

De 101 miljard die Nederland nooit meer terugziet

Thomas Bollen

[FTM](#) | Vandaag 06:00 - 7 MIN.

Meer dan 101 miljard euro heeft De Nederlandsche Bank (DNB) nog tegoed van centrale banken in Zuid-Europese landen binnen het euro-systeem. Dat geld komt toe aan de Nederlandse belastingbetaler, zegt Hans-Werner Sinn, vooraanstaand econoom en wetenschappelijk adviseur van de Duitse regering. We hebben echter één probleem: ‘De vordering is nu al waardeloos.’

De Duitse topeconoom en emeritus hoogleraar Hans-Werner Sinn maakt zich grote zorgen. Niet alleen om zijn eigen land, maar ook om Nederland. We mogen dan bekendstaan als een zuinig volk, maar in Europa blijken we helemaal niet zo op de kleintjes te letten. De Nederlandsche Bank (DNB) heeft binnen het eurosysteem een claim van maar liefst 101 miljard opgebouwd op onder andere Italië en Spanje, zonder duidelijke afspraken over terugbetaling.

Deze vordering van 101 miljard op de Europese Centrale Bank (ECB) is de grootste post in de boeken van DNB en bedraagt 35 procent van alle bezittingen op de DNB-balans. De Duitse claim op de ECB is met 857 miljard euro nog extremer en bedraagt meer dan de helft van de Bundesbank-balans. Tegenover deze vorderingen staan verplichtingen van vooral Zuid-Europese centrale banken. Italië en Spanje staan respectievelijk voor 398 miljard en 383 miljard euro in het rood bij de ECB. Sinn: ‘Uiteindelijk betalen de Nederlandse en Duitse belastingbetaler de rekening voor de financiering van Zuid-Europese overheden.’

Angela Merkel slaat de waarschuwingen van Sinn in de wind
en staat pal achter het ECB-beleid

Roepende in de woestijn

Sinn roept en [schrijft](#) dit al jaren en is groot criticaster van de euro en het ECB-beleid. Maar hij is een roepende in de woestijn. Bondskanse-lier Angela Merkel slaat de waarschuwingen van de vorig jaar gepen-sioneerde hoogleraar (Universiteit van München) in de wind. Dat Sinn al sinds 1989 in de Wetenschappelijke Adviesraad van de Duitse regering zit en groot aanzien geniet als voormalig president van het economisch onderzoeksinstituut [Ifo](#), lijkt het Duitse staatshoofd niet te imponeren. Merkel staat pal achter het ECB-beleid.

In Nederland vindt Sinn wel gehoor bij CDA-Kamerlid Pieter Omtzigt. Terwijl de hoogte van deze complexe claim bij de meeste Kamerleden slechts de oren doet klapperen, vroeg hij minister Jeroen Dijsselbloem van Financiën meerdere malen om opheldering over de miljarden-claim van DNB op de ECB. 101 miljard is tenslotte geen kattenpis voor een land als Nederland. Om een idee te geven: 101 miljard is ongeveer 15 procent van de Nederlandse jaaromzet, 21 procent van onze staats-schuld, en maar liefst 17 keer het verwachte Nederlandse begrotings-overschot van 6 miljard in 2017. Om dat overschot op te hoesten heeft Nederland de afgelopen jaren flink moeten bezuinigen op zorg, onder-wijs en defensie.

Terwijl op de rijksbegroting iedere euro drie keer wordt omgedraaid, groeit het bedrag dat Nederland tegoed heeft van andere eurolanden. Volgens Dijsselbloem vormt dat geen aanleiding voor zorgen. ‘In de afgelopen jaren zijn veel maatregelen getroffen om de stabiliteit van de eurozone en de economische gezondheid van eurolanden te ver-sterken,’ schrijft hij de Kamer in januari van dit jaar als antwoord op de vragen van Omtzigt. Net als Merkel blijft Dijsselbloem heilig gelo-ven in de euro.

Deze miljardenclaims (en verplichtingen) kun je niet los zien van de Europese eenheidsmunt. Het zijn namelijk geen reguliere kredieten die zijn aangegaan tussen schuldenaar en kredietverstrekker, maar claims die voortkomen uit het internationale betalingssysteem achter de euro: Target-2.

