beoordeling van het continueren van het PSPP van belang kunnen worden geacht.

Beslissend voor de vraag of een maatregel als monetaire beleid in aanmerking komt zijn volgens het HvJ twee aspecten:

- de doelstelling van de getroffen maatregel zoals vastgesteld door de ECB moet aannemelijk gericht zijn op het verwezenlijken van de primaire monetaire doelstelling van het Eurosysteem, dat wil zeggen prijsstabiliteit;
- de instrumenten (middelen) die worden ingezet om die doelstellingen te verwezenlijken, waarbij de ECB gebruik moet maken van de hem door de Verdragen ter beschikking gestelde instrumenten.<sup>32</sup>

Wat betreft het PSPP komt het HvJ in het *Weiss* arrest tot de conclusie dat het in Besluit 2015/774 vermelde doel (het leveren van een bijdrage om de inflatie op middellange termijn weer dichtbij de 2 % te brengen), aannemelijk is.<sup>33</sup> Volgens de Europese rechters kan dit doel namelijk worden "... vastgeknoopt aan het hoofddoel van het monetaire beleid van de Unie, zoals dat voortvloeit uit artikel 127, lid 1, en artikel 282, lid 2, VWEU."<sup>34</sup>

Wat betreft de vraag of het opkopen van staatsobligaties tot het instrumentarium behoort dat de ECB ter beschikking heeft, heeft het HvJ al in het *Gauweiler* arrest benadrukt:

"... dat de ECB en de nationale centrale banken, teneinde de uit het primair recht voortvloeiende doelstellingen van het ESCB te kunnen verwezenlijken en de in dat recht vastgestelde taken ervan te kunnen vervullen, in beginsel in de financiële markten mogen opereren door onvoorwaardelijke aan- en verkopen van in euro luidend verhandelbaar papier."<sup>35</sup>

Met andere woorden, het opkopen van staatsobligaties is een van diverse open markttransacties die onder artikel 18.1. Statuten ESCB en ECB vallen en die het Eurosysteem ter verwezenlijking van zijn doelstellingen en taken mag verrichten.<sup>36</sup> Het is derhalve ook

<sup>31</sup> Een overzicht van de relevante literatuur is te vinden op < <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=CELEX%3A62014CJ0062> > en < <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=CELEX:62017CJ0493> >.

<sup>32</sup> Zie met name art. 18.1. Statuten ESCB en ECB.

<sup>33</sup> Zie overweging nr. 4 van Besluit (EU) 2015/774 van de Europese Centrale Bank van 4 maart 2015 inzake een overheidsprogramma voor aankoop van activa op secundaire markten (ECB/2015/10), [2015] PB L 121/20, en overweging nr. 6 van het actuele Besluit (EU) 2020/188 van de Europese Centrale Bank van 3 februari 2020 inzake een programma voor de aankoop van door de publieke sector uitgegeven schuldbewijzen op secundaire markten (ECB/2020/9), [2020] PB L 398/12.

<sup>34</sup> Zaak C-493/17, *Weiss et al.*, Arrest, para. 57.

<sup>35</sup> Zaak C-64/14, *Gauweiler*, arrest, para. 54.

<sup>36</sup> Daarnaast is de Raad van bestuur van de ECB overeenkomstig art. 20 Statuten ESCB en ECB bevoegd om met een twee derde meerderheid te besluiten over de inzet van andere dan in artikelen 18 en 19 Statuten ESCB en ECB expliciet genoemde instrumenten die passend worden geacht voor het bereiken van de primaire en secundaire doelen van het beleid.

weinig verassend dat het HvJ ook in het *Weiss* arrest met betrekking tot het PSPP heeft geconcludeerd dat de ECB bij de aankoop van staatsobligaties "... gebruikgemaakt heeft van een van de in het primaire recht vastgestelde instrumenten van monetair beleid".<sup>37</sup>

Critici hebben erop gewezen dat de ECB met behulp van het opkopen van staatsobligaties lidstaten te hulp schiet die zich anders nauwelijks nog op de financiële markten kunnen herfinancieren en dat de ECB daarom in feite economisch beleid in plaats van monetair beleid uitvoert (zie ook hoofdstuk 4). Hiertoe is de ECB niet bevoegd. Deze argumentatie is door het HvJ terzijde geschoven. Het feit dat een opkoopprogramma "... door het beginsel en de modaliteiten ervan, zowel invloed kan hebben op de balans van de commerciële banken als op de financiering van de lidstaten die onder dit programma vallen, en dat dergelijke gevolgen eventueel kunnen worden nagestreefd met maatregelen die onder het economische beleid vallen..." doet volgens de Europese rechters geen afbreuk aan diens karakter als monetair beleid.

Eenzijds hebben de Europese rechters geconstateerd dat de auteurs van de EU Verdragen zelf "... geen volstrekte scheiding tussen het economische en het monetaire beleid hebben willen doorvoeren".<sup>38</sup> Anderzijds heeft het HvJ diverse keren benadrukt, dat een maatregel die gericht is op een monetaire doelstelling (zoals het handhaven van prijsstabiliteit) niet alleen daardoor verandert in een maatregel van economisch beleid omdat zij indirecte economische effecten kan hebben die ook in het kader van het economische beleid kunnen worden nagestreefd, zoals het bijdragen aan de stabiliteit van de eurozone.<sup>39</sup> In het *Weiss* arrest concludeert het HvJ hierover:<sup>40</sup>

"... het voeren van het monetaire beleid impliceert dat voortdurend invloed wordt uitgeoefend op de rentevoeten en op de voorwaarden voor herfinanciering van de banken, hetgeen noodzakelijkerwijs gevolgen heeft voor de voorwaarden voor financiering van de overheidsschuld van de lidstaten".

In de ogen van de Europese rechters kan de versoepeling in de eurozone van de monetaire en financiële voorwaarden met als doel het opdrijven van de inflatie "... impliceren dat wordt ingewerkt op de rentevoeten van de overheidsobligaties".<sup>41</sup>

Het feit dat het opkopen van staatsobligaties in beginsel als monetair beleid kan worden bestempeld betekent echter nog niet dat de door de ECB concreet getroffen maatregel ook rechtmatig is. Het HvJ heeft namelijk benadrukt dat maatregelen die de ECB neemt ten uitvoerlegging van het monetaire beleid, en dus ook een opkoopprogramma zoals het PSPP, proportioneel moeten zijn.<sup>42</sup>

---

<sup>37</sup> Zaak C-493/17, *Weiss et al.*, Arrest, para. 69.

<sup>38</sup> *Ibid*, para. 60.

<sup>39</sup> *Ibid*, para 61 met verwijzing naar *Gauweiler* en zaak C-370/12 *Pringle*.

<sup>40</sup> *Ibid*, para. 64.

<sup>41</sup> *Ibid*, para. 66.

<sup>42</sup> Zaak C-493/17, *Weiss et al.*, Arrest, para. 71, o.a. onder verwijzing naar de zaak C-64/14, *Gauweiler*.

Het proportionaliteitsbeginsel is op alle instellingen van de EU van toepassing en bevat over het algemeen drie elementen:<sup>43</sup>

- De maatregel (bijvoorbeeld een opkoopprogramma) is geschikt om het beoogde doel (bijv. prijsstabiliteit onder maar in de buurt van 2%) te bereiken;
- De maatregel is ook noodzakelijk om het beoogde doel te bereiken; er is geen minder ingrijpende alternatieve maatregel denkbaar;
- De maatregel is gepast/redelijk doordat het beoogde doel niet buiten verhouding staat met de ernst van de (mogelijke) gevolgen van de maatregel (proportionaliteit *stricto sensu*).

Met betrekking tot het monetaire beleid van de ECB heeft het HvJ benadrukt dat waar technische keuzes en complexe prognoses en afwegingen moeten worden gemaakt, zoals bij het uitwerken en uitvoeren van een opkoopprogramma, de ECB over een “ruime beoordelingsbevoegdheid” beschikt.<sup>44</sup> Wel moeten procedurele waarborgen in acht worden genomen. Te denken valt hier vooral aan het zorgvuldig en onpartijdig onderzoeken van alle voor een besluit relevante gegevens en de toereikende motivering van een besluit.

Over het algemeen stelt het HvJ zich terughoudend op wat betreft de rechterlijke toetsing van monetair beleid. De Europese rechters zien vooral toe op het in acht nemen door de ECB van de grenzen van zijn beoordelingsmarges en de afwezigheid van kennelijke beoordelingsfouten door de ECB. Na een analyse van de randvoorwaarden van het opkoopprogramma, zoals neergelegd in het PSPP-besluit, de economische omstandigheden waarin dit besluit is genomen, en informatie over de door de ECB gemaakte economische analyse, is het HvJ tot de conclusie gekomen dat de ECB met het opkoopprogramma niet in strijd met het proportionaliteitsbeginsel heeft gehandeld. Ook hebben de Europese rechters bij de ECB geen kennelijke beoordelingsfouten kunnen constateren.

