

# Kleur bekennen voor een stabiele en veerkrachtige Europese economie

achtige Europese economie Kleur bekennen voor een stabiele en veerkrachtige Europese economie Kleur bekennen voor een stabiele en veerkrachtige Europese

### **Leden van de Commissie Europese economie**

Prof. dr. R.M.W.J. Beetsma (voorzitter)

Mr. drs. J.C. van Baalen †

Prof. dr. B.E. Baarsma

Prof. dr. J.J. Graafland

Prof. dr. L.H. Hoogduin

Drs G. J. Salden

Prof. dr. C.E. de Vries

### **Secretariaat**

Joris van Dijk (Ministerie van Financiën)

Jasper Timmermans (Ministerie van Financiën)

Rebekka Tselms (Ministerie van Financiën)

Erlijne Wissels (Ministerie van Buitenlandse Zaken)

# Inhoudsopgave

	<b>Managementsamenvatting</b>	<b>4</b>
<b>1.</b>	<b>Opdracht, inleiding, vraagstelling en kernbegrippen</b>	<b>11</b>
1.1	Inleiding	11
1.2	De concepten van stabiliteit en veerkracht	12
1.3	De indeling van het rapport	13
<b>2.</b>	<b>Kwetsbaarheden en voorzienbare ontwikkelingen in de Europese economie</b>	<b>15</b>
2.1	Bestaande kwetsbaarheden	15
2.1.1	<i>Afnemend groeipotentieel en haperende convergentie</i>	15
2.1.2	<i>Aanhoudend ruim monetair beleid</i>	19
2.1.3	<i>Ongebalanceerde financiering van de economie</i>	23
2.1.4	<i>Hoge private schulden</i>	25
2.1.5	<i>Hoge publieke schulden</i>	26
2.1.6	<i>Vervlechting overheden en banken</i>	29
2.2	Voorzienbare ontwikkelingen	33
2.2.1	<i>Vergrijzing</i>	33
2.2.2	<i>Klimaatverandering</i>	34
2.3	Kwetsbaarheden in relatie tot veerkracht en stabiliteit	35
<b>3.</b>	<b>Overzicht van potentiële maatregelen</b>	<b>37</b>
3.1	Stabiele groei en convergentie	37
3.1.1	<i>Verdieping van de interne markt</i>	38
3.1.2	<i>Budgettair instrumentarium van de EU</i>	43
3.1.3	<i>Verduurzaming van de Europese Economie</i>	54
3.2	Handelingsperspectief publieke schulden	55
3.2.1	<i>Europese begrotingsregels</i>	56
3.2.2	<i>No-bailout clause</i>	63
3.2.3	<i>Overige oplossingen</i>	67
3.3	Handelingsperspectief vervlechting banken en overheden	74
3.3.1	<i>Preventieve maatregelen</i>	75
3.3.2	<i>Versterken van het crisisraamwerk</i>	78
3.3.3	<i>Maatregelen voor een systeemcrisis</i>	82
3.4	Handelingsperspectief ten aanzien van het monetair beleid	86
3.4.1	<i>Verduidelijken ECB-mandaat</i>	88
3.4.2	<i>Ontlasten monetair beleid</i>	90
<b>4.</b>	<b>Integratievoorkeuren</b>	<b>91</b>
4.1	Inleiding	91
4.2	Vier integratievoorkeuren	93
4.2.1	<i>Gestaag door</i>	95
4.2.2	<i>Doorpakken</i>	98
4.2.3	<i>Meerdere snelheden</i>	102
4.2.4	<i>Meer markt</i>	105
	<b>Nawoord</b>	<b>115</b>
	<b>Appendix I Instellingsbesluit Commissie Europese Economie</b>	<b>117</b>
	<b>Appendix II Lijst met afkortingen</b>	<b>120</b>
	<b>Appendix III Literatuurlijst</b>	<b>121</b>

# Managementsamenvatting

Europese economische samenwerking vergt voortdurend onderhoud als gevolg van exogene schokken en de interne politieke dynamiek. Er is echter geen vooraf uitgestippelde route. Het is daarom van belang dat Nederland kleur bekent over de beoogde weg naar een stabiel en veerkrachtig Europa. Kleur bekennen betekent: expliciet zijn in welke richting Europese samenwerking zich dient te ontwikkelen, open zijn over de voor- en nadelen daarvan, en bereidheid tonen om de consequenties van deze keuze te aanvaarden. Een gedeelde visie voor het beoogde pad maakt het mogelijk om de eigen koers te bepalen en kan helpen om te reageren op onvoorziene economische en politieke ontwikkelingen.

In de bijna dertig jaar sinds het besluit tot invoering van de euro is de economische samenwerking intensiever geworden. De ervaring leert dat de grootste integratiestappen vaak gezet worden in crisistijd. Zo vormde de financiële crisis de aanleiding tot verdere integratie, met de bankenunie als resultaat. De Europese schuldencrisis leidde tot de oprichting van het Europees Stabilisatie Mechanisme (ESM) als vangnet voor overheden in financiële problemen.

Recenter heeft de COVID-19 crisis tot een ongekende schok voor de Europese economie geleid. Hoewel de gevolgen voor mensen en de economieën nog niet in hun geheel te overzien zijn, is duidelijk dat de crisis een nieuwe impuls heeft gegeven aan de Europese economische samenwerking. Tegelijkertijd zijn bestaande kwetsbaarheden in de Europese economie, zoals de hoge publieke schulden in een aantal lidstaten, versterkt. Opnieuw zijn er omvangrijke nieuwe Europese instrumenten, zoals het herstellfonds *Next Generation EU*, opgezet. De Europese Commissie zal voor het eerst geld kunnen lenen op de kapitaalmarkt om beleidsuitgaven in de lidstaten te financieren.

Dit laatste vormde de concrete aanleiding voor het verzoek aan een onafhankelijke Commissie Europese economie (hierna: de Commissie) om voor het Nederlandse kabinet handelingsperspectieven te schetsen bij de vraag hoe de Europese economie stabielere, weerbaarder en veerkrachtiger kan worden gemaakt. Het verzoek was om daarbij ook te kijken naar verschillende opties voor het beleid met verschillende gevolgen voor de Europese integratie.

Integratie ziet de Commissie als het proces van het verplaatsen van autoriteit van nationaal naar Europees niveau op basis van verdragen en onderliggende regelgeving die door de lidstaten worden aangenomen. Vertrekkend vanuit een economische en financiële invalhoek, beschrijft de Commissie in dit rapport handelingsperspectieven voor Nederland op het gebied van integratie in komende kabinetsperiodes. Het rapport bevat daartoe een analyse van de belangrijkste opgebouwde en te voorziene kwetsbaarheden op financieel-economisch en monetair terrein (hoofdstuk 2). Vervolgens inventariseert het rapport een breed scala aan potentiële maatregelen die de Europese economie als geheel stabielere en veerkrachtiger kunnen maken (hoofdstuk 3). Deze maatregelen worden vervolgens geclusterd in vier samenhangende pakketten maatregelen, die we integratievoorkeuren noemen, en waaruit politieke beleidsbepalers een keuze dienen te maken (hoofdstuk 4).

## Kleur bekennen

De Commissie beveelt aan om vanuit een bredere visie en gedeelde integratievoorkeur te handelen. Daarom schetst de Commissie in het 4e hoofdstuk vier coherente beleidspakket-

ten. Deze 'integratievoorkeuren' verschillen onderling in snelheid (stapsgewijs of versneld), uniformiteit (alle lidstaten tegelijkertijd, of meerdere snelheden) en het leidende mechanisme om stabiliteit en veerkracht mee te bewerkstelligen (beleidscoördinatie of disciplineren vanuit de markten).

De integratievoorkeuren kennen hun oorsprong in uiteenlopende politiek-ideologische voorkeuren. Die voorkeuren kennen hun eigen overtuigingen over hoe de stabiliteit en veerkracht van de Europese economie vergroot kunnen worden. Dit beschouwt de Commissie als gegeven. Gegeven die voorkeuren zijn passende maatregelen geselecteerd om de stabiliteit en veerkracht te vergroten. De Commissie maakt in dit rapport geen ordening van de integratievoorkeuren. Dat wil niet zeggen dat de uitwerking van de integratievoorkeuren op de stabiliteit en veerkracht van de Europese economie hetzelfde is. Dit komt in de integratievoorkeuren zelf aan de orde.

Bij de vier integratievoorkeuren zijn consistente pakketten van beleidsmaatregelen samengesteld. Het gaat bijvoorbeeld om maatregelen om groei te bevorderen, publieke schulden terug te dringen en vervlechting tussen banken en overheden te verkleinen. Het consequent vanuit een gedeelde integratievoorkeur handelen vergroot de invloed van Nederland op de Europese ontwikkeling. De Commissie benadrukt dat selectief winkelen tussen die integratievoorkeuren onwenselijk is omdat hiermee geen consistent beleid wordt gevolgd; de Commissie acht het wenselijk dat partijen ook helder zijn over de minder prettige maatregelen en risico's die horen bij een integratievoorkeur. Zonder twijfel zullen er in de komende kabinetsperiodes nieuwe ontwikkelingen en Europese initiatieven zijn die in dit rapport niet aan de orde komen. Het beschikken over een gedeeld kader maakt het mogelijk om hier tijdig op in te spelen.

De Commissie ziet de toekomst van Nederland binnen de Europese Unie (EU) en Economische en Monetaire Unie (EMU). Nederland heeft zijn welvaart mede te danken aan de interne markt. In een situatie van ingrijpende geopolitieke veranderingen, staat Nederland sterker als lid van de EU. Om dat te behouden zullen juist in EU-verband oplossingen moeten worden gevonden voor een aantal grote vraagstukken waar Nederland en andere EU-lidstaten de komende decennia voor staan: klimaatverandering, demografische ontwikkelingen, migratie en geopolitieke uitdagingen.