Wat is Target-2?

Stel je voor: je gaat een avond de stad in met wat vrienden. Na de maaltijd en de drank volgt de afrekening. 254 euro en 34 cent is vanavond het totaalbedrag. Je pakt de rekening aan en trekt je pinpas. ‘Vandaag betaal ik,’ zeg je tegen je vrienden.

De ongeschreven regel bij dit soort ‘traktaties’ is dat iemand anders volgende keer betaalt. Op de lange termijn vallen de bedragen tegen elkaar weg, want iedereen pakt een keer de rekening op. Dit principe is echter lang niet bij iedereen een vast gebruik: in sommige vriendengroepen pint men liever allemaal een gelijk deel van de rekening, of wordt zelfs tot in detail bijgehouden wie wat heeft genuttigd.

Om financiële lasten eerlijk over gebruikers te verdelen – maar ook niet bij elk biertje onderling met geld te hoeven schuiven – zijn slimme oplossingen bedacht. Zo is in het Nederlandse studentenleven de [wiebetaaltwat](#)-app niet meer weg te denken. Op wiebetaaltwat houdt iedereen zijn uitgaven voor de groep bij, en de app rekent automatisch uit hoeveel de deelnemers bij elkaar in het krijt staan.

De centrale banken van eurolanden gebruiken een vergelijkbaar verrekensysteem: Target-2. Dagelijks schieten ze elkaar betalingen voor. Voorschieten, want van traktaties is absoluut geen sprake: er wordt op de euro nauwkeurig bijgehouden hoe hoog de bedragen zijn.

De Europese Centrale Bank (ECB) functioneert daarbij als *middle man* tussen de centrale banken en houdt de onderlinge boekhouding bij. Net als op wiebetaaltwat streept de ECB de betalingen tegen elkaar weg en blijft er alleen een netto-bedrag openstaan.

De Nederlandsche Bank (DNB) en de Duitse Bundesbank staan zo respectievelijk [101 en 857 miljard](#) euro in de plus op de wiebetaaltwat van de ECB. De centrale banken van Italië, Spanje, Portugal en Griekenland staan juist fors in het rood.

Lees verder

Accounting gimmick

Het Target-2 betalingssysteem is een soort [wiebetaaltwat](#)-boekhouding tussen de centrale banken van eurolanden. Dat betalingssysteem

is een vereiste voor het functioneren van de eenheidsmunt, maar klinkt voor de meeste mensen als een abstracte ver-van-mijn-bed-show.

Dat idee van Target-2 als een boekhouding tussen centrale banken zonder directe gevolgen voor burgers, weerklinkt ook bij veel economen. 'De Target-2-boekhouding is een accounting gimmick, waar geen onmiddellijke consequenties aan verbonden zijn,' lezen we in een Target-2 ECB-special van de Rabobank uit 2016. Zolang de euro intact blijft, hoeven we ons over Target-2 geen zorgen te maken, [concludeert](#) de Ierse economieprofessor Karl Whelan. Paul de Grauwe, professor International Economics aan de London School of Economics, gaat nog een stapje verder. Hij [schrijft](#) dat Hans-Werner Sinn de ernst van de situatie overdrijft en 'ongefundeerde angst' zaait. De titel van een recente [publicatie van ABN Amro](#) stelt echter evenmin gerust: '[Is] Target-2 een tikkende tijdbom?' De bank schrijft: 'Mocht Italië uit de euro stappen, dan is het hypothetische verlies voor Nederland 25 miljard [van het 101 miljard Target-2 saldo, *TB.*]' Dat is omgerekend bijna 1500 euro per inwoner.

Hans-Werner Sinn

"Het eurosysteem zit zo complex in elkaar dat de meeste economen niet eens snappen wat hier aan de hand is en hoe hoog de risico's zijn"

De euroval

Of Sinn een angstzaaier is of niet, één ding is zeker: er bestaat geen eenduidig beeld van de risico's binnen het Target-2-systeem. Andere vooraanstaande economen, onder wie de voormalige ECB-hoofdeconoom Otmar Issing en Harvard-professor Kenneth Rogoff, onderschrijven de analyse die Sinn uiteenzet in zijn boek *The Euro Trap*, dat in 2014 werd uitgegeven door Oxford University Press. Rogoff: '[Dit is] misschien wel het belangrijkste wetenschappelijk boek over de euro van het afgelopen decennium, het zou aandachtig gelezen moeten worden door alle betrokken partijen.'