Deze enigszins beperkte rechterlijke controle door het HvJ in het *Weiss* arrest heeft tot aanzienlijke spanningen geleid met het Duitse Constitutionele Hof (*Bundesverfassungsgericht*). Het Duitse Hof had het opkoopprogramma juist in strijd met het EU recht maar ook met de Duitse grondwet (*Grundgesetz*) geacht en derhalve een prejudiciële vraag over de verenigbaarheid van deze maatregel met het EU recht aan het HvJ voorgelegd.<sup>45</sup> Het was dan ook weinig verrassend dat de zienswijze van het HvJ met betrekking tot de verenigbaarheid van het PSPP met het EU recht niet werd gedeeld door de Duitse rechters.<sup>46</sup>

In plaats van het arrest van het HvJ overeenkomstig geldend EU recht te volgen heeft het BVerfG in het hoofdgeding in een spraakmakend arrest in mei 2020 geconcludeerd dat zowel het PSPP-besluit van de ECB als ook het arrest van het HvJ waarmee dit besluit

---

<sup>43</sup> Zie algemeen art. 5 VEU en Protocol (nr. 2) betreffende de toepassing van het subsidiariteits- en het evenredigheidsbeginsel gehecht aan de Verdragen. Zie bijv. R.H. van Ooik, 'Evenredigheid in het EU-recht', *RegelMaat* 2013-3, p. 166-182.

<sup>44</sup> Zaak C-493/17, *Weiss et al.*, Arrest, para. 73.

<sup>45</sup> BVerfG, Order of the Second Senate of 18 July 2017 - 2 BvR 859/15 -, paras. 1-137.

<sup>46</sup> *Weiss*, judgment of 5 May 2020, 2 BvR 859/15, available in English at: [https://www.bundesverfassungsgericht.de/e/rs20200505\\_2bvr085915en.html](https://www.bundesverfassungsgericht.de/e/rs20200505_2bvr085915en.html) >. Voor een niet-technische reflectie, zie Amtenbrink, Fabian (2020), 'Het Duits Grondwettelijk Hof legt bom onder het monetaire beleid van de ECB én onder de voorrang van het Europese recht', < <https://www.eur.nl/nieuws/het-duits-grondwettelijk-hof-legt-bom-onder-het-monetaire-beleid-van-de-ecb-en-onder-de-voorrang-van> >.



Europeesrechtelijk werd goedgekeurd als ultra vires handelingen moeten worden bestempeld.<sup>47</sup> De juridische consequenties van een dergelijke kwalificatie voor de toepassing van het EU recht in de Duitse rechtsorde zijn niet mals. Dit houdt namelijk in dat Duitse overheidsinstellingen in principe niet langer mogen meewerken aan de tenuitvoerlegging van de desbetreffende Europese (wetgevings-)handeling.<sup>48</sup> Met andere woorden, de nationale centrale bank van de grootste economie in de eurozone (Deutsche Bundesbank) zou in het kader van het Eurosysteem niet langer mogen deelnemen aan het opkoopprogramma.

De Duitse rechters hadden vooral kritiek op de toepassing van de proportionaliteitstoets door zowel de ECB als ook het HvJ. Anders dan het HvJ eist het *Bundesverfassungsgericht* dat in het kader van de toepassing van het proportionaliteitsbeginsel de monetaire beleidsdoelstelling van het opkoopprogramma en de economische beleidseffecten daarvan, worden geïdentificeerd en tegen elkaar worden afgewogen.<sup>49</sup> Een dergelijke afweging heeft volgens de Duitse rechters betrekking op de vraag of er in het kader van het opkoopprogramma überhaupt sprake is van het uitoefenen van monetair beleid (in plaats van economisch beleid).<sup>50</sup>

De Deutsche Bundesbank werd niet met onmiddellijke ingang verboden om in het kader van het Eurosysteem te blijven deelnemen aan het opkoopprogramma. In plaats daarvan werd de ECB impliciet een termijn gesteld waarbinnen ze vooralsnog “op begrijpelijke en onderbouwde wijze aantoonde dat de door de ECB nagestreefde monetaire beleidsdoelstelling niet onevenredig is aan de economische en budgettaire beleidseffecten die uit het programma voortvloeien”. Verder werden de Duitse federale regering (*Bundesregierung*) en het federale parlement (*Bundestag*) opgeroepen om toe te zien op de inachtneming van deze standaard.<sup>51</sup>

Inmiddels hebben zowel de Duitse federale regering als ook het Duitse federale parlement officieel laten weten dat zij van mening zijn dat de door de ECB geleverde documentatie voldoet aan de door het Duitse Hof opgestelde criteria voor de proportionaliteitstoets. Gelet op het feit dat de procedure bij het *Bundesverfassungsgericht* is beëindigd, zou de vraag of Duitslands hoogste rechters het hiermee eens zijn alleen maar in het kader van een nieuwe procedure kunnen worden beantwoord.

---

<sup>47</sup> Er is sprake van ultra vires als een maatregel van een EU instelling volgens het BVerfG buiten de bevoegdheden valt die door de Duitse wetgever aan de EU zijn overgedragen. Dit zou bijvoorbeeld het geval zijn als de ECB een economische beleidsmaatregel afkondigt, omdat economisch beleid in principe een nationale competentie is.

<sup>48</sup> Voor details met betrekking tot de ultra vires doctrine van het *Bundesverfassungsgericht* en diens redenering in Weiss, zie Amtenbrink, Fabian, and Repasi, René (2020), ‘The German Federal Constitutional Court’s Decision in Weiss: A Contextual Analysis’, 45 E.L. Rev. 6, December, pp. 757-779.

<sup>49</sup> Amtenbrink and Repasi, *ibid.*

<sup>50</sup> Het BVerfG gebruikt de evenredigheidstoets dus in het kader van de afbakening van bevoegdheden in plaats van het beoordelen van de evenredigheid van een concrete maatregel. Kritisch hierover zijn: F. Amtenbrink and R. Repasi, ‘The German Federal Constitutional Court’s Decision in Weiss: A Contextual Analysis’, (2020) *E.L. Rev.*, p. 757-779.

<sup>51</sup> Eigen vertaling. Zie Weiss, judgment of 5 May 2020, 2 BvR 859/15, randnummer 235.



Voor de goede orde kan hier nog worden vermeld dat het HvJ zelf het door het *Bundesverfassungsgericht* ingenomen standpunt met name wat betreft het niet opvolgen van zijn arrest heeft afgekeurd. Het heeft vooral gewezen op het belang van de uniforme toepassing van het EU recht en het exclusieve recht van het HvJ om EU recht te interpreteren en handelingen van de EU nietig te verklaren.<sup>52</sup> Er is momenteel dus sprake van een open conflict tussen het HvJ en de hoogste rechterlijke instantie van een van de belangrijkste lidstaten van de eurozone.

ECB Besluit (EU) 2020/188, de actuele rechtsgrondslag voor het PSPP, bevat geen expliciete einddatum. In plaats daarvan kan worden gesteld dat de ECB de looptijd van het programma koppelt aan de verwachte prijsontwikkelingen en de risico's die hieruit voortvloeien voor het bereiken van de primaire doelstelling van de ECB. In overweging No. 6 van dit Besluit wordt hierover vermeld:

“Het PSPP, als onderdeel van de programma's voor de aankoop van schuldbewijzen die samen het APP vormen, is een proportionele maatregel om met verwachte prijsontwikkelingen verband houdende risico's te matigen, aangezien deze programma's minder strenge monetaire en financiële voorwaarden zullen bewerkstelligen, waaronder de leningsvoorwaarden voor niet-financiële vennootschappen en huishoudens in het eurozone. Hierdoor worden de geaggregeerde consumptie en investeringsuitgaven in het eurogebied ondersteund en wordt er uiteindelijk bijgedragen tot **een terugkeer van de inflatiepercentages naar een niveau van net onder, maar dichtbij, 2 % op de middellange termijn**. In een klimaat waarin de basisrentetarieven van de ECB zich dicht tegen de ondergrens bevinden, is het noodzakelijk om in de monetaire beleidsmaatregelen van het Eurosysteem programma's voor de aankoop van schuldbewijzen op te nemen, aangezien dit instrumenten zijn die potentieel een sterke doorwerking naar de reële economie bewerkstelligen.”

Gelet op het feit dat Besluit (EU) 2020/188 een soortgelijke doelstelling heeft en op een soortgelijke redenering berust is het in de huidige economische omstandigheden aannemelijk dat het HvJ naar aanleiding van zijn *Weiss* arrest het opkoopprogramma ook nu nog als een proportionele monetaire beleidsmaatregel zou kwalificeren. Dit zou pas anders kunnen zijn, als:

- Er niet langer sprake is van een economisch klimaat waarin de basisrentetarieven zich dicht tegen de ondergrens bevinden en het inflatieniveau in de eurozone verder onder het nagestreefde niveau blijft en er ook geen andere – evenzeer overtuigende – economische redenen voor in de plaats zijn gekomen, en/of
- Het aankoopprogramma niet langer als proportioneel kan worden beschouwd.

Het opkoopprogramma moet tijdens zijn gehele looptijd proportioneel blijven. Het moet dus geschikt blijven om de beoogde legitieme doelstellingen (het bereiken van de nagestreefde inflatiepercentages) te verwezenlijken en niet verder gaan dan wat daarvoor noodzakelijk is. Daarnaast houdt de proportionaliteit *stricto sensu* in dat het met het opkoopprogramma beoogde doel ook in toekomst niet buiten verhouding staat met de ernst van de mogelijke (gevolgen) van deze maatregel.

---

<sup>52</sup> Court of Justice of the European Union, 'Press release following the judgment of the German Constitutional Court of 5 May 2020', Press release No 58/20.