## Kwetsbaarheden

De Commissie ziet zes fundamentele, reeds opgebouwde kwetsbaarheden in de Europese economie: (1) afnemend en divergerend groeipotentieel; (2) aanhoudend ruim monetair beleid; (3) ongebalanceerde financiering van de economie; (4) hoge private schulden; (5) hoge publieke schulden; en (6) vervlechting van overheden en banken. Daarnaast moeten uitdagingen voor de toekomst, met name de financieel-economische gevolgen van de vergrijzing en de klimaattransitie, adequaat worden aangepakt. Dat is randvoorwaardelijk aan het omgaan met de kwetsbaarheden.

De kwetsbaarheden en voorzienbare ontwikkelingen versterken elkaar in het vergroten van de uitdagingen voor de stabiliteit en de veerkracht en van de Europese economie. Zo staat het lage groeipotentieel de afbouw van publieke schulden in de weg, en belemmert het daarmee ook de mogelijkheden om de kosten van vergrijzing en klimaatverandering op te vangen. De aankoopprogramma's die de ECB inzet ten behoeve van prijsstabiliteit verzwakken de prikkel om de overheidsschulden te beperken, terwijl deze hoge overheidsschulden weer een risico vormen voor de financiële stabiliteit. In combinatie met de hoge private schulden en de vervlechting tussen banken en overheden maakt dit de economie kwetsbaar voor economische schokken. De kwetsbaarheden ondermijnen daarmee het vermogen van de economie om schokken te absorberen en zich aan te passen.

Divergentie tussen Europese economieën vergroot de uitdagingen voor het functioneren van de E(M)U verder. Door uiteenlopende schuldratio's zijn er grote verschillen tussen de nationale begrotingsruimten van lidstaten om de economie te stabiliseren na een schok. De divergenties raken vooral het functioneren van de eurozone, omdat daarin door het centrale monetaire beleid de mogelijkheid van lidstaten om door eigen monetair beleid onevenwichtigheden te bestrijden beperkt is. Naast economische complicaties heeft divergentie ook gevolgen voor de (beleids)voorkeuren in de verschillende lidstaten en het draagvlak voor gemeenschappelijke maatregelen. Juist die gemeenschappelijkheid is belangrijk door de verwevenheid van de economieën: ook schokken die initieel slechts een gedeelte van de EU of eurozone treffen, kunnen vervolgens naar het geheel overslaan. Divergentie zorgt voor verschil in veerkracht tussen lidstaten. De uiteindelijke gevolgen van schokken mede daardoor niet in alle lidstaten hetzelfde zijn, waardoor het politiek lastiger wordt een gemeenschappelijk antwoord op deze schokken te formuleren.

## Maatregelen

Het rapport schetst een breed arsenaal aan maatregelen om de kwetsbaarheden te verminderen, en de stabiliteit en veerkracht van de Europese economie te vergroten (hoofdstuk 3). Veel van deze maatregelen zijn niet nieuw, maar onderdeel van lopende Europese beleidsdiscussies.

De Commissie schetst maatregelen gericht op duurzame stabiele groei en convergentie, het verminderen van de verflechting tussen banken en overheden, het afbouwen van de hoge publieke schulden en het ruime monetaire beleid. Dit zijn zowel maatregelen die in normale tijden als in reactie op een economische schok kunnen worden ingezet.

Voor het bevorderen van duurzame en stabiele groei is op EU-niveau een aantal beleidsterreinen te identificeren. Ten eerste kan de interne markt, waar alle lidstaten van profiteren en die de basis voor de Europese integratie vormt, worden versterkt. Daarnaast kan het budgettair instrumentarium van de EU in zijn samenstelling beter benut worden door het meer te richten op gemeenschappelijke doelen, waaronder groeibevorderende maatregelen met schaalvoordelen (grensoverschrijdende projecten, onderzoek).

De Commissie vindt het belangrijk dat er een raamwerk is dat landen ertoe aanzet hoge publieke schulden, bij voorkeur in goede tijden, daadwerkelijk te verlagen. Het rapport benoemt opties om door middel van beleidsafspraken over begrotingsregels en het toezicht daarop tot lagere schulden te komen alsook dit te bereiken via een versterking van de rol van marktdiscipline, via het versterken van een raamwerk voor herstructurering van publieke schulden en het beter beprijzen van blootstellingen op overheden.

Voortgang in de bankenunie is wenselijk voor de stabiliteit en weerbaarheid van de Europese economie. In het rapport worden maatregelen benoemd die bijdragen aan verdere ontvlechting tussen overheden en banken. Daarbij wordt een onderscheid gemaakt tussen preventieve maatregelen en crisismaatregelen. Preventieve maatregelen maken banken weerbaarder, zodat ze beter in staat zijn om zelf verliezen te absorberen. Crisismaatregelen zorgen ervoor dat problemen bij individuele banken zo min mogelijk overslaan op andere banken en overheden.

Door de onafhankelijkheid van de ECB is het handelingsperspectief voor de Nederlandse overheid met betrekking tot het monetair beleid beperkt. Overheden gaan echter wel over het mandaat van de ECB. De Commissie Europese Economie ziet dan ook mogelijkheden voor aanscherpingen van het mandaat van de ECB. Daarnaast kunnen overheden de ECB ontlasten door de juiste budgettaire instrumenten in te zetten.

## Integratievoorkeuren: een politieke weging

Individuele maatregelen worden gewogen in hoofdstuk 4. De Commissie ziet een aantal maatregelen die bij alle integratievoorkeuren passen. Het gaat daarbij bijvoorbeeld om maatregelen om de interne markt te verdiepen, de kapitaalmarktunie te versterken en de EU-begroting zoveel mogelijk te besteden aan gemeenschappelijke doelen. We noemen dit 'no regret' maatregelen.

Ook benoemt het rapport een aantal maatregelen die in huidige beleidsdiscussies aan de orde komen, maar die volgens de Commissie in geen geval bijdragen aan stabiliteit en veerkracht, zoals bijvoorbeeld een 'green golden rule' om extra begrotingsuitgaven voor duurzame investeringen mogelijk te maken, of financiële repressie middels het kunstmatig laaghouden van rentes om schulden terug te brengen.

De overige maatregelen zijn ondergebracht in vier integratievoorkeuren: consistente beleidspakketten die aansluiten bij mogelijke politieke voorkeuren voor Europese financieel-economische integratie. De visie die beleidsmakers hebben voor toekomstige Europese samenwerking vormt het uitgangspunt voor beleidskeuzes. De integratievoorkeuren zetten in verschillende mate in op marktmechanismen en op beleidscoördinatie om de kwetsbaarheden in de Europese economie aan te pakken. Daarnaast verschillen de integratievoorkeuren in de mate van uniformiteit waarin de Europese lidstaten integreren en de snelheid waarmee en mate waarin dit gebeurt. We komen zo tot vier voorkeuren: (1) *gestaag door*; (2) *doorpakken*; (3) *meerdere snelheden*; (4) *meer markt*.

### *Integratievoorkeur 1) gestaag door*

In de integratievoorkeur *gestaag door* is het belangrijkste uitgangspunt dat landen in eerste instantie zelf de verantwoordelijkheid hebben om te werken aan het verlagen van publieke schulden, verhogen van potentiële groei en een gezonde financiële sector. Begrotingsdiscipline blijft een leidend motief en er worden daarom geen fundamentele aanvullende maatregelen genomen op Europees niveau om de kwetsbaarheden aan te pakken. Verdere integratie via kleine stappen blijft mogelijk, waarbij gezocht wordt naar maatregelen waarin alle lidstaten zich kunnen vinden. Bij kleine stappen kan bijvoorbeeld, maar niet uitsluitend, worden gedacht aan het verbeteren van het anticyclische karakter van de begrotingsregels en het onafhankelijker maken van het toezicht hierop, het reserveren van op basis van unanimiteit in te zetten extra financiële ruimte voor onverwachte niet nader gedefinieerde schokken en het verstrekken van noodliquiditeit tussen nationale depositogarantiestelsels. In deze integratievoorkeur wordt vertrouwd op de bereidheid van landen zelf om kwetsbaarheden aan te pakken. Nederland legt zich erbij neer dat het tempo waarmee dit gebeurt, lager ligt dan Nederland dat graag zou zien. Een keuze voor deze integratievoorkeur gaat daarom gepaard met het risico dat er in crisissituaties onder grote tijdsdruk verdergaande maatregelen genomen moeten worden, wat met grote waarschijnlijkheid leidt tot economisch suboptimale oplossingen. In zulke situaties zal het lastig zijn om noodzakelijke hervormingen als tegenvoorwaarden op te werpen. Tegenover dit nadeel staat het voordeel dat andere landen op voorhand geen rekening kunnen houden met het beschikbaar stellen van additionele middelen door Nederland.

### *Integratievoorkeuren 2) doorpakken en 3) meerdere snelheden*

In de integratievoorkeuren voor verdergaande integratie wordt onderscheid gemaakt tussen uniforme (*doorpakken*) en pluriforme (*meerdere snelheden*) integratie. Bij beide integratievoorkeuren is het uitgangspunt dat economische divergentie binnen de eurozone aanzienlijke risico's en kosten met zich meebrengen. Een sterke en evenwichtige Europese economie is in deze integratievoorkeur nodig om de voordelen van de interne markt te maximaliseren en de Nederlandse belangen bij wereldwijde geopolitieke belangen te behartigen. Nederland wordt in dit geval een voortrekker van sterkere Europese integratie. Via nieuwe collectieve Europese faciliteiten, een grotere EU-begroting en een volledig geïntegreerde bankenunie

wordt ingezet op convergentie en kan stabiliteit en veerkracht gezamenlijk verder worden versterkt. Nederland kiest er in deze integratievoorkeuren voor indien nodig financieel bij te dragen aan het helpen oplossen van economische erfenissen bij lidstaten en voor het delen van risico's om de divergentie beheersbaar te houden. In ruil hiervoor vraagt Nederland hervormingen gericht op het verminderen van economische kwetsbaarheden.