Na het lezen van Sinns boek bekruipt je een onaangenaam gevoel. Hij schrijft in de inleiding: 'De media schetst het algemene beeld dat de crisis voorbij is, maar ondergronds smeult het vuur van een ernstige structurele crisis in de Zuid-Europese landen.' Sinn wil Europa voor een nieuwe economische schok behoeden en is erop gebrand om 'de misverstanden van andere economen' uit de wereld te helpen, vertelt hij aan de telefoon.

Ik heb hem een mail gestuurd omdat ik me ook zorgen begin te maken. Binnen een uur belt hij al terug vanuit zijn auto. 'Het eurosysteem zit zo complex in elkaar dat de meeste economen niet eens snappen wat hier aan de hand is en hoe hoog de risico's zijn.' Hij legt uit dat het ook in de boekhouding van centrale banken gewoon om keiharde euro's gaat, en niet om een abstracte ver-van-ons-bed-show: 'Deze vorderingen en verplichtingen zijn écht. De boekhouding is zoals iedere andere boekhouding voor private vorderingen.'

Burgers en bedrijven

Wat het zo ingewikkeld maakt is dat de Target-2-saldi weliswaar geregistreerd staan bij de ECB en de nationale centrale banken, maar dat ze ontstaan door financiële transacties van zowel banken en burgers als bedrijven. Ze zijn de resultantes van alle internationale overboekingen met de euro. Er wordt niet centraal gestuurd op deze saldi, maar ze zijn het gevolg van economische activiteit, monetair beleid en geldstromen in euro's.

Zolang het internationale betalingsverkeer tussen (overheden, banken, burger en bedrijven uit de verschillende) landen ongeveer in balans is, blijft ook het verschil tussen de Target-2-saldi behapbaar. Maar wanneer er structureel meer geld van het ene land naar het andere stroomt, lopen de Target-2-saldi op. Het ene land komt bij het andere in het rood te staan. Zo'n disbalans in betalingen kan voortkomen uit een onevenwichtige handelsbalans. Als landen meer importeren dan exporteren, gaan er meer euro's het land uit dan er binnenkomen.

Hoe werkt het betalingssysteem achter de euro?

Een internationale overboeking ziet er voor de gebruiker van een reguliere bankrekening eenvoudig uit. Via de digitale snelweg is het geld binnen een fractie van een seconde van Italië naar Duitsland overgemaakt. Op de achtergrond treedt er echter een ingewikkeld proces in werking waarbij ook de centrale banken van de betreffende landen betrokken zijn.

Internationale overboeken

Wat gebeurt er als een zakenman uit Sicilië een BMW 7-serie aankoopt in Duitsland? Hij geeft zijn Italiaanse bank Monte dei Paschi de opdracht om een ton over te maken naar de zakelijke rekening van BMW bij Deutsche Bank. Na goedkeuring – ‘clearing’ – van de transactie worden de betreffende banksaldi bijgewerkt. Het lijkt alsof het geld simpelweg van de Italiaanse naar de Duitse bankrekening is overgeheveld.

De afhandeling (en de betaling) aan de achterkant – het ‘settlement-proces’ – behelst echter een ingewikkelde administratieve handeling waarbij ook de centrale banken van Italië en Duitsland betrokken zijn. Wanneer de Monte dei Paschi het saldo van de Siciliaanse zakenman met een ton verlaagt, wordt datzelfde bedrag in mindering gebracht op de rekening van Monte dei Paschi bij de Italiaanse centrale bank.

In Duitsland gebeurt het omgekeerde: niet alleen op de bankrekening van BMW bij Deutsche Bank wordt honderdduizend euro bijgeschreven, maar ook de balans van Deutsche Bank bij de Bundesbank gaat met een ton omhoog.