Het is mogelijk dat in de toekomst het oordeel over de proportionaliteit van de opkoopprogramma's verandert. Naarmate de rente verder daalt, neemt het positieve effect op de inflatie af. Op een gegeven moment wordt de zogenoemde omkeerrente ("reversal rate") bereikt.<sup>53</sup> Dit is het renteniveau waarop verdere renteverlaging de inflatie doet dalen in plaats van stijgen. Daarmee is het beleid niet langer proportioneel volgens de eerste toets. Maar zelfs als de "omkeerrente" nog niet is bereikt, kan de proportionaliteit conform de tweede en derde toets in het geding komen. De effectiviteit van verdere renteverlaging neemt immers af naarmate de rente lager wordt. Bovendien is het aannemelijk dat de negatieve bijwerkingen van de opkoopprogramma's toenemen naarmate ze langer worden volgehouden.

Uiteindelijk kan dit in toekomst alleen door het HvJ zelf in het kader van een nieuwe zaak worden bepaald. Mede gelet op het besluit van de ECB voor het instellen van een tijdelijk pandemie-noodaankoopprogramma in het licht van COVID-19 is het zeker niet uitgesloten dat het onconventionele beleid van de ECB opnieuw het onderwerp van een zaak bij het *Bundesverfassungsgericht* en vervolgens het HvJ wordt.<sup>54</sup>

Wat betreft de vraag of het opkopen van staatsobligaties verenigbaar is met het verbod op monetaire financiering geldt volgens de rechtspraak van het HvJ:

- Verboden is het *rechtstreekse* kopen (primaire markt) door de ECB of nationale centrale banken van schuldbewijzen van lidstaten (Art. 123, lid 1 VWEU);
- Verboden is ook het kopen van schuldbewijzen op de secundaire markt, mits de aankoopvoorwaarden zodanig zijn dat de aankopen op de secundaire markt hetzelfde effect zouden geven als een rechtstreekse aankoop.

In het *Weiss* arrest heeft het HvJ benadrukt dat artikel 123, lid 1 VWEU:

"...elke financiële bijstand van het ESCB aan een lidstaat verbiedt, zonder evenwel in het algemeen de mogelijkheid uit te sluiten dat het ESCB van de schuldeisers van een dergelijke staat effecten koopt die deze staat eerder heeft uitgegeven".<sup>55</sup>

Met andere woorden artikel 123, lid 1 VWEU verbiedt alleen het opkopen van staatsobligaties op de primaire markt. Hiervan is in het kader van de opkoopprogramma's echter geen sprake. Staatsobligaties worden door de ECB en de nationale centrale banken van de lidstaten van de eurozone immers niet rechtstreeks bij de nationale overheden aangekocht. Dit gebeurt slechts indirect, op de secundaire markt.

Aan de aankoop op de secundaire markt heeft het HvJ aanvullende eisen gesteld. Doel is om te voorkomen dat de ECB het verbod op monetaire financiering – al dan niet opzettelijk – omzeilt:

- De voorwaarden die van toepassing zijn op het aankopen van staatsobligaties mogen in de praktijk niet hetzelfde effect opleveren als een rechtstreekse aankoop van obligaties bij de overheden;

---

<sup>53</sup> Zie: Brunnermeier, M. and K.Y. Koby (2018), "The Reversal Interest Rate", NBER Working Paper, No. 25406, December.

<sup>54</sup> Besluit (EU) 2020/4040 van de Europese Centrale Bank van 24 maart 2020 betreffende een tijdelijk pandemie-noodaankoopprogramma (ECB/202017), (2020) PB L 91/1.

<sup>55</sup> Zaak C-493/17, *Weiss et al.*, Arrest, para. 103, met verwijzing naar de arresten *Pringle* en *Gauweiler*.

- Er moeten voldoende garanties voorhanden zijn dat het doel van het verbod op monetaire financiering, namelijk dat lidstaten een prikkel hebben om een gezond begrotingsbeleid te voeren, niet wordt ondergraven.

Dit betekent dus bijvoorbeeld dat een opkoopprogramma niet zo mag zijn opgezet dat marktdeelnemers op de primaire markt de zekerheid zouden hebben dat het Eurosysteem de obligaties binnen een bepaalde termijn gaat kopen en hierop vervolgens anticiperen.<sup>56</sup>

Het is uiteindelijk aan het HvJ om de maatregelen te toetsen die de ECB neemt om het verbod op monetaire financiering in acht te nemen, aan de hand van de specifieke kenmerken van het betrokken programma en de economische context waarin dit programma wordt vastgesteld en ten uitvoer wordt gelegd.<sup>57</sup> Op basis van een uitgebreide analyse van het PSPP-programma is het HvJ in zijn *Weiss* arrest tot de conclusie gekomen dat er geen sprake is van een inbreuk op dit verbod.<sup>58</sup> Dat zou pas anders worden beoordeeld als de ECB niet langer aan de door het HvJ geformuleerde voorwaarden voor de aankoop op de secundaire obligatiemarkt voldoet. Kortom, de ECB mag geen obligaties op de secundaire markt aankopen "... onder voorwaarden die aan zijn optreden in de praktijk hetzelfde effect zouden geven als een rechtstreekse aankoop van obligaties bij de overheden en de publiekrechtelijke lichamen van de lidstaten".<sup>59</sup>

---

<sup>56</sup> Ibid, paras. 105-107.

<sup>57</sup> Ibid, para. 108.

<sup>58</sup> Ibid, paras. 109-158.

<sup>59</sup> Zaak C-493/17, *Weiss et al.*, Arrest, para. 106, o.a. onder verwijzing naar de zaak C-64/14, *Gauweiler*.

### Hoofdstuk 3: Instrumenten van de ECB

#### ***Vraag 2 van de opdracht luidt: in kaart te brengen welke alternatieve instrumenten de ECB heeft om de doelstellingen van het monetaire beleid te bereiken***

Wat zijn de relevante bepalingen uit de Statuten en het Verdrag?

Artikel 127, lid 1 VWEU en de statuten van het Europees Stelsel van de centrale banken<sup>60</sup> en de Europese Centrale Bank (ECB) (artikel 2), verder de Statuten, bepalen dat het hoofddoel het handhaven van prijsstabiliteit is.<sup>61 62</sup>

Om dat doel te verwezenlijken, beschikt de ECB over een palet aan instrumenten. De Statuten noemen twee van die instrumenten specifiek, namelijk de open markt- en krediettransacties en minimumreserves.<sup>63</sup>

Openmarkttransacties zijn transacties waarmee de ECB zijn financiering verstrekt aan banken om te kunnen voorzien in hun behoefte aan liquiditeit of waarmee hij overtollige liquiditeiten aan het systeem onttrekt. De ECB verstrekt alleen leningen aan commerciële banken tegen onderpand. Onder openmarkttransacties vallen ook transacties waarbij de ECB rechtstreeks schuld papier aan- of verkoopt op de financiële markten<sup>64</sup>.

Er zijn verschillende transacties mogelijk<sup>65</sup>:

Basisherfinancieringstransacties:

De basisherfinancieringstransacties hebben een looptijd van één week. Veilingen hiervoor vinden wekelijks plaats. De basisherfinancieringsoperaties kunnen worden uitgevoerd met volledige of gedeeltelijke toewijzing. Bij een volledige toewijzing worden alle inschrijvingen gehonoreerd. Bij een gedeeltelijke toewijzing kan worden gekozen voor een vaste of variabele rentetender. Is het een vaste rentetender dan betalen alle banken de basisherfinancieringsrente. Is het een variabele rentetender dan krijgen de hoogste bidders – vanaf de minimumbiedrente – als eerste hun liquiditeiten toegewezen totdat het totale door de ECB te verstrekken bedrag is bereikt. Sinds oktober 2008 worden deze herfinancieringsoperaties met volledige toewijzing en vaste rente uitgevoerd.<sup>66</sup>

---

<sup>60</sup> Het ESCB is de naam voor de nationale centrale banken van de lidstaten en de Europese Centrale Bank samen.

<sup>61</sup> Daarnaast bepaalt artikel 2: “onverminderd het doel van prijsstabiliteit ondersteunt het ESCB het algemene economische beleid in de Gemeenschap teneinde bij te dragen aan de verwezenlijking van de in artikel 2 van het Verdrag omschreven doelstellingen van de Gemeenschap. Het ESCB handelt in overeenstemming met het beginsel van een open markteconomie met vrije mededinging, waarbij een doelmatige allocatie van middelen wordt bevorderd, en met inachtneming van de beginselen die zijn neergelegd in artikel 4 van het Verdrag.” Omdat de vragen die aanleiding gaven tot het opstellen van dit rapport zich richtten op het hoofddoel, ligt de focus op dat deel van artikel 2.

<sup>62</sup> [https://www.ecb.europa.eu/ecb/pdf/orga/escbstatutes\\_nl.pdf?648cedb07c9a974e3f60d4190eb85df6](https://www.ecb.europa.eu/ecb/pdf/orga/escbstatutes_nl.pdf?648cedb07c9a974e3f60d4190eb85df6)

<sup>63</sup> In artikel 18 respectievelijk artikel 19 van de Statuten.

<sup>64</sup> Merk op dat aan- en verkopen van schuld papier door de ECB op zichzelf niet uitzonderlijk zijn. Het is alleen dat de mate waarin de ECB dat doet in het kader van QE-beleid anders is.

<sup>65</sup> Zie ook <https://www.dnb.nl/rente-en-inflatie/operaties-tarieven-onderpand/beleidsinstrumenten/index.jsp>

<sup>66</sup> <https://www.ecb.europa.eu/mopo/decisions/html/index.en.html>

Langer lopende herfinancieringstransacties:

Met de langer lopende herfinancieringstransacties kunnen banken maandelijks liquiditeiten verkrijgen voor een periode van in principe drie maanden. Daarnaast zijn de afgelopen jaren op tijdelijke basis ook herfinancieringsoperaties uitgevoerd, met langere looptijden tot maximaal vier jaar.