Instrumenten die hieraan bij kunnen dragen zijn bijvoorbeeld een stabilisatiefunctie voor economische schokken en een fonds voor structuurversterking. Ook gezamenlijke obligatie-uitgifte tot een bepaald schuldniveau in percentage van het BBP behoort tot de mogelijkheden. Het crisisraamwerk voor falende banken wordt uitgebreid, onder andere met de komst van een Europees depositogarantiestelsel. Deze instrumenten kunnen bijdragen aan het verminderen van divergentie, en tegelijkertijd het monetaire beleid ontlasten. Het opzetten van dergelijke nieuwe collectieve instrumenten in ruil voor hervormingen brengt echter moreel gevaar met zich, waarbij het risico bestaat dat lidstaten wel profiteren van deze arrangementen zonder zelf voldoende hervormingen door te voeren. Als dit gebeurt, gaat dit ten koste van de veerkracht van de Europese economie en kunnen de kosten voor Nederland hoog oplopen. Indien Nederland kiest voor deze integratievoorkeuren, wordt er daarom ingezet op randvoorwaarden om deze kosten te beperken.

Bij de integratievoorkeur *doorpakken* doen alle lidstaten tegelijkertijd mee aan de nieuwe collectieve faciliteiten, vanuit de overtuiging dat het collectief aanpakken van kwetsbaarheden nodig is om divergentie tegen te gaan. Bij de integratievoorkeur *meerdere snelheden* doen daarentegen niet alle landen vanaf het begin mee aan verdere integratie. Er worden aanzienlijke additionele waarborgen voor deelname aan bepaalde collectieve faciliteiten ingebouwd, om het risico op moreel gevaar tegen te gaan. Zo dienen lidstaten in deze variant eerst bepaalde eigen problematische economische erfenissen op te lossen. Nederland kiest ervoor alleen risico's te delen met lidstaten met vergelijkbare risico's. Het uiteindelijke doel bij deze integratievoorkeur is echter wel dat alle lidstaten aan alle arrangementen meedoen, maar lidstaten mogen pas meedoen als ze op basis van objectieve financieel-economische factoren als voldoende gezond worden beschouwd. Zo kunnen lidstaten met lage schulden bijvoorbeeld reeds starten met gezamenlijke obligaties of een stabilisatiemechanisme, en kunnen lidstaten met hoge schulden aansluiten wanneer zij hun schuld tot een bepaald niveau hebben afgebouwd. Een belangrijk uitgangspunt hierbij is dat landen niet worden bestraft voor het niet halen van doelen, maar bij succesvolle schuldafbouw worden beloond door toegang te krijgen tot de gemeenschappelijke faciliteiten. Indien Nederland kiest voor deze integratievoorkeur, zullen onder andere exit-criteria moeten worden opgesteld, om te voorkomen dat landen na het verkrijgen van toegang tot een faciliteit alsnog niet aan relevante afspraken (blijven) voldoen. De vormgeving van de preventieve kredietlijn van het ESM, zoals opgenomen in het nieuwe ESM-verdrag, kan als voorbeeld dienen voor deze benadering. Lidstaten worden op deze manier beloond voor het versterken van hun economie, maar er kunnen ook achterblijvers ontstaan. Op deze manier ontstaat een "Europa van meerdere snelheden". Hierbij bestaat het risico dat landen langdurig niet mee kunnen doen aan bepaalde arrangementen. Dat kan de divergentie verder vergroten en ten koste gaan van de financiële stabiliteit. De druk zal dan wellicht groot worden om landen, ondanks het nog niet voldoen aan de criteria, toch toe te laten.

#### *Integratievoorkeur 4) Meer markt*

Bij de integratievoorkeur *meer markt* is het uitgangspunt dat Nederland onvoldoende vertrouwen heeft in beleidscoördinatie voor het verkleinen van de divergentie. Bovendien staat voor Nederland het beschikken over eigen beleidsruimte centraal. Nederland wil voorkomen dat steeds meer bevoegdheden worden overdragen of "gedeeld", sluipend of onder de grote druk van een crisis. Het uitgangspunt in deze integratievoorkeur is dat uiteindelijk alleen marktkrachten voldoende kunnen disciplineren. Nederland wil daarom



de “no-bailout clause” nieuw leven inblazen en lidstaten zo dwingen op eigen kracht economische convergentie te bereiken. Wel bepleit Nederland actief het vergroten van private risicodeling in de bankenunie en de kapitaalmarktunie om negatieve spillovers tussen landen te dempen. Dit kan bijvoorbeeld door het vergroten en gezamenlijk maken van door banken gevulde fondsen die ingezet kunnen worden bij bankfalen. Een onvermijdelijke consequentie van de nadruk op meer marktwerking en de no-bail out clause is dat er zich de mogelijkheid voordoet dat het lidmaatschap van de eurozone voor een individueel land kan ophouden.

Op korte termijn is het volledig vertrouwen op marktdiscipline vanwege de huidige hoge publieke schulden zeer riskant, wat kan leiden tot uitstel van het nieuw leven inblazen van marktkrachten. Dit doet afbreuk aan de stabiliteit en veerkracht van de eurozone, en tevens aan de bewegingsruimte van de ECB, die langdurig beperkt wordt. Nederland kent binnen deze integratievoorkeur daarom hoge prioriteit toe aan het versneld afbouwen van de hoge publieke schulden. Nederland bepleit daarom een gezamenlijk schuldafbouwfonds onder geëigende voorwaarden om snellere schuldafbouw te stimuleren.

Nederland kiest eerst voor het overtuigen van lidstaten van de wenselijkheid van marktdiscipline en de noodzaak van aanpak van te hoge publieke schulden. Wanneer andere lidstaten echter verder willen integreren door middel van nieuwe gemeenschappelijke arrangementen koerst Nederland aan op opt-outs voor specifieke arrangementen zoals collectieve schuld, een opvolger voor het herstelfonds of een permanente macro-economische stabilisatiefunctie. Nederland maakt dan die keuze omdat de risico's op moreel gevaar, permanente transfers en inperking van de eigen budgettaire autonomie niet opwegen tegen de mogelijke voordelen van het vergroten van de financiële stabiliteit. Door een bewust afwijkende koers te varen, zal Nederland, in onderhandelingen op andere beleidsterreinen mogelijk minder sterk staan.

# Kiezen uit 4 pakketten van maatregelen

om de stabiliteit en veerkracht van de Europese economie te vergroten

Pakketten van maatregelen:

- (A) Gestaa door**  
Geleidelijke integratie
- (B) Doorpakken**  
Versnelde uniforme integratie
- (C) Meerdere snelheden**  
Versnelde pluriforme integratie
- (D) Meer markt**  
Ruimte voor marktmechanismen en nationale beleidsruimte



Maatregelen op het gebied van:

- Stabiele groei en convergentie
- Afbouw publieke schulden
- Minder vervlechting banken en overheden
- Verduidelijken en ontlasten monetair beleid

Maatregelen per pakket:

Doel	Maatregel	(A) Gestaa door	(B) Doorpakken	(C) Meerdere snelheden	(D) Meer markt
Stabiele groei en convergentie	Aanpassen dienstenrichtlijn	No-regret ●	●	●	●
	Grensoverschrijdend arbeidsmarktbeleid	No-regret ●	●	●	●
	Verdieping kapitaalmarkt	No-regret ●	●	●	●
	Harmonisatie van belastingbeleid	●	●	●	
	Beperken private schulden		●	●	
	EU-begroting gericht op collectieve goederen	No-regret ●	●	●	●
	Herstelfonds permanent maken		●	●	○
	Stabilisatiefunctie	●	●	●	○
	CO <sub>2</sub> -beprijzing	No-regret ●	●	●	●
	Green golden rule	Regret			
Afbouw publieke schulden	Aanpassingen in de Europese begrotingsregels	●			
	Onafhankelijker toezicht op naleving van de Europese begrotingsregels	●			
	Vervanging van begrotingsregels door begrotingsnormen	Regret			
	Koppeling naleving Europese begrotingsregels aan financiële instrumenten			●	
	Op korte termijn afschaffen van Europese begrotingsregels	Regret			
	Ordentelijk proces voor herstructurering van onhoudbare overheidsschuld	●			●
	Schuldafbouwfonds				●
	Gezamenlijke publieke schuld		●	●	○
	Erosie van schulden door inflatie	Regret			
	Financiële repressie	Regret			
Minder vervlechting banken en overheden	Verhogen kapitaaleisen	●			●
	Prudentiële behandeling van staatsobligaties	●	●		●
	Slechten barrières voor internationale operaties van banken		●		
	Europees depositogarantiestelsel	●	●	●	●
	Beperken staatssteun en gelijkere behandeling banken	●	●		
	Resolutie in een systeemcrisis	●	●		●
	Europese Publieke bad bank				○
	Europese verplichte herkapitalisatie van banken				○
Monetair beleid	Definitie prijsstabiliteit in Verdrag opnemen				●
	Grotere rol budgettair beleid		●	●	
	Schulden verlagen om ECB te bevrijden van debt trap				●

● Volledige maatregel    ● Initieel door deel van landen genomen    ● Aangepaste versie    ○ Opt-out

# 1.

## Opdracht, inleiding, vraagstelling en kernbegrippen

De COVID-19 pandemie heeft een aantal bestaande uitdagingen van de Europese Unie (EU), en meer specifiek van de Economische en Monetaire Unie (EMU), uitvergroot en daarmee geleid tot verschillende Europese nood- en herstelmaatregelen. Dit vormde de directe aanleiding voor het kabinet om de Commissie Europese Economie (hierna: de Commissie) te vragen om de brede financieel-economische en monetaire situatie in de Europese Unie te onderzoeken.

