

[ftm.nl](https://www.ftm.nl)

Hoe lang gaat de belastingbetaler nog betalen voor de eurozone? FTM

Jean Wanningen

12-16 minuten

Onlangs onderzocht het Centraal Plan Bureau wat het monetaire beleid van ECB-president Mario Draghi heeft gedaan met de economie van de eurolanden. Conclusie: om de muntunie bijeen te houden, zullen landen als Duitsland en Nederland daarom moeten blijven bijspringen. Hoe lang nog? En wat gebeurt er als de ECB haar opkoopprogramma stopt?

Op 8 juni 2017 publiceerde het Centraal Plan Bureau (CPB) het rapport *Onderweg naar normaal monetair beleid*. Het CPB onderzocht de effecten van het onorthodoxe monetaire beleid van de Europese Centrale Bank (ECB) van de laatste jaren op de economieën van de eurozonelanden. En concludeerde dat het grootschalig opkoopbeleid van staats- en bedrijfsobligaties wel tot iets hogere economische groei had geleid, maar nauwelijks invloed had gehad op de inflatie. Daarnaast bleek dat 'meer risicodeling tussen de eurolanden nodig zal zijn om de muntunie te redden'.

De [CPB-publicatie](#) staat niet op zichzelf; de timing ervan is geen toeval. Er speelt momenteel wel het een en ander op het Europese monetaire en politieke toneel. Allereerst is daar het opkoopbeleid door de Europese Centrale Bank (ECB) van staats- en bedrijfsobligaties. Al vanaf maart 2015 koopt de ECB

voor zestig tot tachtig miljard euro aan obligaties op - per maand. En daar wil de ECB minstens tot en met het einde van dit kalenderjaar mee doorgaan. En langer, als dat nodig is.

De bedoeling van dit opkoopprogramma is de inflatie op het door de bank gewenste niveau te krijgen. De ECB heeft dat niveau gesteld op iets onder maar dichtbij 2 procent per jaar, voor de eurozone als geheel. Die vaststelling geschiedde willekeurig. De inflatie blijft echter achter op die doelstelling, zoals ook het CPB constateert in zijn rapport. Ook heeft het opkoopprogramma nauwelijks geleid tot economische groei, terwijl het langdurig lagerentebeleid van de centrale bank de spaarders en pensioenbeleggers wel hard raakt. De kritiek op het ECB-beleid zwelt dan ook aan, zowel vanuit de economie als uit de politiek.

Er bleek 'meer risicodeling tussen de eurolanden nodig te zijn om de muntunie te redden'

Verder speelt de toekomst van de Europese Unie, en vooral de toekomst van de euro en de gezamenlijke muntunie, een belangrijke rol. Het vorige week verschenen [Reflection Paper](#) van de Europese Commissie (EC) borduurt voort op een reeks, die vorig jaar begon met het Plan der Vijf Presidenten, begin dit jaar gevolgd door het Witboek van de EC over de Toekomst van Europa.

In dat Reflection Paper werd gepleit voor een verdere 'vervolmaking' van de muntunie: een eigen eurozone-begroting, een eigen minister van Financiën, eigen belastingen en, uiteraard, 'gedeelde' financiële risico's. Om kort te gaan: er staat voor de politieke en bestuurlijke top van de EU het nodige op het spel: overleeft de EU en met name de eurozone in deze woelige tijden? Immers, veel eurolanden in de zuidelijke periferie kampen

– ook na zeven jaar crisismanagement – nog steeds met (zeer) hoge staatsschulden en ook hun bankensector is nog altijd zwak. De EC wil daar verbetering in brengen en is daarom met dat ‘discussiestuk’ gekomen. 'Discussiestuk' zet ik tussen aanhalingstekens, want het hele stuk suggereert dat er geen alternatief is. Ik schreef daar eerder een [analyse](#) over.

Komend najaar zullen de regeringsleiders van de EU de aanbevelingen van de EC uit het Reflection Paper bespreken. Vervolgens moeten de nationale parlementen tot besluitvorming komen inzake de toekomstige inrichting van de EU, de eurozone en over de positie die de nationale parlementen nog zullen innemen. In die zin zijn de documenten buitengewoon relevant. Dat deze aanbevelingen verstrekkende gevolgen voor de positie van ons land hebben is duidelijk en dat het van het grootste belang is dat onze volksvertegenwoordiging én regering kennis nemen van de inhoud ook. Ze moeten inzicht verwerven in de mogelijke consequenties. Onderdeel van het debat is onder andere de positie en het monetaire beleid van de ECB voor de eurozone.