Nu hoeft alleen nog de onderlinge boekhouding van de centrale banken te worden bijgewerkt. Om de balans te herstellen zou de Italiaanse centrale bank ook 100 duizend euro over moeten maken naar de Duitse centrale bank. Zie het als het vereffenen van de rekening – het terugbetalen van het voorgeschoten bedrag: *settlement*.

Omdat er binnen de eurozone iedere dag talloze internationale transacties plaatsvinden, hebben centrale banken dus afgesproken om niet alle rekeningen apart te vereffenen. *Settlement* vindt niet plaats. De praktische afspraak om in plaats daarvan onderling te salderen – net

als bij wiebetaaltwat – scheelt veel onnodige overboekingen tussen centrale banken.

Lees verder

Disbalans

Een tweede oorzaak voor de disbalans heeft te maken met het vertrouwen in financiële instituties – of eigenlijk het gebrek daaraan. ‘De oplopende Target-2-saldi illustreren een gebrek aan vertrouwen in (het bankwezen van de) perifere landen [op dat moment alle eurolanden buiten Nederland, Duitsland, Luxemburg en Finland, *TB*], maar het bestaan ervan vormt niet direct een probleem.’ Dat schrijft toenmalig minister van Financiën Jan Kees de Jager in 2012 over de oplopende saldi binnen het euro-betalingssysteem – in een geheime brief aan de Tweede Kamer, op het hoogtepunt van de eurocrisis.

Vanwege het gebrek aan vertrouwen in de Zuid-Europese banken en overheden, haalden internationale investeerders en andere vermogenden destijds hun euro’s weg uit landen als Italië en Spanje. Dat geld is grotendeels terechtgekomen op Nederlandse en Duitse bankrekeningen, zoals we terugzien als piek in de Target-2-grafiek.

Dankzij de crisismaatregelen van de ECB herstelde het vertrouwen in de Zuid-Europese economieën zich enigszins en liepen de verschillen terug. Jeroen Dijsselbloem, opvolger van De Jager, schrijft in januari 2017 aan de Kamer: ‘Er zijn op Europees niveau reeds belangrijke stappen gezet om de eurozone te versterken en onderliggende onevenwichtigheden te verminderen die kunnen leiden tot persistente Target-2-saldi.’

Het risico wordt overgeheveld naar de belastingbetaler

Maar hoe komt het dan dat de verschillen momenteel weer fors oplopen? Volgens Sinn zijn het juist voornoemde crisismaatregelen die hieraan ten grondslag liggen. Hij onderscheidt een ‘tweede fase’ van stijgende Target-2-saldi, die in 2014 is ingezet. Het Quantitative Easing (QE)-programma van de ECB is volgens hem de grote boesdoe-

ner voor de huidige toename van de miljardenclaims binnen Target-2.

Dankzij het QE-programma hoeven Zuid-Europese landen de financiering voor hun begroting niet meer op te halen in de markt. Het risico dat voorheen werd gedragen door private partijen – tegen vergoeding van rente en met staatsobligaties als onderpand – wordt volgens Sinn overgeheveld naar de belastingbetaler van de landen die binnen Target-2 in de plus staan. Maar dan als een boekschuld waar geen rente tegenover staat en zonder onderpand.

Wat veroorzaakt de Target-2-disbalans tussen Europese landen?

Handelsoverschotten

De onderlinge handelsbalans van Europese landen heeft direct invloed op de Target-2-saldi. Duitsland en Nederland zijn al jarenlang netto-exporteurs binnen Europa. Zolang Spanjaarden meer tomaten uit Hollandse kassen bestellen dan wij sinaasappels van de Andalusische boomgaarden consumeren, stromen de euro's richting Nederland. Omdat de 'settlement' tussen de centrale banken uitblijft, schrijft de ECB een plus erbij op de Target-2-balans van Nederland en brengt ze hetzelfde getal in mindering bij de Spaanse centrale bank. De onderlinge Target-2-disbalans neemt toe.

Toch lijkt de handelsbalans niet de belangrijkste oorzaak te zijn van de opgelopen Target-2-balansen. Spanje is weliswaar een netto-importeur, maar Italië, de andere grote klaploper binnen het Target-2-systeem, is van oudsher een exportland en heeft ook de afgelopen jaren groene cijfers [genoteerd](#) op de handelsbalans.