De Commissie is gevraagd om handelingsperspectieven te presenteren voor een kabinetsinzet voor het Europese financieel-economisch beleid, om de Europese economie als geheel “stabiel, weerbaarder en veerkrachtiger” te maken. Het instellingsbesluit van de Commissie, opgenomen in Appendix I, specificeert vervolgens dat de analyse met name gericht zal zijn op het monetaire beleid, het begrotingsbeleid inclusief de financiering ervan en de rol van de bancaire sector, alsmede de interacties tussen deze terreinen. De analyse is daarmee primair economisch van aard en schetst, zoals verzocht, verschillende opties tot uitvoering van het beleid met een verschillende impact op de Europese integratie. Gezien het politieke karakter van de Europese samenwerking en het feit dat het financieel-economisch beleid van de EU geen geïsoleerd onderdeel is van deze samenwerking, wordt de politieke context van de verschillende opties hierbij meegenomen.

### 1.1

#### Inleiding

De EU heeft Nederland en de andere lidstaten veel gebracht. Ten eerste heeft zij bijgedragen aan vrede en de wederopbouw na de Tweede Wereldoorlog. Daarnaast is de EU een waardengemeenschap, die zich inzet voor versterking en behoud van de rechtstaat. Tenslotte is de EU, en met name de interne markt, een bron van grote welvaartswinst voor de lidstaten. Deze verworvenheden zijn wellicht niet voor iedereen op elk moment even zichtbaar. Doordat de EU in het Nederlandse politieke debat doorgaans geen grote rol speelt, kan de invloed van de EU gemakkelijk worden onderschat. Het belang van een goed functionerende EU voor onze economie valt echter moeilijk te overschatten.

De Europese lidstaten worden de komende jaren geconfronteerd met verschillende grote ontwikkelingen die een bedreiging vormen voor de welvaart – in de breedste zin van het woord – van hun burgers. Sommigen hiervan zijn bekend, waardoor we ons erop voor kunnen bereiden. De twee meest in het oog springende voorbeelden hiervan zijn de gevolgen van klimaatverandering en een vergrijzende bevolking. Daarnaast zijn er ontwikkelingen die weliswaar voorstelbaar zijn maar waarbij er nog onvoldoende consensus is over de richting waarin deze ontwikkelingen gaan en hoe hier beleidsmatig het best mee kan om worden gegaan. Denk hierbij bijvoorbeeld aan verschuivende geopolitieke machtsverhoudingen, toenemend populisme en protectionisme - mede door toegenomen economische kansenongelijkheid en angst voor verlies van culturele identiteit.

Oplossingen voor de bovengenoemde uitdagingen zullen moeten bestaan uit een combinatie van nationaal en Europees beleid. Door de sterke verwevenheid tussen de Europese economieën en het grensoverschrijdende karakter van ontwikkelingen als klimaatverandering, is samenwerking binnen de EU essentieel voor het aanpakken van de uitdagingen.

Naast de in meer of mindere mate voorzienbare en langjarige ontwikkelingen, zullen de Europese economieën mogelijk door nieuwe crises geraakt worden. De afgelopen decennia zijn gekenmerkt door twee grote mondiale economische crises, de financiële crisis die uitbrak in 2008 en de COVID-19 pandemie die uitbrak in 2020. Waar landen als de VS relatief snel van de financiële crisis herstelden, heeft de tragere aanpak in EU-kader de crisis in de EU verlengd en verdiept. Naar het zich nu laat aanzien, zal het economische herstel in de EU ook dit keer trager verlopen dan in de VS. Het opvangen van de economische gevolgen van de COVID-19 pandemie wordt in sommige EU-landen immers gehinderd door de beperkte beschikbare begrotingsruimte – Europese vangnetten ten spijt. Een snelle, gecoördineerde en effectieve reactie is in Europa vanwege de aard van de Unie nu eenmaal niet eenvoudig: het is een politiek samenwerkingsproject tussen onderling sterk (economisch, historisch, cultureel) verschillende lidstaten, die op veel terreinen autonoom zijn in hun beleidskeuzes.

De huidige EU is het resultaat van de opeenvolging van gebeurtenissen, crises en reacties daarop, en elke ontwikkeling vindt plaats tegen de achtergrond van deze erfenis. De COVID-19 crisis heeft de bestaande problemen scherper blootgelegd. Het risico bestaat dat deze problemen er verder door worden vergroot. Hoe het best kan worden omgegaan met komende, maar nu nog onbekende crises, vormt een belangrijk onderdeel van het ontwikkelen van een stabiele en veerkrachtige Europese economie.

## 1.2

### De concepten van stabiliteit en veerkracht

Deze Commissie is gevraagd handelingsperspectieven te verschaffen aan de Nederlandse overheid bij haar inzet om de Europese economie te versterken. De twee begrippen die in de analyse centraal zullen staan zijn “stabiliteit” en “veerkracht”. Het is belangrijk eerst een eenduidig begrip te hebben van wat deze concepten behelzen.

In de economische analyse is stabiliteit een vertrouwd begrip. Hiermee wordt bedoeld op beperkte variantie of volatiliteit van belangrijke economische indicatoren. Stabiliteit is dan ook relatief goed meetbaar. Stabiliteit sluit aan bij de klassieke beleidsdoelstellingen: (reële) economische stabiliteit, financiële stabiliteit en prijsstabiliteit. Deze drie vormen van stabiliteit hangen in hoge mate met elkaar samen: het is lastig stabiliteit te bereiken op één van de terreinen als er geen stabiliteit op de andere terreinen is. De vraag is dus hoe stabiliteit kan worden bewaakt en waar mogelijk of nodig vergroot.

Het begrip veerkracht vergt meer uitleg, omdat het conceptueel een moeilijker begrip is en omdat het lastiger meetbaar is. Een hoge mate van veerkracht betekent, kort gezegd, een snel herstel na een negatieve schok, tegen relatief lage kosten en geringe bijwerkingen. Er zijn daarbij een aantal verschillende elementen die bij kunnen dragen aan het vergroten van veerkracht. Een eerste is het verdienvermogen van de economie. Dat wordt onder andere bepaald door de stand van de technologische ontwikkeling, het aanwezige fysieke en menselijke kapitaal, en het concurrentievermogen. Als deze worden vergroot of verbeterd, heeft dat een positief effect op veerkracht. Veerkracht wordt ook vergroot door het inbouwen van voldoende buffers, bijvoorbeeld in de vorm van budgettaire en monetaire beleidsruimte. Onderzoek laat zien dat de schade van een financiële crisis in termen van gemiste groei aanzienlijk kan worden beperkt door tijdige inzet van deze budgettaire en monetaire ruimte.<sup>1</sup> Deze ‘veiligheid’ is echter niet gratis, want budgettaire consolidatie gaat gepaard met economische en politieke kosten. Snelle en heldere politieke besluitvorming

<sup>1</sup> Romer & Romer (2017) laten zien dat de krimp in productie na een financiële crisis minder dan 1% BBP is in geval een land beschikt over voldoende beleidsruimte in de vorm van een lage schuld tot BBP ratio en rentes die voldoende hoog boven de *zero-lower bound* liggen. Landen die over geen van beide vormen van beleidsruimte beschikken ervaren een verlies van ca 10% in hun productie. Het onderzoek is gebaseerd op 24 ontwikkelde economieën in de naoorlogse periode.

is een derde element dat bijdraagt aan veerkracht. Tenslotte interacteren stabiliteit en veerkracht ook met elkaar: stabiliteit kan immers de omvang van negatieve schokken beperken, wat veerkracht ten goede komt en daarmee ook de gevolgen ervan voor de (brede) welvaart vermindert.

Dit rapport bespreekt verschillende opties om de Europese Unie stabiel en veerkrachtiger te maken, inclusief voor- en nadelen en risico's. Welke opties wenselijk zijn, hangt af van de politieke voorkeur ten aanzien van de manier en mate en het tempo van verdere Europese integratie. Integratie zien we als het proces van het verplaatsen van autoriteit van nationaal naar Europees niveau op basis van verdragen en onderliggende regelgeving die door de lidstaten worden aangenomen.<sup>2</sup> Het kan hier gaan om het stellen van regels (bijvoorbeeld begrotingsregels), het overhevelen van bevoegdheden of het inrichten van nieuwe Europese instellingen.

### 1.3

#### De indeling van het rapport

Om tot een advies te komen, begint het rapport met een analyse van zes economische kwetsbaarheden die in de loop van de tijd in de Europese economie zijn opgebouwd. Deze worden beschreven in hoofdstuk 2. Het gaat om 1) afnemend en divergerend groeipotentieel; 2) aanhoudend ruim monetair beleid; 3) ongebalanceerde financiering van de economie; 4) hoge private schulden; 5) hoge publieke schulden; en tenslotte 6) vervlechting van overheden en banken.