Fine-tuning transacties:

Deze transacties geven de ECB de mogelijkheid om snel en effectief in te spelen op een onvoorziene toename of afname van liquiditeiten op de geldmarkt, die kunnen leiden tot ongewenste veranderingen van de rente.

Structurele transacties:

Deze transacties kunnen worden uitgevoerd om de structurele liquiditeitspositie van de kredietinstellingen in de eurozone te beïnvloeden.

Voort beschikt de ECB over twee permanente faciliteiten die in normale omstandigheden (dat wil zeggen als de eerdergenoemde basisherfinancieringsoperaties met gedeeltelijke toewijzing en tegen een variabele rente worden uitgevoerd) de geldmarktrente in een bandbreedte houden. Die faciliteiten geven de banken de gelegenheid op eigen initiatief kortlopende leningen (met een looptijd van één nacht) op te nemen (de marginale beleningsfaciliteit) of juist overtollige liquiditeiten op een rekening te zetten (depositofaciliteit).

Marginale beleningsfaciliteit:

De marginale beleningsfaciliteit biedt de mogelijkheid extra liquiditeiten tegen onderpand te verkrijgen aan kredietinstellingen die niet in hun liquiditeitsbehoefte kunnen voorzien op de geldmarkt. Het gaat hier om kredieten met een looptijd tot de volgende ochtend (overnight). De rente die hiervoor wordt betaald, is de zogenoemde marginale beleningsrente. Deze marginale beleningsrente ligt altijd boven de vaste rente voor herfinancieringsoperaties. De marginale beleningsrente geeft daarmee de bovengrens van de geldmarktrente aan.

Depositofaciliteit:

De depositofaciliteit biedt kredietinstellingen de mogelijkheid om overtollige liquiditeiten tot de volgende ochtend op deposito te zetten bij een van de nationale centrale banken. De rente die wordt gerekend over de aangehouden deposito's is in principe de depositorente. In 2019 is echter besloten een deel van deze deposito's vrij te stellen van de (negatieve) depositorente. De depositorente ligt altijd onder de vaste rente voor herfinancieringsoperaties. Deze rente geeft daarmee de ondergrens van de geldmarktrente aan.

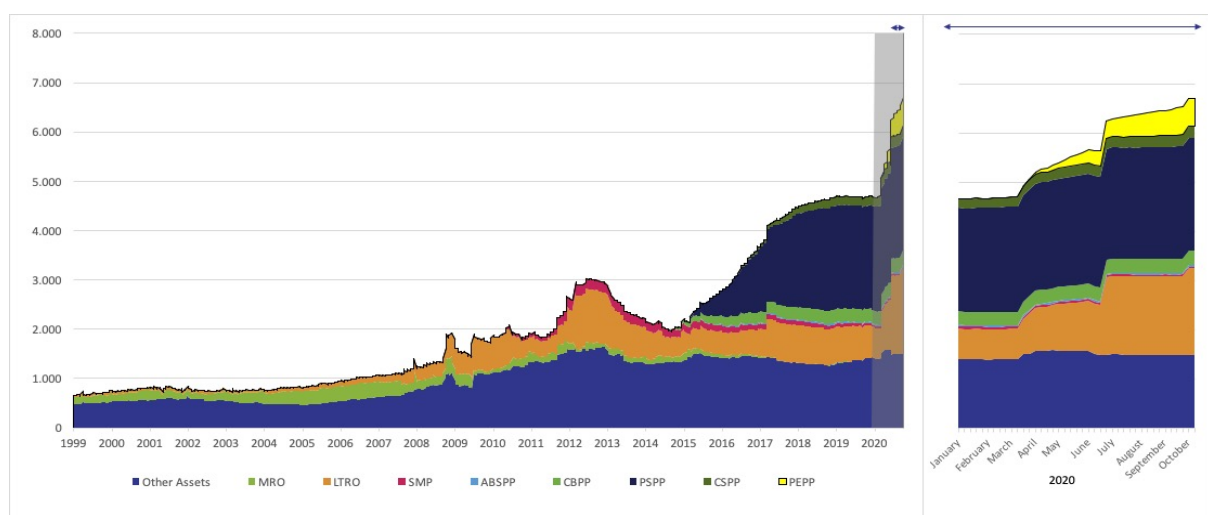
De ECB kan daarnaast eisen dat de banken uit de lidstaten op rekeningen bij de ECB en nationale centrale banken bepaalde minimumreserves aanhouden. Kredietinstellingen in het eurozone zijn verplicht gemiddeld een bepaalde hoeveelheid geld, de zogenoemde minimumreserves, aan te houden bij hun nationale centrale bank. Indien een bank daar niet aan voldoet, kan de ECB een boeterente heffen en andere sancties opleggen.

Artikel 20 van de Statuten is een soort paraplubepaling dat de ECB, naast open markt- en krediettransacties en minimumreserves, zijn gereedschapskist kan uitbreiden met andere, door de bank passend geachte, instrumenten, mits een twee derde meerderheid van de ECB bestuursraad ermee instemt. Als enige beperking die de Statuten opleggen kan artikel 2 worden gezien, dat bepaalt dat de ECB handelt in overeenstemming met het beginsel van een open markteconomie met vrije mededinging.

### Welke instrumenten zijn tot nu toe ingezet?

De ECB heeft tot nu toe ruim gebruik gemaakt van de mogelijkheden die de Statuten, met name de artikelen 18 en 20, bieden.<sup>67</sup> Sinds de Grote Financiële Crisis (GFC) heeft de bank niet alleen meerdere opkoopprogramma's, zoals beschreven in het voorgaande hoofdstuk, gelanceerd, maar ook instrumenten zoals Targeted Long Term Refinancing Operations (TLTROs) veelvuldig gebruikt. Daarbij betalen de commerciële banken uit de eurozone een lagere rente als ze geld lenen bij de ECB, mits ze hun particuliere kredietverlening op peil houden. Die rente is inmiddels negatief, hetgeen betekent dat commerciële banken geld toe krijgen van de ECB als ze een lening opnemen bij de centrale bank, onder de voorwaarde dat zij hun particuliere kredietverlening op peil houden.

De gevolgen van de inzet van verschillende instrumenten voor de omvang van de balans van de ECB zijn weergegeven in onderstaande grafiek.



Source: Bruegel based on Bloomberg.

<sup>67</sup> Merk op dat hier een validatieprobleem kan ontstaan aangezien voor andere dan in de artikelen 18 en 19 genoemde instrumenten een twee derde meerderheid in het ECB-bestuur nodig is, maar de volledige notulen van de bank pas na 30 jaar worden gepubliceerd.

Sinds de zomer van 2013 heeft de bank daarnaast veelvuldig gebruik gemaakt van een nieuw instrument, genaamd forward guidance<sup>68</sup>.

Daarbij verstrekt de bank informatie over zijn plannen voor toekomstig monetair beleid, afhankelijk van de vooruitzichten voor de inflatieontwikkeling in de eurozone. Hieronder is in een schema weergegeven hoe dat instrument het gewenste effect kan hebben<sup>69</sup>:



De centrale bank uit zich in het openbaar over haar toekomstige monetairbeleidsvoornemens, bijvoorbeeld door aan te geven dat de basisrentetarieven in de toekomst waarschijnlijk laag zullen blijven.



Hierdoor zijn commerciële banken waarschijnlijk eerder geneigd voor langlopende leningen een laag rentetarief vast te stellen. De reden hiervoor is dat zij weten dat zij zo nodig tegen een lage rente geld van de centrale bank kunnen lenen – daarom kunnen ze gerust zelf een lage rente van hun klanten verlangen.



Dit betekent vervolgens dat bedrijven goedkoper kunnen lenen en dat particulieren beter in staat zijn belangrijke aankopen (zoals die van onroerend goed) te doen. 'Forward guidance' kan derhalve helpen investeringen en bestedingen te bevorderen, en dus de economische groei te stimuleren, waardoor de inflatie op een niveau wordt gebracht dat aansluit bij prijsstabiliteit.

<sup>68</sup> <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2013/html/is130704.en.html>

<sup>69</sup> Zie ook [https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me/html/what-is-forward\\_guidance.nl.html](https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me/html/what-is-forward_guidance.nl.html)

### Zijn opkoopprogramma's nodig met het oog op het bereiken van de primaire doelstelling?

Hierbij gaat het in feite om de tweede proportionaliteitstoets (zie hoofdstuk 2): kan de ECB met inzet van andere instrumenten dan de opkoopprogramma's prijsstabiliteit met minder kosten bereiken?

De ECB slaagt er al een fors aantal jaren niet in om prijsstabiliteit te bewerkstelligen. Dat is aanleiding geweest om de monetaire strategie te evalueren, waarbij ook naar de instrumenten wordt gekeken. Het lijkt echter onwaarschijnlijk dat daaruit instrumenten naar voren zullen komen die de opkoopprogramma's niet langer proportioneel zullen maken, omdat er hetzelfde mee kan worden bereikt, maar tegen lagere kosten. De reden daarvoor is dat er geen andere instrumenten zijn dan de opkoopprogramma's die de fragmentatie van de financiële markten in de eurozone kunnen beperken en daarmee kunnen zorgen voor de gelijke doorwerking van het monetaire beleid in de verschillende landen van de eurozone.