Solidariteit

De voor Nederland belangrijkste conclusie uit de publicatie van het CPB over dat monetaire beleid is dit: willen we de euro en de gezamenlijke muntunie redden, dan zal er sprake moeten zijn van een hoge mate aan solidariteit met zwakke eurolanden en hun krakkemikkige bankensector.

"Om de euro te redden, is een hoge mate aan solidariteit nodig met zwakke eurolanden en hun krakkemikkige bankensector"

Staatsschulden zullen moeten worden ‘gedeeld’ om te voorkomen dat de renteverschillen tussen staatsobligaties van

de noordelijke en die van de zuidelijke landen te hoog oplopen. Ook de risico's van slechte bankleningen moeten via de Europese bankenunie gezamenlijk worden gedragen. Dit betekent dat de banken in de noordelijke periferie mede zullen moeten opdraaien voor de problemleningen in de zuidelijke periferie, aangezien driekwart van alle problemleningen in de eurozone zich in Frankrijk, Italië en Spanje bevinden.

De met veel bombarie aangekondigde 'schoolboekjesredding' van de Spaanse Banco Popular is optisch bedrog. Onbekend is immers wat er met de slechte leningen van die bank gebeurt. Als die, zoals al is geopperd, worden overgenomen door het eurozone noodfonds ESM (Europees Stabiliteits Mechanisme), dan draait de belastingbetaler uiteindelijk tóch op voor het wanbetalingsrisico. Dus Nederlandse en Duitse belastingbetalers betalen dan mee voor Franse, Spaanse en Italiaanse probleemkredieten.

Onthutsend

Eigenlijk vind ik dit onthutsend. De reden voor het enorme opkoopprogramma van de ECB was het stimuleren van de inflatie in de gehele eurozone tot iets onder, maar dichtbij twee procent, terwijl daarvan niets is terechtgekomen. Wel is de balans van de ECB ruim verdrievoudigd van 1300 miljard in 2007 naar 4000 miljard nu. Deze omvang staat gelijk aan 40 (!) procent van het totale bbp van de eurozone. En die balans zal nog verder oplopen, gezien de ECB- plannen voor het voortzetten van het opkoopprogramma.

De grote vraag is nu: wat gebeurt er met de rentes van de staatsobligaties van de verschillende eurozone landen als de ECB stopt met het programma? Nog belangrijker: wat gebeurt er met de opgekochte obligaties als die aan het eind van hun

looptijd komen? De gemiddelde resterende looptijd van die obligatieportfolio van het ECB-eurostelsel bedraagt acht jaar. Wat als daar straks geen kopers voor zijn? Wat als de marktwaarde keldert? Wie betaalt dan de prijs van de boekverliezen? Het ligt voor de hand dat dit de aandeelhouders van de ECB zullen zijn. En dat zijn dan indirect toch weer de belastingbetalers van de eurozone. Het is ook mogelijk dat de waardeloze obligaties worden gedumpt in het ESM, via een speciaal daartoe opgerichte financiële instelling, een zogenoemde Special Purpose Vehicle. Maar ook dan ploft de ECB-factuur uiteindelijk bij de eurozone belastingbetaler op de mat.

Stoppen

En wat gaat de ECB doen om zwakke eurozone landen te helpen als zij stopt met het maandelijkse opkoopprogramma? Gaat de ECB dan over tot het uitvoeren van haar in september 2012 aangekondigde Outright Monetary Transactions (OMT) programma? Dat is tot nu toe nog niet benut. Het houdt in dat de ECB desnoods onbeperkt de staatsobligaties van zwakke landen opkoopt om te voorkomen dat die de euro muntunie zullen verlaten. Die zwakke landen zouden, als zij in de muntunie zouden blijven, zonder de steun van de ECB niet langer zelfstandig toegang hebben tot de kapitaalmarkten om in hun financieringsbehoefte te kunnen voorzien.

"Wie betaalt straks de prijs van de boekverliezen? Dat zullen de aandeelhouders van de ECB zijn."

Of gaat de Commissie dan over tot de [uitgifte van ESBies](#) (European Safe Bonds) of [andere](#), soortgelijke, *structured finance*-producten? Het is immers één van de voorstellen die de Commissie heeft gedaan in haar Reflection

Paper van 31 mei. Welke logica er schuilt in het propageren van dergelijke gesecuritiseerde financiële producten is koffiedik kijken, tien jaar na de financiële crisis die deze producten veroorzaakten. Toen ging het om gebundelde goede en slechte hypotheekleningen, nu gaat het om gebundelde staatsleningen van sterke en zwakke eurolanden. Bovendien bieden die ESBies geen uitweg uit het probleem, zoals professor Marcello Minenna van de London Graduate School of Mathematical Finance [overtuigend heeft aangetoond](#).