De Europese Unie wordt daarnaast geconfronteerd met een aantal ontwikkelingen, eveneens beschreven in hoofdstuk 2, die onvermijdelijk op ons afkomen, maar waarvan de omvang onzeker is. Hierbij gaat het in de eerste plaats om de vergrijzing en het daarmee afnemende arbeidspotentieel (ten opzichte van het aantal gepensioneerden). Vervolgens zijn er (de kosten van) de klimaat- en milieuontwikkelingen. Op deze ontwikkelingen kan in principe anticiperend beleid gevormd worden. Dat is, vanwege de hoge budgettaire en politieke kosten alsook de onzekerheid rondom het daadwerkelijke verloop van deze ontwikkelingen, overigens niet gemakkelijk.

Bovengenoemde kwetsbaarheden hebben een wisselwerking met de voorzienbare ontwikkelingen en ook met elkaar. Het opvangen van de extra kosten van een onverwacht snellere toename in de levensverwachting is bijvoorbeeld moeilijker wanneer de overheidsschuld hoger is.

Veerkracht en stabiliteit kunnen tenslotte op de proef worden gesteld door onbekende economische schokken. Echter, het verminderen van de bestaande kwetsbaarheden kan de economie weerbaarder maken voor zowel bekende als onbekende toekomstige ontwikkelingen.

Welke maatregelen kunnen er nu genomen worden om de in Hoofdstuk 2 beschreven uitdagingen aan te pakken en de Europese economie als geheel stabiel en veerkrachtiger te maken? Hoofdstuk 3 geeft een overzicht van een breed scala aan potentiële maatregelen die hier een bijdrage aan kunnen leveren. De meeste van deze maatregelen zijn niet nieuw, maar onderdeel van de Europese beleidsdiscussie.

Het rapport schetst maatregelen gericht op duurzame stabiele groei en convergentie, het verminderen van de vervlechting tussen banken en overheden, het afbouwen van de hoge

<sup>2</sup> Het hoeft daarbij niet perse om verplaatsing naar de Europese Unie te zijn. Ook het sluiten van verdragen zoals bijvoorbeeld het ESM verdrag, wat buiten het EU-recht valt maar een belangrijke rol speelt in de Europese economische architectuur, zien we als een vorm van integratie.

publieke schulden en het ruime monetaire beleid. Dit zijn zowel maatregelen die in normale tijden als in reactie op een economische schok kunnen worden ingezet.

In het vierde en laatste hoofdstuk worden de individuele maatregelen uit hoofdstuk 3 gewogen. De Commissie ziet een aantal maatregelen die bij alle integratievoorkeuren passen; we noemen dit ‘no regret’ maatregelen. Ook benoemt het rapport een aantal maatregelen die in de huidige beleidsdiscussies aan de orde komen, maar die volgens de Commissie in geen geval bijdragen aan stabiliteit en veerkracht.

De overige maatregelen zijn ondergebracht in vier integratievoorkeuren: consistente beleidspakketten die aansluiten bij mogelijke politieke voorkeuren voor Europese financieel-economische integratie. Er is bewust gekozen voor het woord “voorkeur”, omdat het gaat om het handelingsperspectief van de *Nederlandse regering*. De visie die beleidsmakers hebben voor toekomstige Europese samenwerking vormt het uitgangspunt voor de beleidskeuzes. De integratievoorkeuren zetten in verschillende mate in op marktmechanismen en op beleidscoördinatie om de kwetsbaarheden in de Europese economie aan te pakken. Daarnaast verschillen de integratievoorkeuren in de mate van uniformiteit en snelheid waarin de Europese lidstaten integreren. Elke voorkeur heeft voor- en nadelen. De weging van deze voor- en nadelen hangt echter sterk af van de politieke voorkeur hoe de stabiliteit en veerkracht van de Europese economie te verbeteren. De Commissie schetst daarom bij iedere voorkeur relevante afwegingen, maar doet geen uitspraak over de wenselijkheid van de voorkeuren. De vertaling van alle maatregelen – regrets, no-regrets en maatregelen die alleen in bepaalde integratievoorkeuren passen - wordt daarbij schematisch weergegeven in een overzichtstabel (figuur 4.1 op pagina 109).

De afgelopen jaren is het functioneren van de Europese economische en monetaire situatie, inclusief de economische en monetaire unie (EMU), vanuit Nederlands perspectief meermaals bestudeerd, o.a. door het Centraal Planbureau<sup>3</sup>, de Raad van State<sup>4</sup>, de Adviesraad Internationale Vraagstukken<sup>5</sup>, de Nederlandsche Bank<sup>6</sup>, Instituut Clingendael<sup>7</sup> en ook door het kabinet zelf.<sup>8</sup> De meerwaarde van het voorliggende rapport ligt, in de ogen van de Commissie, met name in de aanpak van het laatste hoofdstuk, in combinatie met het advies aan het kabinet om expliciet te zijn over de gewenste richting waarin de Europese samenwerking zich dient te ontwikkelen. Dit acht de Commissie belangrijk omdat het consequent vanuit een gedeelde integratievoorkeur handelen de invloed van Nederland op de Europese ontwikkeling vergroot. Zonder twijfel zullen er in de komende kabinetsperiodes nieuwe ontwikkelingen en Europese initiatieven zijn die in dit rapport niet aan de orde komen. Het beschikken over een gedeeld kader maakt het mogelijk om hier tijdig op in te spelen.

De Commissie ziet de toekomst van Nederland binnen de Europese Unie (EU) en Economische en Monetaire Unie (EMU). Nederland heeft zijn welvaart mede te danken aan de interne markt. En in een situatie van ingrijpende geopolitieke veranderingen, staat Nederland sterker als lid van de EU. Om dat te behouden zullen juist in EU-verband oplossingen moeten worden gevonden voor een aantal grote vraagstukken waar Nederland en andere EU-lidstaten de komende decennia voor staan, zoals klimaatverandering, demografische ontwikkelingen, migratie en geopolitieke uitdagingen.

<sup>3</sup> CPB (2017)

<sup>4</sup> Raad van State (2017)

<sup>5</sup> Adviesraad Internationale Vraagstukken (2017)

<sup>6</sup> DNB (2017)

<sup>7</sup> Schout (2018)

<sup>8</sup> Kamerstuk 21501-20-1262

## 2. Kwetsbaarheden en voorzienbare ontwikkelingen in de Europese economie

Opgebouwde kwetsbaarheden in de Europese economie beperken de stabiliteit en veerkracht en maken het moeilijk om bestaande economische uitdagingen op te pakken. Bovendien maken de bestaande kwetsbaarheden de economie bevattelijk voor verschillende onverwachte economische schokken. Daarnaast zijn er diverse langjarige ontwikkelingen die een risico kunnen vormen voor de toekomstige stabiliteit en veerkracht van de economie.

Het adresseren van bestaande kwetsbaarheden zal dus bijdragen aan het kunnen opvangen van economische uitdagingen waar de EU de komende jaren voor zal komen te staan, zoals de vergrijzing en de kosten van de klimaattransitie. Het verkleinen van de bestaande kwetsbaarheden vergroot bovendien de veerkracht van de economie voor omvangrijke economische schokken.

### 2.1

#### Bestaande kwetsbaarheden

De Commissie ziet zes fundamentele kwetsbaarheden in de Europese economie:

- Afnemend groeipotentieel en haperende convergentie
- Aanhoudend ruim monetair beleid
- Ongebalanceerde financiering van de economie
- Hoge private schulden
- Hoge publieke schulden
- Vervlechting van overheden en banken

Deze kwetsbaarheden interacteren met elkaar. Zo wordt het afbouwen van hoge publieke schulden bemoeilijkt door het beperkte groeipotentieel. De totale beleidsruimte om schokken op te vangen is zowel door het reeds ruime monetaire beleid als door de hoge publieke schulden beperkt. Hoge private schulden zijn bovendien risicovoller wanneer ook de publieke schulden hoog zijn. De verwevenheid tussen banken en overheden versterkt de risico's van hoge schulden verder.

#### 2.1.1

##### *Afnemend groeipotentieel en haperende convergentie*

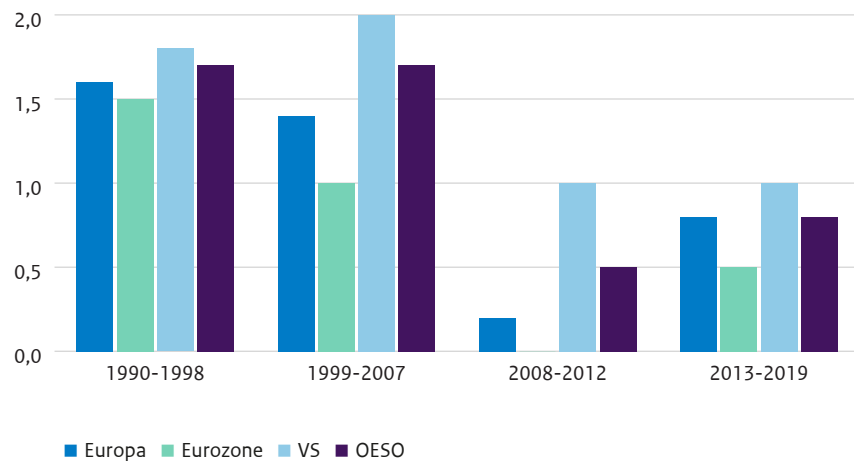
**Groeipotentieel is cruciaal voor stabiliteit en veerkracht.** Een stabiele en veerkrachtige economie zonder voldoende groeipotentieel is lastig voorstelbaar. Lage potentiële groei kan ook het draagvlak voor Europese integratie onder druk zetten. Steun voor Europese integratie is tot nu toe samengegaan met de perceptie van de stijgende baten van Europese samenwerking. Daarnaast bestaat het gevaar dat een gebrek aan concrete materiële verbeteringen aan de EU wordt toegeschreven, los van de vraag of dit daadwerkelijk aan de EU is te wijten of andere oorzaken heeft.