In het bestaande instrumentarium zou nog kunnen worden gedacht aan het OMT ("Open Market Transactions"). Dit instrument is door de ECB in 2012 ontworpen na de "whatever it takes" toespraak van de toenmalige president van de ECB Mario Draghi. Het OMT maakt het mogelijk dat de ECB zo nodig onbeperkt kortlopende overheidsobligaties van een land opkoopt, in een situatie waarin de rente van dat land relatief sterk stijgt. Dat land moet dan wel een aanpassingsprogramma met het ESM (Europees Stabiliteitsmechanisme) afspreken. Het OMT is nog niet ingezet. Het is een instrument voor een grote crisis, een uiterste middel, en daarmee niet inzetbaar voor monetair beleid in normalere omstandigheden, zoals de opkoopprogramma's.



## Hoofdstuk 4: Kerntaken van de ECB en toekomstscenario's voor QE

***Vraag 3 van de opdracht luidt: in kaart te brengen wat de gevolgen zijn van een verdrachtsrechtelijk mandaat waarbij de ECB zich meer op zijn kerntaken concentreert en minder of geen mogelijkheden heeft om bijvoorbeeld obligaties op te kopen***

De vraagstelling suggereert dat de ECB zich op het moment onvoldoende of niet op zijn kerntaken concentreert door QE-beleid te voeren. Dit roept allereerst de vraag op wat als 'kerntaken' van het Europese Stelsel van Centrale Banken (ESCB) en van de ECB kan worden gekenmerkt.

Vanuit juridisch oogpunt kan allereerst worden opgemerkt dat het begrip 'kerntaak' noch in het Verdrag betreffende de Europese Unie (VEU) noch in het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie (VWEU) in de context van het ESCB en de ECB wordt gebruikt. Hetzelfde geldt ook voor de Statuten van het Europees Stelsel van Centrale Banken en van de Europese Centrale Bank (Statuten ESCB en ECB).<sup>73</sup> In alle gevallen wordt alleen generiek het begrip 'taken' gebruikt. Het is echter wel mogelijk om met behulp van een grammaticale en systematische interpretatie van de bovengenoemde bronnen te bepalen wat als kerntaak of kerntaken kan worden aangewezen.

Het hoofddoel van het Eurosysteem is neergelegd in artikel 127, lid 1 VWEU (artikel 2 Statuten ESCB en ECB): "het handhaven van prijsstabiliteit". Daarnaast stelt deze bepaling dat het ESCB het algemene economische beleid in de Unie ondersteunt, voor zover dit niet in strijd is met het handhaven van prijsstabiliteit, om een bijdrage te leveren aan het behalen van de doelstellingen van de in artikel 3 VEU omschreven doelstellingen van de EU. Artikel 3 VEU somt diverse uiteenlopende doelstellingen op die maar voor een deel kunnen worden gerelateerd aan monetair beleid, zoals "... de duurzame ontwikkeling van Europa, op basis van een evenwichtige economische groei en van prijsstabiliteit, een sociale markteconomie met een groot concurrentievermogen die gericht is op volledige werkgelegenheid en sociale vooruitgang..."(artikel 3, lid 3 VEU).

In tegenstelling tot bijvoorbeeld het duale mandaat van het Federal Reserve System (Fed) in de VS voor prijsstabiliteit en maximale duurzame werkgelegenheid,<sup>74</sup> heeft het monetaire beleid in de eurozone dus maar één primaire doelstelling. Het kan derhalve worden gesteld dat van de diverse in artikel 127, lid 2 VWEU (artikel 3.1. Statuten ESCB en ECB) genoemde taken "het bepalen en ten uitvoer leggen van het monetair beleid van de Unie" (Artikel 127,

---

<sup>73</sup> Protocol (Nr. 4) betreffende de Statuten van het Europees Stelsel van Centrale Banken en van de Europese Centrale Bank), gehecht aan het VEU en aan het VWEU.

<sup>74</sup> Artikel 2A van de Federal Reserve Act, 12 USC 225a. As added by act of November 16, 1977 (91 Stat. 1387) and amended by acts of October 27, 1978 (92 Stat. 1897); Aug. 23, 1988 (102 Stat. 1375); and Dec. 27, 2000 (114 Stat. 3028).

lid 2, eerste streepje VWEU) met als hoofddoel het handhaven van prijsstabiliteit als *kerntaak* van het Eurosysteem<sup>75</sup> kan worden aangewezen. Gelet op de bewoording van artikel 127, lid 1 VWEU is het daarnaast verdedigbaar dat ook het ondersteunen van het algemene economische beleid in de Unie als onderdeel van het monetaire beleid van de Unie als een kerntaak wordt beschouwd, die echter alleen dan mag worden uitgeoefend als deze niet in strijd is met het hoofddoel 'prijsstabiliteit'.

De andere in artikel 127, lid 2 VWEU genoemde taken, zoals het verrichten van valutamarktoperaties, het aanhouden en beheren van de officiële externe reserves van de lidstaten, het bevorderen van een goede werking van het betalingsverkeer, maar ook het adviseren van de Europese wetgevingsorganen, zijn overige taken van het ESCB die overigens grotendeels wel nauw verband houden met de kerntaak van het ESCB.

Daarnaast draagt het ESCB overeenkomstig artikel 127, lid 5 VWEU ook bij tot een goede beleidsvoering van de bevoegde autoriteiten ten aanzien van het bedrijfseconomisch toezicht op kredietinstellingen en de stabiliteit van het financiële stelsel, waarbij lid 6 van dezelfde bepaling de Raad van de EU de opening biedt om met behulp van een bijzondere wetgevingsprocedure bij verordening specifieke taken op dit terrein op te dragen aan de ECB. Van deze bevoegdheid in het Verdrag is gebruik gemaakt door Verordening 1024/2013. Dit heeft geresulteerd in de oprichting van het Gemeenschappelijke Toezichtmechanisme (Single Supervisory Mechanism / SSM).<sup>76</sup>

Artikel 127, lid 1, laatste zin VWEU stelt dat het ESCB in overeenstemming met het beginsel van een open-markteconomie met vrije mededinging moet handelen, waarbij een doelmatige allocatie van middelen wordt bevorderd, en ook de beginselen die zijn neergelegd in artikel 119 VWEU worden in acht genomen. Artikel 119, lid 3 VWEU noemt als grondbeginselen "stabiele prijzen, gezonde overheidsfinanciën en monetaire condities en een houdbare betalingsbalans." Artikel 127, lid 1, laatste zin VWEU i.v.m. artikel 119, lid 3 VWEU roept geen zelfstandige doelstelling of (hoofd-)taak in het leven, maar geeft wel aan welke beginselen het ESCB en dus ook de ECB in acht dient te nemen in al zijn handelingen.

Gelet op de bovengenoemde definitie van het begrip 'kerntaak', interpreteert de Studiegroep de veronderstelling vervat in vraag 3 zo dat de ECB zijn monetair beleid met het inzetten van QE niet of onvoldoende heeft gericht op het handhaven van prijsstabiliteit zoals gedefinieerd door de ECB, maar in plaats daarvan andere doelen heeft nagestreefd en nastreeft.

De Studiegroep vermoedt dat de vraagstellers voor ogen hebben dat de opkoopprogramma's van de ECB vooral zijn gericht op het behouden van financiële stabiliteit in de eurozone. Dit tegen de achtergrond van de hoge overheids- en particuliere schulden in een groot aantal landen in de eurozone. Die situatie bestond al voor de coronacrisis, maar is sindsdien verergerd. Bij stijging van de rente kan bij de hoge schuldenniveaus de houdbaarheid ervan al snel in het geding komen, met potentieel

---

<sup>75</sup> Zie artikel 282, lid 1 VWEU: de ECB en de nationale centrale banken van de euro lidstaten.

<sup>76</sup> Verordening (EU) nr. 1024/2013 van de Raad van 15 oktober 2013 waarbij aan de Europese Centrale Bank specifieke taken worden opgedragen betreffende het beleid inzake het bedrijfseconomische toezicht op kredietinstellingen, (2013) OJ L 287/63.

ernstige gevolgen voor financiële stabiliteit in de eurozone (en daarbuiten) en de houdbaarheid van de euro. Hogere rentes zouden ook Nederlandse huishoudens, die hypotheekschulden hebben die internationaal gezien gemiddeld uitzonderlijk hoog zijn, op termijn in problemen kunnen brengen.

Tegen die achtergrond is het voor te stellen dat de buitenwereld het vermoeden heeft dat het laag houden van de rente over de gehele rentetermijncurve cruciaal is voor schuldhoudbaarheid en het handhaven van financiële stabiliteit en daarom hoge prioriteit heeft bij de ECB. Het instrument om de rente over de gehele rentetermijncurve laag te houden, is het opkopen van overheidsobligaties en eventueel ook andere activa.

### Richt de ECB zich niet (voldoende) op het nastreven van prijsstabiliteit?

De opkoopprogramma's zijn ingezet als een vorm van expansief monetair beleid nadat het conventionele middel, te weten de officiële rente, naar 0 procent werd verlaagd, waardoor het beleid via die weg nog ruimer maken nagenoeg onmogelijk werd. In hoofdstuk 2 is uiteengezet hoe dat wordt geacht te werken.

De veronderstelling dat de ECB zich met QE vooral richt op het handhaven van financiële stabiliteit, kan niet voetstoots als waar worden aangenomen. De ECB geeft in zijn uitingen over het QE-programma, zoals eerder betoogd, aan dat dit programma in dienst staat van het nastreven van prijsstabiliteit.