Kapitaalvlucht

Een andere veroorzaker van de disbalans heeft niets met handel te maken, maar met investeringen en spaargeld. Er heeft een (netto-) kapitaalvlucht van Zuid- naar Noord-Europese landen plaatsgevonden. Rijke Grieken, Italianen en Spanjaarden, maar ook buitenlandse investeerders verloren in de jaren na de kredietcrisis

hun vertrouwen in de Zuid-Europese economieën en de daar gevestigde banken (niet geheel onbegrijpelijk gezien alle problemen met Zuid-Europese banken, die recentelijk ook weer opspeelden bij het Italiaanse Monte dei Paschi en het Spaanse Banco Popular). Tussen 2007 en 2013 werd zo 1100 miljard euro vanuit het buitenland teruggetrokken uit Griekenland, Italië, Ierland, Portugal en Spanje.

Wanneer Italiaanse miljonairs hun geld verplaatsen van Romaanse naar Germaanse banken, dan zien we dat terug in de Target-2-balans van Italië en Duitsland. Als buitenlandse investeerders hun belangen in Italiaanse bedrijven en staatsobligaties verkopen en het geld in Duitsland herinvesteren, noteren we hetzelfde effect.

Kapitaalvlucht hoeft niet letterlijk te betekenen dat Italianen hun geld overmaken naar een Duitse bank. We zien hetzelfde netto-effect op Target-2 als een rijke Italiaan van een Duitse partij staatsobligaties of aandelen in Mercedes koopt. De Duitse waardepapieren gaan naar Italië en de Italiaanse euro's naar Duitsland.

Quantitative Easing (QE)

Maar de grote boosdoener is volgens Sinn het huidige opkoopprogramma van de ECB. Waar vóór 2012 vooral de kapitaalvlucht (en in mindere mate import-exportverhoudingen) de belangrijkste veroorzaker was van de disbalans, is het nu het QE-beleid dat de Target-2-disbalans substantieel verergert. De ECB koopt in dit programma (via de nationale centrale banken) iedere maand voor 60 miljard aan staats- en bedrijfsleningen op. Die waardepapieren komen vervolgens op de balansen van de centrale banken te staan en verdwijnen uit de markt. De marktpartij die deze waardepapieren verkoopt krijgt daarvoor euro's overgemaakt.

Binnen het QE-programma worden naar verhouding veel Zuid-Europese staatsleningen opgekocht – het doel van QE is tenslotte het steunen van de zuidelijke landen (ook al wordt dit niet altijd zo openlijk uitgesproken). Deze Zuid-Europese staatsleningen waren veelal reeds in handen van Noord-Europese banken, private vermogensbeheerders en pensioenfondsen. De centrale banken van zuidelijke landen kopen daardoor netto meer staatsobligaties van private partijen in Noord-

Europa dan de noordelijke centrale banken van Zuid-Europese investeerders kopen. Het gevolg daarvan is dat er onder aan de streep (netto) meer euro's terechtkomen op Duitse, Nederlandse en opvallend vaak Luxemburgse bankrekeningen. In Luxemburg zijn er namelijk buitenproportioneel veel internationale beleggers gevestigd – om fiscale redenen. Die netto-uitstroom van euro's uit Zuid-Europa zien we terug in de oplopende Target-2-saldi.

Er vindt zo in feite een 'asset-swap' plaats (de ene vorm van bezit wordt ingeruild voor een andere). De uitstaande staatsobligaties worden verruild voor een hoger Target-2-saldo. Het resultaat hiervan is dat landen als Spanje en Italië niet langer een private schuldverplichting aan een buitenlandse bank hebben, maar slechts een boekschuld binnen het eurosysteem. De risico's verschuiven van het private naar het publieke domein.

Lees verder

Maximaal rood staan

Target-2 is officieel een betalingssysteem tussen eurolanden en geen kredietsysteem. Je zou daarom verwachten dat er afspraken bestaan over het rechte trekken van de saldi tussen landen. Bijvoorbeeld dat betaling – 'settlement' – van de netto-bedragen iedere maand of aan het eind van het jaar plaatsvindt.