**In Europese landen is al langere tijd sprake van dalende potentiële groei. Deze dalende trend is een fenomeen van ontwikkelde economieën.** Sinds midden jaren '80 neemt de groei van de potentiële output in ontwikkelde landen af. Voor een aanzienlijk deel is de daling van de potentiële output te verklaren door de lagere groei of krimp van de beroepsbevolking (vergrijzing). Maar ook de productiviteit van de beroepsbevolking, de zogenaam-

de arbeidsproductiviteit, groeit minder hard dan voorheen. Arbeidsproductiviteitsgroei wordt belangrijker als basis van groei in een vergrijzende samenleving. Frequent terugkerende verklaringen voor de dalende productiviteitsgroei zijn het toenemende belang van diensten ten opzichte van industrie, waarbij de potentiële productiviteitswinsten geringer zijn, afnemende meeropbrengsten van onder andere de ICT-revolutie, toenemende moeilijkheden in de verspreiding en het doorgeven van nieuwe technologie, waardoor de verschillen tussen de best presterende bedrijven en de overige bedrijven toenemen en gebrekkige aansluiting tussen de beschikbare vaardigheden van mensen en de vaardigheden waar behoefte aan is.

**De potentiële groei in Europa – en met name de eurozone – was de afgelopen jaren lager dan in bijvoorbeeld de VS of het gemiddelde in alle ontwikkelde landen (OESO).** Dit kan deels te maken hebben met inefficiënties in de allocatie binnen de hele Unie. De belangrijkste verklarende factoren lijken echter te liggen bij nationale instituties en beleid. Terwijl op geaggregeerd niveau de EU - en met name de eurozone - zich kenmerkte door lagere arbeidsproductiviteitsgroei dan de VS of het OESO-gemiddelde (figuur 2.1), zijn er grote verschillen tussen de Europese economieën (figuur 2.2). Zo hadden Zweden en Denemarken de afgelopen zeven jaar (2013-2019) juist een hogere productiviteitsgroei dan bijvoorbeeld Japan en de VS. Over een langere periode zijn grotere verschillen zichtbaar. Sinds 1990 steeg de productiviteit van de VS, Japan, het VK en enkele Scandinavische landen met ongeveer 50% en die van Nederland en Duitsland met circa 40%. Tegelijkertijd groeide de productiviteit in Frankrijk, Spanje en Italië veel beperkter en daalde deze zelfs in Griekenland.

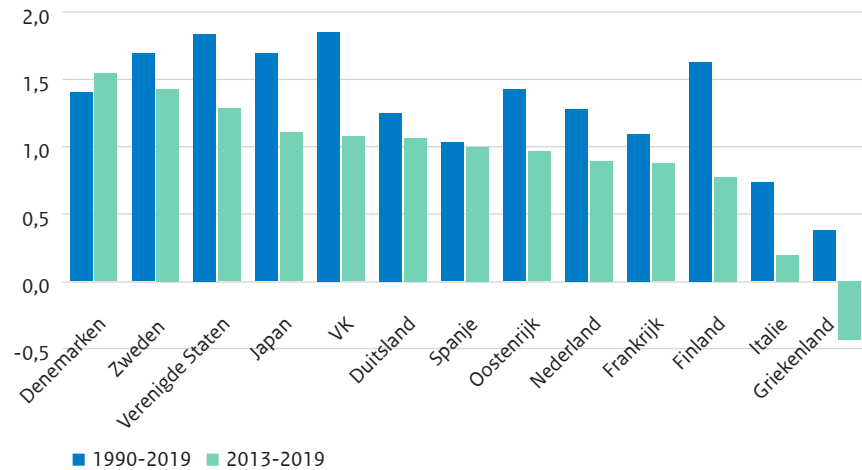
**Figuur 2.1** gemiddelde ontwikkeling arbeidsproductiviteitsgroei in enkele economische blokken



Bron: berekeningen gebaseerd op Total Economy Database van de Conference Board. Noot: getallen zijn in procent op jaarbasis. Voor alle periodes in de figuur is de data gebaseerd op de huidige samenstelling van de eurozone.



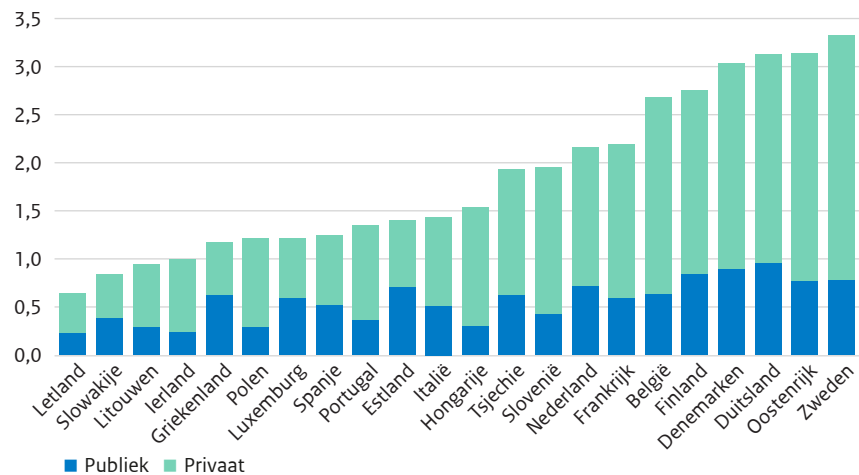
**Figuur 2.2** Gemiddelde arbeidsproductiviteitsgroei in enkele ontwikkelde landen



Bron: berekeningen gebaseerd op Total Economy Database van de Conference Board. Noot: getallen zijn in procent op jaarbasis.

**Verschillen in productiviteitsgroei zijn voor een deel te herleiden tot verschillen in kwaliteit van instituties.** Daarbij spelen veel verschillende kwaliteitsaspecten van instituties een rol, zoals de kwaliteit van wetgeving, de mate waarin corruptie aanwezig is, politieke stabiliteit en het ondernemingsklimaat. Daarnaast spelen ook uitgaven aan R&D en bijvoorbeeld het opleidingsniveau van de bevolking een rol. In deze factoren zijn er grote verschillen tussen lidstaten. Zo wordt bijvoorbeeld in Duitsland en Denemarken meer dan 3% van het BBP uitgegeven aan R&D, terwijl dit in Italië en Spanje minder dan 1,5% van het BBP is en in sommige Oost-Europese landen zelfs onder de 1% blijft steken (figuur 2.3). Ook in gemiddeld opleidingsniveau zijn er grote verschillen, waarbij vooral Zuid- en Oost-Europese landen een aanzienlijk lager opgeleide bevolking hebben (figuur 2.4). Deze factoren samen, dragen bij aan achterblijvende groei, vooral in Zuid-Europa. Waar de zogenoemde nieuwe toetreders een laag opleidingsniveau en gebrekkige investeringen in kennis vooralsnog kunnen compenseren dankzij het gebruikelijke “catching-up effect” van armere economieën,<sup>9</sup> lijkt deze route voor de Zuid-Europese landen moeilijker.

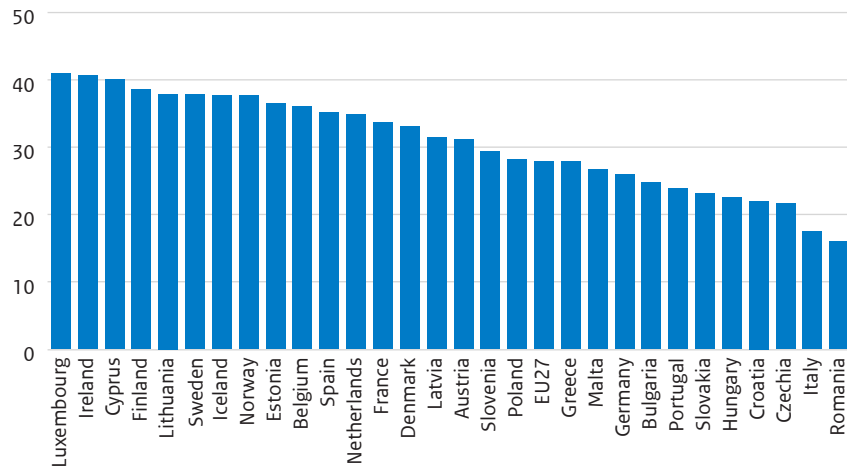
**Figuur 2.3** Uitgaven aan R&D als % BBP, 2018



Bron: Berekening op basis van data van de OESO en Eurostat.

<sup>9</sup> Inhaaleffect: het kleiner worden van een verschil door een sterke groei of versnelling.