Ten eerste worden de vanwege QE lagere rentes geacht een opwaartse prijsdruk te veroorzaken, en daardoor de inflatiedoelstelling dichterbij te brengen. Ten tweede moet QE zorgen voor een soepele transmissie van het monetaire beleid, vooral in crisistijden, door het voorkomen dat renteversillen tussen landen (spreads) te ver uit elkaar gaan lopen en als gevolg daarvan het monetair beleid een verschillende werking heeft in verschillende landen.

Betoogd kan ook worden dat QE-beleid de economische groei ondersteunt en zo bijdraagt aan de secundaire doelstelling van de bank. De jaarlijkse inflatie in de eurozone bevindt zich al enige tijd echter voortdurend beneden het door de ECB nagestreefde doel van dichtbij, maar onder 2%. Dat doel is door de ECB nader gekwantificeerd als 1,7%, 1,8% of 1,9%<sup>77</sup>. De ECB blijft in deze visie dus de secundaire doelen nastreven, terwijl het niet lukt de inflatie genoeg te doen toenemen. Dit is toegestaan, indien het nastreven van secundaire doelen niet strijdig is met het primaire doel van prijsstabiliteit. Dit is volgens de uitingen van de ECB zoals hierboven aangehaald inderdaad niet het geval; QE zou in deze visie zowel het primaire als de secundaire doelen dienen.

Er bestaat dus een argument voor de ECB een stimulerend monetair beleid te voeren en als onderdeel daarvan QE in te zetten. Dat dit ook bijdraagt aan en misschien zelfs noodzakelijk is voor het handhaven van financiële stabiliteit lijkt alleen maar mooi meegenomen. In de huidige situatie is er geen grond voor de aanname dat de ECB zich niet (voldoende) richt op

---

<sup>77</sup> Zie onder meer <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2020/html/ecb.sp200930~169abb1202.en.html>

zijn primaire doel, omdat hij zich vooral richt op financiële stabiliteit. Beide doelen liggen immers op dit moment in elkaars verlengde. Maar hiermee is de kous niet af.

### Toekomstscenario's: de ECB in een spagaat?

De vraag is of in de toekomst een situatie zou kunnen ontstaan waarin het bewaren van financiële stabiliteit en het streven naar prijsstabiliteit zoals thans gedefinieerd door de bank, wél met elkaar op gespannen voet komen te staan.

De toekomst is fundamenteel onzeker. Het is bijvoorbeeld onbekend hoe hard de economie structureel wordt geraakt en beïnvloedt door de coronacrisis. In hoeverre komt het proces van globalisering verder onder druk? Wordt industriepolitiek weer populair? Zo ja, gaat het doorschieten naar protectionisme? Welke geopolitieke veranderingen spelen een rol en welke gevolgen hebben ze voor de economische ontwikkeling? Hoe gaat de vergroening van de economie lopen? En verdere digitalisering? Brexit? Vele van dit soort vragen kunnen worden gesteld. En dat zijn dan nog de "known unknowns". Ook in de toekomst zullen we weer verrast worden door gebeurtenissen met grote blijvende invloed die we niet hebben voorzien en ons voordat ze gebeuren niet voldoende konden voorstellen, de "unknown unknowns" of "black swans"<sup>78</sup>

Vanwege het bestaan van fundamentele onzekerheid, dient beleid te worden voorbereid door te denken in termen van scenario's. Aan afzonderlijke scenario's kunnen op objectieve gronden geen kwantitatieve waarschijnlijkheden worden toegekend. Betrouwbaar voorspellen van langere-termijn economische ontwikkelingen is onmogelijk. Scenario's worden gekozen op basis van hun plausibiliteit. Vaststellen of een scenario plausibel (dat wil zeggen: mogelijk) is, bevat altijd een (inter)subjectief element, altijd een element van (inter)subjectieve oordeelsvorming ("judgment"). Scenario's zijn dus mogelijk geachte ontwikkelingen in de toekomst.

Een scenario is dat de jaarlijkse inflatie nog lang te laag blijft ten opzichte van het streefpercentage van de ECB. Een meerderheid van de monetaire economen gaat uit van dit scenario voor de komende jaren<sup>79</sup>, net als beleggers op de financiële markten. Uit de hoogte van de langetermijnrentes blijkt bijvoorbeeld dat de markten geen hoge(re) inflatie verwachten.

In het scenario waarin de inflatie laag blijft en de ECB er niet in slaagt voor prijsstabiliteit te zorgen, zou QE door kunnen blijven gaan.<sup>80</sup> Zoals eerder vastgesteld is dat in zo'n omgeving te verdedigen. Er is dus geen aanleiding om te bezien hoe via eventuele wijzigingen in de Europese verdragen de opkoopprogramma's in dat geval eventueel zouden kunnen worden beperkt of gestopt.

---

<sup>78</sup> De terminologie rond "unknowns" wordt toegeschreven aan voormalig minister van defensie in de Verenigde Staten Donald Rumsfeld. Voor de term en een analyse van black swans, zie Taleb, N.N. (2007), *The Black Swan*, Random House, New York.

<sup>79</sup>

[https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb\\_surveys/survey\\_of\\_professional\\_forecasters/html/table\\_hist\\_hicp.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/survey_of_professional_forecasters/html/table_hist_hicp.en.html)

<sup>80</sup> Merk op dat het de facto verhogen van de inflatiedoelstelling in het kader van de herziening van de strategie, ertoe kan leiden dat QE langer gevoerd kan blijven worden ook als de inflatie zou stijgen de komende jaren.

Maar zoals eerder opgemerkt, kunnen zich op een gegeven moment opnieuw vragen voordoen over de proportionaliteit van de opkoopprogramma's, vanwege het steeds dichterbij komen van of bereiken van de omkeerreente en/of het in omvang toenemen van de negatieve bijwerking van deze programma's. Indien op enig moment zou worden geconcludeerd dat QE niet langer proportioneel is, moet het stoppen. Daarvoor hoeft geen verdragswijziging te worden aangebracht.

Overigens zou de veronderstelling dat dit scenario tot in lengte van jaren actueel is, inhouden dat de ECB al die jaren zijn doelstelling niet haalt. Er wordt met andere woorden verondersteld dat de ECB permanent ineffectief is.

Een ander mogelijk scenario is dat de jaarlijkse inflatie hoger en te hoog zou worden, gezien de definitie van prijsstabiliteit. Een dergelijk scenario wordt uitgebreid beschreven en onderbouwd in een recent boek van Goodhart en Pradhan (2020)<sup>81</sup>. Zij betogen en documenteren dat de dalende en lage inflatie van de laatste decennia vooral het gevolg was van globalisering (ontwikkeling opkomende economieën, integratie van voormalig communistisch Europa in de wereldeconomie), toenemende participatie van vrouwen op de arbeidsmarkt en een hoge spaargeneigdheid als gevolg van de komende vergrijzing. Ze voeren aan dat de komende dertig jaar anders zullen zijn dan de afgelopen dertig jaar, met hogere inflatie als gevolg. Een kantelpunt zou door de coronacrisis naar hun mening dichterbij zijn gekomen. Zoals al gezegd, deze mening wordt niet gedeeld door het merendeel van de economen en analisten, en door de markten. Maar het is een mogelijk scenario.

De Amerikaanse centrale bank (Fed) heeft onlangs besloten dat hij een symmetrische inflatiedoelstelling heeft<sup>82</sup>. Dat betekent dat wanneer de inflatie een aantal jaren beneden de doelstellingswaarde heeft gelegen, dat gecompenseerd mag worden met een aantal jaren waarin de inflatie boven de doelstelling ligt. De ECB is bezig met een evaluatie van zijn monetaire-beleidsstrategie. De resultaten daarvan worden medio 2021 verwacht. De ECB heeft inmiddels wel duidelijk gemaakt dat hij ook neigt naar een symmetrische inflatiedoelstelling<sup>83</sup>. Verder benadrukt de ECB voortdurend dat de rente nog lang laag zal blijven.

Om deze twee redenen is op de markten de verwachting ontstaan dat de ECB-rente voorlopig niet verhoogd zal worden. Een scenario waarin de ECB de inflatie (vanwege de symmetrische doelstelling) laat oplopen boven de doelstellingswaarde en dan niet kan terugbrengen naar het gewenste niveau zonder forse renteverhogingen, is denkbaar. Tegelijkertijd is het plausibel dat op afzienbare termijn overheidsschulden hoog zullen blijven. De begrotingsregels zoals verankerd in het VWEU, zijn opgeschort en er heerst de brede overtuiging (ook in de politiek, inclusief de Nederlandse) dat de hoogte van de overheidsschuld geen belangrijke beperking is voor het te voeren beleid, althans veel minder

---

<sup>81</sup> 'The Great Demographic Reversal. Ageing Societies, Waning Inequality and an Inflation Revival'.

<sup>82</sup> <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/review-of-monetary-policy-strategy-tools-and-communications.htm>

<sup>83</sup> Zie bijvoorbeeld <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2020/html/ecb.sp200930~169abb1202.en.html>

belangrijk dan tot voor kort werd gedacht<sup>84</sup>. Kortom, een scenario waarin de doelstellingen voor prijsstabiliteit en financiële stabiliteit met elkaar in strijd komen, is mogelijk. Met de hoge (en stijgende) overheids- en particuliere schulden in de eurozone, zou de ECB in dat geval in een spagaat komen te staan: met het oog op de primaire taak zou de bank conform zijn mandaat de rente moeten verhogen om de inflatie te beteugelen. Tegelijkertijd zou hij daarmee de financiële stabiliteit in gevaar kunnen brengen en in het uiterste geval ook de houdbaarheid van de euro. De ECB bevindt zich dan tussen een “rock and a hard place”.