Binnen een studentenhuis maak je ook zulke afspraken: wie zijn snordrukt met het halen van boodschappen, maakt op het eind van de maand geld over naar degene die het meest in de plus staat. Zo lopen de onderlinge schulden niet te hoog op. Op zijn minst zou er toch een maximum moeten zitten aan het bedrag dat je rood mag staan bij de ECB?

Niets van dat alles. Zulke afspraken zijn nooit gemaakt tussen de eurolanden. Centrale banken maken onderling geen periodieke overboekingen om de Target-2-saldi recht te trekken, de schulden zijn niet opeisbaar en er bestaat ook geen limiet. Als ik DNB om opheldering vraag, krijg ik een schriftelijke reactie: 'Het stellen van een limiet op deze saldi is niet verenigbaar met het vrije betalingsverkeer in de

monetaire unie.’ Met een citaat uit de Kamerbrief van De Jager uit 2012: ‘De Target-2-saldi zijn feitelijk administratieve saldi, die niet worden verrekend – wat in principe ook niet nodig is in een munt-unie.’

Afwaarderen

Dit is wat Sinn ‘onbegrip van economen en politici’ noemt. We hebben nu al een probleem, en niet pas bij het scenario waarin de euro uiteenvalt. ‘Als de euro volledig uit elkaar valt, hebben centrale banken een vordering op een systeem dat niet langer bestaat,’ lezen we in het [ABN Amro artikel](#). ‘Er bestaat grote onduidelijkheid over wat er dan gebeurt met deze claims.’ Hierover zijn de experts het eens. Sinn betwist echter het verhaal dat ‘de restposities in Target-2 zich slechts materialiseren bij een uittreding van een land uit het eurosysteem en de eurozone,’ zoals minister Dijsselbloem in januari 2017 aan de Kamer schreef.

Volgens Sinn kunnen we in Nederland en Duitsland wel fluiten naar de miljarden die we – op verkapte wijze binnen het euro-betaalsysteem – hebben uitgeleend aan landen als Italië en Spanje. ‘Het zijn vorderingen die niet kunnen worden opgeëist en waar nu noch in de toekomst rente over zal worden betaald. Welk privaat bedrijf zou zulke vorderingen tegen nominale waarde in zijn boeken laten staan? Die vorderingen zijn nu al waardeloos.’

Sinns voornaamste boodschap luidt: ook als de euro blijft bestaan, moeten DNB en de Bundesbank gaan afwaarderen op deze claims

Volgens Sinn lopen Nederland en Duitsland dus rentevergoedingen mis binnen Target-2. Rente die over reguliere vorderingen wel wordt uitgekeerd. DNB bevestigt dat de MRO-rente (Main Refinancing Operations) op de Target-2-saldi momenteel inderdaad 0 procent bedraagt. Sinns voornaamste boodschap luidt daarom: ook als de euro blijft bestaan, moeten DNB en de Bundesbank gaan afwaarderen op deze claims.

Voor DNB lijkt dit scenario niet te bestaan. DNB schrijft dat 'echte problemen met de Target-2-saldi' pas ontstaan in het 'extreme en onwaarschijnlijke scenario dat meerdere landen de Eurozone zouden verlaten' en hun verplichtingen niet meer kunnen nakomen. Na de waarschuwingen van Sinn maken deze woorden echter weinig indruk. Ik heb daarom enkele weken geleden een verzoek ingediend om in een gesprek bij DNB dieper op de risico's in te gaan. Tot nog toe tevergeefs. Maar ik hoop nog steeds dat mijn verzoek wordt ingewilligd.

Want wat nou als Sinn gelijk heeft, wat zijn dan de gevolgen voor de financiële situatie van de BV Nederland? Even 101 miljard euro afschrijven op de balans gaat zelfs DNB niet in de koude kleren zitten. Hebben veel economen inderdaad niet door hoe ernstig de situatie is en zijn de Nederlandse en Duitse belastingbetaler daar straks de dupe van?

CDA-kamerlid Pieter Omtzigt is er, ook na de eerdere antwoorden van onze ministers van Financiën, niet gerust op dat alles wel snor zit. Hij heeft vorige week opnieuw vragen gesteld over het ECB-beleid en de Target-2-saldi. De antwoorden op deze vragen worden verwacht voor 10 oktober.

Wordt vervolgd.