**Figuur 2.4** Percentage beroepsbevolking met tertiaire opleiding (2019)

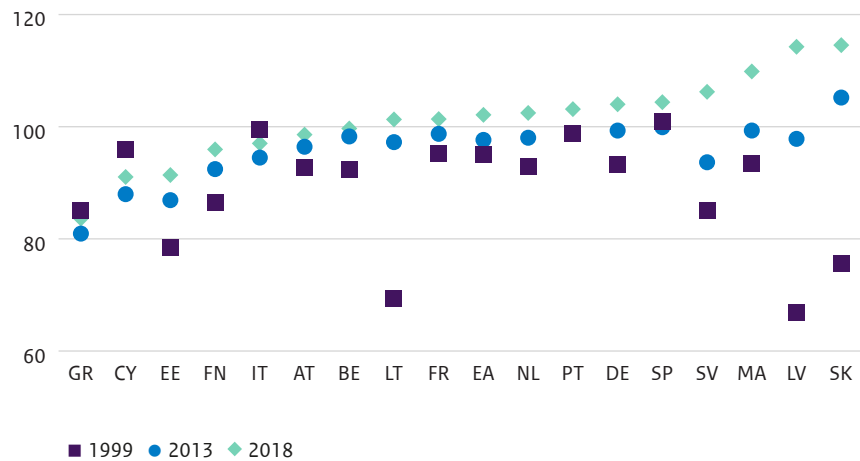


Bron: Eurostat, ISCED 2011 onderwijsclassificatie niveau 5 t/m 8 (universitair diploma, hoger onderwijs)

**Waar eerder sprake was van convergentie van productiviteit, hapert deze convergentie de laatste tijd.** Een indicator die deze ontwikkeling goed toont is de totale factor productiviteit (TFP). De TFP is - wanneer wordt gekeken over een voldoende lange periode van meerdere jaren - een geschikte maatstaf voor duurzame groei. Het is nuttig om te kijken naar verandering over meerdere jaren, omdat de TFP wordt berekend als het residu wanneer de bijdrage van de productiefactoren arbeid en kapitaal van het BBP worden afgetrokken en daardoor sterk gevoelig is voor de conjunctuur (labour hoarding<sup>10</sup> in recessies zorgt automatisch voor een tijdelijke daling van de arbeidsproductiviteit). Reële convergentie door technologische vooruitgang en/of efficiëntere inzet van productiefactoren kapitaal en arbeid traden over verschillende perioden in verschillende mate op. Voor de wereldwijde financiële crisis groeiden vooral de Oost-Europese lidstaten snel (catching-up effect). Tijdens de eurozone-crisis, 2010 - 2013, daalde de TFP sterk in de gehele EU. Ná die crisis zijn er grote verschillen tussen lidstaten te zien. In een aantal Oost-Europese landen groeit de TFP harder dan in West-Europa, terwijl de groei in Zuid-Europa nog verder achterblijft (figuur 2.5).

<sup>10</sup> Labour hoarding: het onvolledig inzetten van werknemers. Tijdens een economische neergang kunnen bedrijven ervoor kiezen om (tijdelijk) overtollige werknemers niet te ontslaan maar in dienst te houden. Dit zet druk op productiviteit, maar voorkomt kosten van het opnieuw in dienst nemen van werknemers als de conjunctuur weer aantrekt.

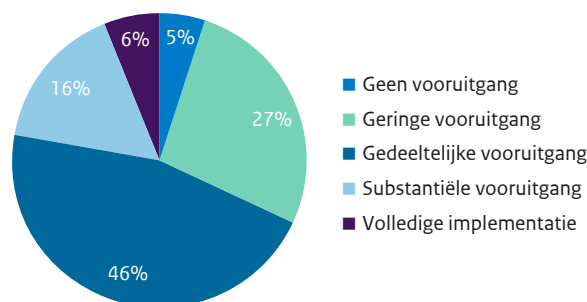
**Figuur 2.5** Totale factor productiviteit in geselecteerde landen, 1999-2018; Index,2007=100



Bron: berekening op basis van AMECO database

**Structureel economisch beleid is in de EU primair de competentie van nationale overheden.** De landspecifieke aanbevelingen geven daarbij een goed aanknopingspunt voor noodzakelijke hervormingen die kunnen bijdragen aan het verhogen van de groei in individuele landen. Een aanzienlijk aandeel van de aanbevelingen raakt aan maatregelen op het terrein van scholing en opleiding, het verbeteren van het investeringsklimaat en het verhogen van R&D. Deze aanbevelingen worden echter maar zeer beperkt geïmplementeerd. Uit een analyse van de European Fiscal Board (EFB) blijkt dat er op ongeveer de helft van de aanbevelingen die de Europese Commissie heeft gedaan weinig tot geen voortgang is geboekt.<sup>11</sup> Dit geldt overigens voor alle lidstaten (figuur 2.6). Uiteindelijk is het een nationale keuze om deze maatregelen al dan niet te implementeren. In lijn met haar opdracht gaat deze Commissie niet in op de maatregelen die nationale overheden kunnen nemen om de potentiële groei te verhogen.

**Figuur 2.6** Implementatieniveau landspecifieke aanbevelingen, gemeten als vooruitgang van in 2011-2019 afgegeven aanbevelingen in 2020, alle EU-lidstaten



Bron: EGOV database.

### 2.1.2

#### **Aanhoudend ruim monetair beleid**

**De Europese Centrale Bank (ECB) heeft het mandaat om de prijsstabiliteit in het eurogebied te borgen.** Onverminderd prijsstabiliteit, moet de ECB ook het algemene economische beleid van de Unie ondersteunen. De belangrijkste manier waarop de ECB bijdraagt aan de economische doelen van de Europese Unie is door prijsstabiliteit te borgen. Prijsstabiliteit is belangrijk voor het functioneren van de economie, omdat het

<sup>11</sup> European Fiscal Board (2019)

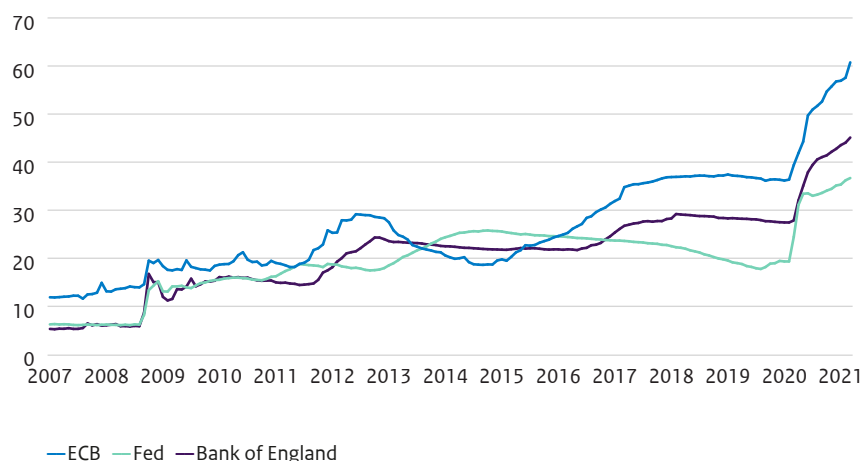
ervoor zorgt dat deelnemers in het economische verkeer goed geïnformeerde beslissingen kunnen nemen. Tegelijkertijd kan monetaire verruiming in crisissituaties helpen om de economie op gang te houden, waardoor de ECB ook bijdraagt aan macro-economische stabilisatie en zij de economische groei en werkgelegenheid steunt in moeilijke tijden zonder afbreuk te doen aan het handhaven van prijsstabiliteit.

**De ECB is zelf verantwoordelijk voor de invulling van de definitie van prijsstabiliteit en de instrumenten die daarvoor ingezet worden.** Sinds de start van de ECB is prijsstabiliteit gedefinieerd als een jaarlijkse prijsstijging onder de 2%. In 2003 heeft de ECB verduidelijkt te streven naar een inflatie van beneden, maar dichtbij, de 2%, op de middellange termijn. De ECB heeft verschillende monetaire beleidsinstrumenten om prijsstabiliteit na te streven, zoals het conventionele rentebeleid en het aan- en verkopen van obligaties.

**De inflatie in het eurogebied blijft al langere tijd achter bij het streven van de ECB.** Ondanks een tijdelijk opleving van de inflatie als gevolg van het opheffen van de COVID-19 lockdowns en hogere energieprijzen, wordt de inflatie weer verwacht te dalen tot ruim beneden de 2%. De inflatie wordt mede beïnvloed door factoren waar de ECB geen invloed op heeft. Demografische ontwikkelingen en vergrijzing drukken bijvoorbeeld de inflatie. Daarnaast wordt de effectiviteit van het monetaire beleid van de ECB ook beperkt door verschillen tussen lidstaten in het eurogebied, bijvoorbeeld in potentiële groei of inflatie. Hierdoor verschilt de doorwerking van het monetaire beleid tussen lidstaten.

**Om het inflatiestreven te halen voert de ECB al jaren een zeer ruim monetair beleid.** Om monetair te verruimen heeft de ECB de beleidsrente verlaagd tot beneden de 0% en koopt zij op grote schaal obligaties van overheden en bedrijven aan. Ook andere grote centrale banken kopen activa aan. De balansen van de centrale banken zijn daarom sinds de financiële crisis sterk in omvang toegenomen (figuur 2.7).

**Figuur 2.7** Balansomvang centrale banken in procenten BBP (maandcijfers)



Bron: DNB

**Monetair beleid kan echter ook negatieve neveneffecten en risico's met zich meebrengen.** Het monetaire beleid interacteert met het nationaal economisch beleid en dat gebeurt bovendien niet in dezelfde mate voor de verschillende landen. Daardoor is het onmogelijk om de gevolgen van het monetair beleid te isoleren. Met name de aankoopprogramma's hebben negatieve effecten op andere beleidsterreinen<sup>12</sup> en beïnvloeden financiële stabiliteit en de reële economie.

<sup>12</sup> Zie rapport studiegroep ECB (2021) voor een uitgebreide beschrijving hiervan.

**Zo draagt het aanhoudend ruime monetaire beleid bij aan de toch al lage rente en heeft het daarmee gevolgen voor private partijen.** Door de lage rente levert spaargeld minder op en wordt lenen goedkoper. Pensioenfondsen en pensioenen komen bijvoorbeeld in de knel door de lage rendementen. Dat geldt ook voor banken, waarvoor het rendement op de uitgezette middelen is gedaald ten opzichte van de vergoeding op deposito's. Omdat dit de verdienmodellen van financiële instellingen aantast, hebben deze een prikkel meer risicovol te beleggen ("search for yield"). Dergelijk gedrag kan bijdragen aan zeepbelvorming en brengt risico's mee voor de financiële stabiliteit.