De ECB zelf kan het probleem van een mogelijk scenario waarin de doelstellingen voor prijsstabiliteit en financiële stabiliteit strijdig zijn, niet oplossen. Hij is afhankelijk van de politiek en van ander dan monetair beleid, bijvoorbeeld beleid ten aanzien van het afbouwen van overheidsschulden en particuliere schulden. Dat zou de kans dat de ECB op termijn in een spagaat kan komen, verkleinen. Aan de afbouw van schulden hangt echter ook het gevaar dat de economische groei in eerste instantie eronder lijdt. Bovendien is het terugbrengen van schulden ook in andere opzichten niet kosteloos. Schokbestendigheid heeft een prijs. De beleidsvraag is: wat is de gewenste mate van schokbestendigheid, gegeven de kosten van het tot stand brengen ervan?

Het antwoord op die vraag kan niet door de Studiegroep worden gegeven omdat dit een politieke afweging vereist. Bij de beantwoording ervan zijn politieke voorkeuren met betrekking tot het gewenste niveau van schokbestendigheid van de economie medebepalend.

Als de keuze zou zijn de huidige situatie niet op zijn beloop te laten, is het in het kader van het mandaat van de Studiegroep, aangewezen te bezien of en hoe (Verdragsrechtelijke) wijzigingen met betrekking tot de mogelijke inzet van instrumenten door de ECB, met name het opkopen van obligaties, behulpzaam kunnen zijn.

De kern van het vraagstuk is dat financiële stabiliteit en de houdbaarheid van de euro in het geding kunnen komen bij een hogere rente dan de huidige, indien tegelijk de inflatie op zou lopen. Het nu verbieden van of minder mogelijk maken van het opkopen van obligaties door de ECB, zou contraproductief zijn. De ECB zou dan zijn greep verliezen op de renteversillen tussen overheidsobligaties van de verschillende landen en daarmee een schuldencrisis en twijfel over de houdbaarheid van de euro kunnen uitlokken.

De vierde vraag uit de opdracht aan de Studiegroep luidt: *In kaart te brengen wat de gevolgen zijn van een verdragsrechtelijk mandaat waarbij de ECB zich meer op zijn kerntaken concentreert en minder of geen mogelijkheden heeft om bijvoorbeeld obligaties op te kopen.*

Gelet op de analyse in dit hoofdstuk is deze vraag niet opportuun. Ook in het kader van de evaluatie van de strategie door de ECB, speelt wel een andere juridische vraag die ook betrekking heeft op de rol van QE. Dat is de vraag welke bijdrage het monetaire beleid kan leveren aan het bestrijden van klimaatverandering en een duurzame economische

---

<sup>84</sup> Zie bijvoorbeeld een enquête van de ESB : <https://fd.nl/economie-politiek/1356572/nederlandse-economen-overheidsschuld-kan-gerust-verdubbelen>

ontwikkeling. Het leek de Studiegroep nuttig een aanzet te geven tot de analyse van die vraag vanuit juridisch perspectief. Dat gebeurt in het navolgende slothoofdstuk.

## Hoofdstuk 5: Enige juridische aspecten van mogelijke vergroening van het monetaire beleid

Onder ander naar aanleiding van de door de Verenigde Naties geformuleerde doelstellingen inzake duurzame ontwikkeling en de prioriteiten van de EU met betrekking tot de Europese Green Deal rijst al geruime tijd de vraag welke bijdrage het monetaire beleid aan het bestrijden van klimaatverandering kan leveren. De Europese Green Deal is als een routekaart omschreven “... om de economie van de EU duurzaam te maken”, waarbij wordt gesteld dat dit alleen kansrijk is “... als we op alle beleidsdomeinen de klimaat- en milieuproblemen aangrijpen als een kans om de transitie voor iedereen zo rechtvaardig en inclusief mogelijk te maken.”<sup>85</sup> Het is derhalve weinig verbazingwekkend dat (Europese) beleidsmakers<sup>86</sup> en onder andere ook centrale banken, zoals de ECB, DNB, en Deutsche Bundesbank, hardop nadenken over hun rol in dit opzicht.<sup>87</sup> Ook in het kader van de lopende herziening van de monetaire beleidsstrategie van de ECB wordt het aspect van de (milieu-)duurzaamheid als een belangrijk aspect van de evaluatie van het beleid genoemd.<sup>88</sup>

Een gedetailleerde uiteenzetting van de diverse juridische en economische aspecten van de vergroening van financiële markten en van het monetair beleid (met name wat betreft de beleidsinstrumenten van de ECB) zou naar de mening van de Studiegroep het onderwerp van een afzonderlijke studie moeten zijn. In het kader van deze studie worden alleen enkele juridische hoofdlijnen met betrekking tot de integratie van duurzaamheidsdoelen in het monetaire beleid van de ECB geschetst.

Met betrekking tot een vergroening van het monetaire beleid van de ECB kunnen in beginsel twee benaderingen worden onderscheiden. In de eerste benadering zijn geen wijzigingen van de huidige EU verdragen (VWEU en het Protocol betreffende de Statuten ESCB en ECB) vereist, terwijl dat in de tweede benadering wel noodzakelijk zou zijn.

---

<sup>85</sup> Zie < [https://ec.europa.eu/info/strategy/priorities-2019-2024/european-green-deal\\_nl](https://ec.europa.eu/info/strategy/priorities-2019-2024/european-green-deal_nl) >

<sup>86</sup> Zie bijvoorbeeld Resolutie van het Europees Parlement van 16 januari 2019 over het jaarverslag 2017 van de Europese Centrale Bank (2018/2101(INI)), randnr. 25: “waarin wordt gesteld dat de ECB “... als EU-instelling gebonden is aan de Overeenkomst van Parijs” en de ECB wordt verzocht “... met volledige inachtneming van haar mandaat, haar onafhankelijkheid en het kader voor risicobeheer, de toegewijdeheid aan de Overeenkomst van Parijs en aan de economische, sociale en governancebeginselen (ESG) in haar beleid te integreren”.

<sup>87</sup> Zie bijvoorbeeld: ‘Breaking the Tragedy of the Horizon – climate change and financial stability’, Speech by Mark Carney, Governor of the Bank of England, 29 September 2015, < <https://www.bankofengland.co.uk/speech/2015/breaking-the-tragedy-of-the-horizon-climate-change-and-financial-stability> >; ‘Never waste a crisis: COVID-19, climate change and monetary policy’, Speech by Isabel Schnabel, Member of the Executive Board of the ECB, at a virtual roundtable on “Sustainable Crisis Responses in Europe” organised by the INSPIRE research network, 17 July 2020, < <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2020/html/ecb.sp200717~1556b0f988.en.html> >; DNBulletin: DNB roept op tot groen herstel uit de coronacrisis, 28 mei 2020, < <https://www.dnb.nl/nieuws/nieuwsoverzicht-en-archief/dnbulletin-2020/dnb388941.jsp> >; Jens Weidmann, ‘Klimawandel und Notenbanken’ Begrüßung bei der 2. Finanzmarkttagung der Deutschen Bundesbank, 29.10.2019, < <https://www.bundesbank.de/de/presse/reden/klimawandel-und-notenbanken-812446> >.

<sup>88</sup> ECB, ‘ECB launches review of its monetary policy strategy’, Press release, 23 January 2020, < <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200123~3b8d9fc08d.en.html> >.



In het eerste scenario wordt gesteld dat de ECB binnen de grenzen van zijn huidige mandaat een vergroening van het monetaire beleid in de eurozone kan verwezenlijken. Gelet op het hoofddoel van de ECB zal dit betekenen dat hij dit doet of in het kader van het handhaven van prijsstabiliteit of, onder inachtneming van dit hoofddoel, in het kader van zijn secundaire taakstelling, waarbij de ECB gebruik kan maken van de hem in de Statuten ter beschikking gestelde beleidsinstrumenten.

Wat betreft het hoofddoel van de ECB is het argument dat ‘vergroening’ van het monetaire beleid indirect bijdraagt aan prijsstabiliteit omdat risico’s die gepaard gaan met klimaatverandering op middellange tot lange termijn dit hoofddoel in gevaar brengen, oftewel:

“climate change is a source of financial (and price) instability: it is likely to generate physical risks related to climate damages, and transition risks related to potentially disordered mitigation strategies”<sup>89</sup>

“climate change, if not addressed swiftly, may affect the economy in ways that pose potentially material risks to price stability in the medium to long term”<sup>90</sup>

Op basis van deze economische visie op de samenhang tussen klimaatontwikkeling en prijsstabiliteit kan worden betoogd dat de ECB nu al verplicht is om binnen zijn monetair beleidsmandaat en bij de toepassing van de instrumenten die hem ter beschikking staan afwegingen met betrekking tot de consequenties van klimaatverandering op de ontwikkeling van prijzen te integreren. Te denken valt hier dan bijvoorbeeld aan de keuze van op te kopen activa en de criteria voor het accepteren van onderpand.<sup>91</sup>

Het is naar de mening van de Studiegroep echter nog maar de vraag of de primaire monetaire doelstelling op zichzelf een *plicht* voor de ECB creëert om in de uitvoering van zijn monetair beleid actief bij te dragen aan de transitie naar een low-carbon economie. Een dergelijke plicht zou echter mogelijk wel als gevolg van de reeds in de hoofdstukken 2 en 4 genoemde secundaire taakstelling van de ECB kunnen worden geconstrueerd. Artikel 127, lid 1, eerste zin, VWEU refereert in dit kader aan “... de verwezenlijking van de in artikel 3 van het Verdrag betreffende de Europese Unie omschreven doelstellingen van de Unie.” Artikel 3, lid 3 VEU stelt dat zich de Unie inzet voor “... de duurzame ontwikkeling van Europa, op basis van [...] een hoog niveau van bescherming en verbetering van de kwaliteit van het milieu.” In dit kader kan ook worden gewezen op Artikel 11 VWEU:<sup>92</sup>

“De eisen inzake milieubescherming moeten worden geïntegreerd in de omschrijving en uitvoering van het beleid en het optreden van de Unie, in het bijzonder met het oog op het bevorderen van duurzame ontwikkeling.”