Beleggers

Beleggers zullen door de aanzienlijke krachtverschillen tussen sterke en zwakke eurolanden heen kijken. Dat er één rente wordt gehanteerd voor zwakke en sterke eurolanden, zal de risicoperceptie van beleggers voor het geheel niet doen veranderen. En daar helpt ook de tranche-gewijze uitgifte van de gebundelde obligaties niets aan, zo luidt de kritiek van Minenna. Met de uitgifte van ESBies verandert er in feite dus niets: het is oude wijn in nieuwe zakken. Dit voorstel van de Commissie is in mijn ogen dus geen oplossing voor het probleem.

De ECB heeft bovendien aangekondigd dat ook na het beëindigen van het opkoopprogramma de beleidsrentes langdurig laag zullen blijven. Voor hoe lang werd er niet bij gezegd, dat zal mede afhangen van de inflatie-ontwikkelingen. En van de timing van een eventueel afbouwscenario van het opkoopprogramma – dat is cruciaal. Gebeurt het te vroeg, dan zou dat het prille economisch herstel negatief kunnen beïnvloeden; gaat de ECB er daarentegen te lang mee door, dan is er het risico van oplopende inflatie. Afbouw vraagt om een sterke monetaire unie, schrijft het CPB: de eurocrisis kan immers weer opleven, evenals het probleem van de houdbaarheid van

de staatsschulden van diverse, vooral zuidelijke, eurolanden. De vraag die de politiek beantwoord wil zien is: wat moet er gebeuren om een duurzame muntunie te vormen, met stabiele prijzen voor de eurozone als geheel?

Lage eurokoers

Het ligt voor de hand om een hogere rente te verwachten als de ECB stopt met haar programma. De Duitse bondskanselier Merkel heeft al in [één van haar speeches](#) het opkoopbeleid van ECB-president Draghi bekritiseerd. En ook haar minister van Financiën, Wolfgang Schäuble, [uite kritiek op het beleid](#) van de Italiaan, die hij verantwoordelijk houdt voor de lage koers van de euro. Die lage eurokoers zorgt voor economische onevenwichtigheden binnen de eurozone: hoge overschotten op de lopende rekening bij landen als Duitsland en Nederland, en hoge tekorten in landen als Italië en Spanje. Maar wat gebeurt er met de staatsschulden van die zwakke landen als de rente stijgt? Deze afwegingen plaatsen de ECB voor een groot dilemma, aldus het CPB.

(De lage eurokoers zorgt voor economische onevenwichtigheden binnen de eurozone

Eén van de slotconclusies van het CPB is dan ook, dat een verdere risicodeling binnen de EMU (Economische en Monetaire Unie) onvermijdelijk lijkt om de muntunie bijeen te houden. Eenvoudig gezegd: de Duitsers en de Nederlanders moeten bereid zijn te blijven betalen voor de tekorten van de zwakke eurobroeders. Dát en niets anders ligt voor als de aanbevelingen van het Reflection paper van de Commissie besproken zullen worden op een Europese top van regeringsleiders, dit najaar. En voordat ons Nederlandse parlement een oordeel kan vellen

over de voorstellen van de EC in het Reflection Paper, zullen er heldere antwoorden moeten komen op de vragen zoals geformuleerd in dit artikel. Het kan eenvoudigweg niet zo zijn dat onze volksvertegenwoordigers zich opnieuw met een kluitje in het riet worden laten sturen, zoals gebeurde op 10 mei, toen ECB-president Draghi, te gast in onze Tweede Kamer, weigerde echt antwoord te geven op de kritische vragen over het ECB-beleid van de parlementsleden Omtzigt (CDA) en Baudet (FvD). Daarvoor is de (financiële) toekomst van Nederland – én de EU – te belangrijk.

Over de auteur

Jean Wanningen

Jean Wanningen (Weert, 1957) is een veelkleurige persoonlijkheid. Ging na 'verkeerde' studies bij een gerenommeerde investmen...

Lees meer

Volg deze columnist

Dit artikel zit in het dossier

De ECB-miljarden

Gevolgd door 151 leden

Bij wie komen de miljarden aan publiek geld terecht? Het monetair beleid van de Europese Centrale Bank (ECB) lijkt een ver-va...

Lees meer

Volg dossier