---

<sup>89</sup> Bolton, Patrick et al., ‘The green swan. Central banking and financial stability in the age of climate change’, Bank for International Settlements / Banque de France, January 2020, < <https://www.bis.org/publ/othp31.pdf> >.

<sup>90</sup> ‘When markets fail – the need for collective action in tackling climate change’, Speech by Isabel Schnabel at the European Sustainable Finance Summit, Frankfurt am Main, 28 September 2020. < [https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2020/html/ecb.sp200928\\_1~268b0b672f.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2020/html/ecb.sp200928_1~268b0b672f.en.html) >

<sup>91</sup> Zie bijvoorbeeld D. Schoemaker, ‘Greening Monetary Policy’, BRUEGEL Working Paper Issue 2, 19 February 2019.

<sup>92</sup> Zie in dit kader J. Solana, ‘The Power of the Eurosystem to Promote Environmental Protection’, *European Business Law Review* 2019, 547-575.

Met andere woorden, het standpunt is verdedigbaar dat de ECB als instelling van de Europese Unie in ieder geval het kader van zijn opdracht om het algemene economische beleid in de Unie te ondersteunen met de middelen waarover hij beschikt in principe ook moet bijdragen aan milieubescherming en dus, aan de bestrijding van de klimaatsverandering. Het zal ook kunnen worden verwacht dat de ECB hier rekening mee houdt bij het formuleren van zijn monetaire-beleidsstrategie.

Hierbij moet echter een kanttekening worden geplaatst. Naast de bescherming en verbetering van de kwaliteit van het milieu noemt artikel 3, lid 3 VEU ook nog een aantal andere doelstellingen in het kader van de duurzame ontwikkeling van de EU, zoals evenwichtige economische groei en een sociale markteconomie met een groot concurrentievermogen die gericht is op volledige werkgelegenheid en sociale vooruitgang. Deze doelstellingen van de Unie zijn niet ondergeschikt aan milieubescherming. Met andere woorden, milieubescherming is een, maar niet de enige doelstelling van de Unie die de ECB in acht moet nemen bij het ondersteunen van het algemene economische beleid in de Unie. Het is gelet op zijn onafhankelijke positie in ieder geval niet vanzelfsprekend dat de ECB zich eventuele politieke voorkeuren eigen maakt.

Daarnaast stelt zich de vraag naar de afdwingbaarheid van het naleven van een verplichting van de ECB om in het kader van zijn primaire of secundaire doelstelling aandacht te besteden aan de bestrijding van klimaatverandering. Te denken valt hierbij bijvoorbeeld aan een scenario waarbij het vermeende nalaten van de ECB om klimaatdoelstellingen een integraal onderdeel van zijn monetaire beleid of maatregelen te maken, het onderwerp wordt van een beroep wegens nalaten tegen de ECB overeenkomstig Artikel 265 VWEU. Met name het beroepsrecht van natuurlijke personen en rechtspersonen bij het Gerecht in Luxemburg in het kader van een beroep wegens nalaten net als bij een beroep tot nietigverklaring is zeer beperkt.<sup>93</sup> Daarnaast moet in het kader van de toetsing van de beweerde nalatigheid rekening worden gehouden met het feit dat het HvJ - zoals in hoofdstuk 2 vermeld - heeft benadrukt dat de ECB bij het uitwerken en uitvoeren van het monetaire beleid over een ruime beoordelingsbevoegdheid beschikt. Het klimaat zou op twee manieren een rol kunnen spelen:

- Voor zover van toepassing in het concrete geval zou van de ECB kunnen worden verwacht dat hij bij het bepalen van zijn beleid en in het kader van concrete besluiten alle relevante gegevens en dus ook klimaataspecten in acht neemt en hierbij geen kennelijke beoordelingsfouten maakt;
- In het kader van de in hoofdstuk 2 omschreven proportionaliteitstoets *stricto sensu* zouden gevolgen voor het milieu/klimaat door de ECB in kaart moeten worden gebracht.

Los van de vraag in hoeverre bestrijding van klimaatverandering ook nu al onderdeel van de primaire en/of secundaire doelstelling van de ECB is, zou het politiek wenselijk kunnen zijn om een expliciete milieu- of klimaatdoelstelling voor de ECB (Eurosysteem) in het Verdrag op te nemen. Hierdoor zou de ECB genoodzaakt zijn om bij het bepalen van zijn beleidskeuzes explicieter aandacht te besteden aan klimaatverandering. Hierbij speelt dan economisch

---

<sup>93</sup> Met name op beroepsrecht van natuurlijke en juridische personen zijn strikte voorwaarden van toepassing, zie F. Amtenbrink en H.H.B. Vedder, *Recht van de Europese Unie* (Boom Juridische uitgevers 2017), randnummer V-80.

uiteeraard de vraag hoe haalbaar en zinvol meerdere concurrerende monetaire doelstellingen zijn en welke consequenties dit heeft voor het huidige hoofddoel, van het bevorderen van prijsstabiliteit.

Een tweede benadering van het vraagstuk van de vergroening van het monetaire beleid van de ECB houdt dus in dat de in artikel 127, lid 1 VWEU gevestigde taakstelling wordt heroverwogen en naast prijsstabiliteit een tweede even- of ondergeschikte doelstelling met betrekking tot het milieu/klimaat/de energietransitie in Artikel 127, lid 1 VWEU en Artikel 2 van de Statuten van het ESCB en van de ECB wordt opgenomen.

Een dergelijke aanpassing van het mandaat van de ECB vereist een aanpassing van het primaire Unierecht, waarvoor de uitzondering van artikel 129, derde lid VWEU (wijziging van bepaalde bepalingen van de Statuten door middel van de gewone wetgevingsprocedure) niet van toepassing is.<sup>94</sup> Artikel 48 VEU, die de procedure voor de herziening van de Verdragen regelt is hier van toepassing. De vraag die hier vervolgens speelt is of gebruik kan worden gemaakt van de zogenoemde vereenvoudigde herzieningsprocedure. Volgens deze procedure kan de Europese Raad een besluit nemen tot gehele of gedeeltelijke wijziging van de bepalingen van het derde deel van het VWEU waaronder ook Titel VIII van het VWEU over economisch en monetair beleid valt. De Europese Raad kan hier met eenparigheid van stemmen, na raadpleging van het Europees Parlement en van de Commissie alsmede van de ECB in geval van institutionele wijzigingen op monetair gebied, een besluit tot gehele of gedeeltelijke wijziging van de bestaande bepalingen nemen. Het belangrijkste verschil met de gewone herzieningsprocedure naast het gebrek aan de noodzaak om een intergouvernementele conferentie in te stellen is dat geen instemming van het Europees Parlement nodig is. Tegelijkertijd is ook in de vereenvoudigde procedure de toestemming van alle lidstaten (dus ook de niet euro lidstaten) nodig (Europese Raad besluit met eenparigheid van stemmen) en dient de verdragswijziging door alle lidstaten overeenkomstig hun onderscheiden grondwettelijke bepalingen te zijn goedgekeurd (Artikel 48, zesde lid, tweede paragraaf VEU).

Bij het bepalen van de toepasselijke herzieningsprocedure verdient de laatste zin van Artikel 48, zesde lid VEU bijzondere aandacht. Volgens deze bepaling mag een met behulp van de eenvoudige herzieningsprocedure gerealiseerde verdragswijziging namelijk niet tot een uitbreiding van de door de Verdragen aan de Unie toegedeelde bevoegdheden inhouden. De beantwoording van de vraag of het toevoegen van een doelstelling met betrekking tot het milieu/klimaat/de energietransitie (potentieel) tot een uitbreiding van de bevoegdheden van de Unie leidt, met name op het terrein van het economisch beleid, vereist een gedetailleerdere analyse van de effecten van een concreet beoogde verdragswijziging. Terwijl de Unie wel een met de lidstaten gedeelde bevoegdheid heeft voor milieu en energie (Art. 4, tweede lid e) en i) VWEU), heeft zij op het terrein van het economisch beleid alleen een coördinerende bevoegdheid.<sup>95</sup>

\*\*\*

---

<sup>94</sup> Let wel. De protocollen gehecht aan de verdragen en dus ook het protocol (nr. 4) betreffende de Statuten van het ESCB en van de ECB maken een integraal deel daarvan uit, zie artikel 51 VEU.

<sup>95</sup> Met betrekking tot categorieën van bevoegdheden zie F. Amtenbrink en H.H.B. Vedder, *Recht van de Europese Unie* (Boom Juridische uitgevers 2017), randnr. IV-10 e.v.