**Ook overheidsbeleid wordt beïnvloed door de aankoopprogramma's. Door de omvangrijke aankopen van overheidsobligaties kunnen overheden hun schulden momenteel goedkoop financieren.** Hierdoor is er minder druk om schulden af te bouwen en hervormingen door te voeren die de economische groei bevorderen en daarmee helpen de schulden te reduceren. Het groeipotentieel wordt tegelijkertijd ook ondermijnd doordat de lage rente bijdraagt aan de creatie van zombiebedrijven.

**Naast directe neveneffecten zorgt het ruime beleid ook voor risico's voor overheden en nationale centrale banken.** Door de sterk opgelopen overheidsschulden in de COVID-19 crisis, brengt de hoge concentratie schulden op de balans van de ECB risico's met zich mee. Immers, ca. 10% van de overheidsobligaties binnen de opkoopprogramma's wordt door de ECB aangekocht (en 90% door de nationale centrale banken van het betreffende land). Wanneer lidstaten niet aan hun verplichtingen kunnen voldoen leidt dit tot verliezen bij de ECB. Afschrijvingen op de 10% die via de ECB zijn aangekocht, komen naar rato van de kapitaalsleutel terecht bij de nationale centrale banken, en komen dan via lagere dividenduitkeringen aan de overheden weer terug bij de overheden. Tenslotte vindt via het ECB-beleid ook (gedeeltelijke) risicodeling plaats tussen eurozone landen. In het geval dat een lidstaat de eurozone zou verlaten kan dit extra kosten met zich meebrengen voor de overgebleven landen (zie box 1).

**In het geval dat de inflatie weer toeneemt en boven het streven van de ECB uitkomt, zou de ECB het monetaire beleid omwille van prijsstabiliteit moeten verkrappen en het aankopen van activa afbouwen, of zelfs activa moeten verkopen.** Overheden met hoge schulden kunnen hierdoor in de knel raken. Dit zou de ECB in een spagaat kunnen brengen tussen het streven naar prijsstabiliteit en het borgen van de financiële stabiliteit omdat de rentes op de schulden stijgen.

**Tenslotte raakt door het aanhoudend ruime monetaire beleid het instrumentarium van de ECB uitgeput.** De ruimte voor de ECB om op toekomstige schokken te reageren wordt steeds kleiner. Dit betekent dat, zo lang de lage rente-omgeving aanhoudt, in mogelijke toekomstige crises, de ECB minder ruimte heeft de eurozone economie te stimuleren dan de afgelopen decennia het geval is geweest.

**De beschreven neveneffecten en risico's gelden niet alleen voor de ECB, maar ook voor andere centrale banken. Het feit dat de ECB het monetaire beleid voert voor 19 (zeer) verschillende economieën, compliceert echter wel de situatie in het eurogebied.** Zo interacteert het monetaire beleid met verschillend nationaal beleid, waardoor de neveneffecten in sommige landen groter zijn dan in andere landen. In sommige lidstaten kan dit leiden tot het idee dat niet alle landen evenveel baat hebben bij het monetaire beleid van de ECB. Het draagvlak van de ECB komt hiermee onder druk te staan. Deze ontwikkeling kan de positie van de ECB in de toekomst verzwakken.

### Box 1: Risicodeling in het Eurosysteem

Het Verdrag geeft de Raad van Bestuur van de ECB de vrijheid om al dan niet verliesdeling tussen de nationale centrale banken toe te passen op de monetaire operaties. Bij de invoering van de euro is besloten om verliesdeling toe te passen op het conventionele monetaire beleid, waarbij banken een deel van hun activa bij de centrale bank aanhouden. Sinds 2007 was er sprake van volledige risicodeling.

Voor de aankoopprogramma's van obligaties is hier deels van afgeweken. Op het grootste deel van de huidige maatregelen worden de risico's niet gedeeld (CBPP1/2, ACC-raamwerk, grootste deel PSPP/PEPP), op andere (SMP, CBPP3, ABSPO, CSPP, OMT<sup>13</sup>) wel.

De inkomsten en risico's van de monetaire operaties waarbij risicodeling plaatsvindt worden gedeeld op basis van de kapitaalsleutel. DNB heeft daarin een aandeel van 5,8604%.

Voor het PSPP en het PEPP geldt dat 80% van de aankopen wordt gedaan door de nationale centrale banken, en hier is geen risicodeling op van toepassing. Nationale centrale banken kopen alleen staatsobligaties van hun eigen overheid. Over de overige 20% (waarvan 9% staatsobligaties van eurolanden en 11% obligaties van supranationale instellingen) worden de risico's wel gedeeld aan de hand van de kapitaalsleutel.

Aangezien nationale centrale banken (NCB's) verantwoordelijk zijn voor de uitvoering van de monetaire operaties, kan het niet delen van risico's bijdragen aan een zo effectief mogelijke uitvoering, omdat de financiële gevolgen dan ook bij de verantwoordelijke NCB terechtkomen. Hierbij moet worden opgemerkt dat de risico's veel meer worden beïnvloed door beleidskeuzes van de ECB (die gecentraliseerd worden gemaakt) dan door de uitvoering zelf.

Daarnaast kan het niet delen van risico's overheden prikkelen om prudent budgettair beleid te voeren, omdat solvabiliteitsproblemen bij de eigen NCB terechtkomen en in beginsel niet op andere lidstaten kunnen worden afgewenteld. Het niet delen van risico's kan er daarmee toe leiden dat de solvabiliteitsposities van de NCB's uiteenlopen, waarbij de NCB's niet zelfstandig kunnen besluiten om extra centralebankgeld te creëren (zoals de NCB's buiten een muntunie wel kunnen).

In een extreem scenario kan het voorkomen dat een land zijn verplichtingen jegens de centrale bank niet nakomt.<sup>14</sup> De centrale bank lijdt dan een verlies, waardoor de NCB met een negatief eigen vermogen achterblijft (zeker gezien de huidige forse uitzettingen op de eigen overheid). Er zijn dan verschillende scenario's denkbaar. De betreffende lidstaat kan de NCB herkapitaliseren, waarbij een voldoende grote afschrijving op de default nodig zou zijn, zodat er ruimte is voor de lidstaat om dit te doen. Het risico bestaat dat dit vragen oproept over de daadwerkelijke gelijke behandeling van het Eurosysteem, wat gevaarlijke spillover effecten naar andere landen teweeg kan brengen, omdat een deel van de verliezen daar terecht komt.

Een andere mogelijkheid is dat de NCB met een negatief eigen vermogen blijft opereren en de kapitaalpositie herstelt met toekomstige monetaire inkomsten. Juridisch is er geen eenduidigheid over toegang van NCB's met een negatief eigen vermogen tot het Eurosysteem. Volgens het Verdrag moeten de NCB's voldoende gekapitaliseerd zijn, maar wat dat precies betekent en op welke termijn dit geldt is niet gespecificeerd. In een zeer extreme situatie kan daarom zelfs een euro-exit in beeld komen.<sup>15</sup> In geval van een uittrekking kunnen verliezen alsnog bij de rest van het Eurosysteem terechtkomen, zoals krediet- of wisselkoersverliezen op de monetaire blootstellingen (bv. SMP, CSPP) en de intra-Eurosteemsaldi (Target-2, bankbiljetten).<sup>16</sup>

<sup>13</sup> Zie lijst van afkortingen achterin het rapport.

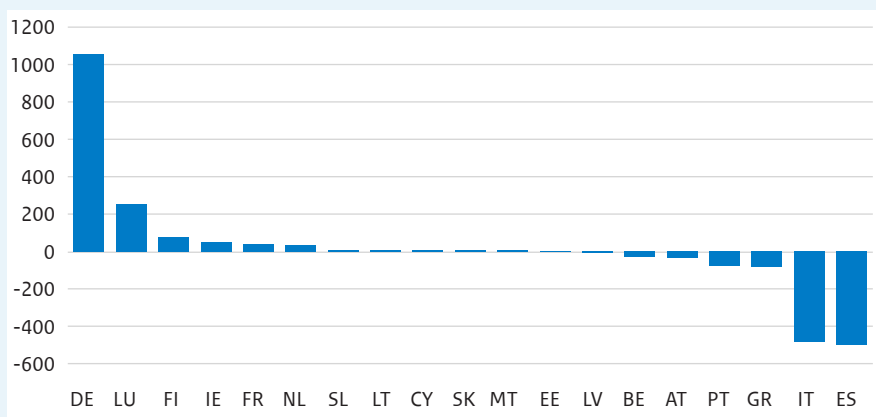
<sup>14</sup> Een andere mogelijkheid in een extreem scenario is dat de centrale bank bij een eventuele default of herstructurering buiten schot blijft, zoals in 2012 bij de Griekse herstructurering. In een dergelijk geval doet de keuze voor of tegen risicodeling er niet toe.

<sup>15</sup> Daarbij moet worden opgemerkt dat het onwaarschijnlijk is dat de negatieve vermogenspositie van een NCB een doorslaggevende rol zal spelen bij uittrekking uit de eurozone.

<sup>16</sup> Gezien de onomkeerbaarheid van de euro bestaat hiervoor geen juridisch kader en zullen in een dergelijk scenario afspraken gemaakt moeten worden over hoe om te gaan met deze vorderingen.

De NCB's en de ECB zijn met elkaar verweven via de Target-2-saldi. Dit zijn boekhoudkundige vorderingen en verplichtingen die voortkomen uit overboekingen tussen banken in het eurogebied.<sup>17</sup> De Target-2-saldi zijn door de aankoopprogramma's van de ECB sterk opgelopen. Dit komt doordat de NCB's de staatsobligaties van hun thuisland aankopen van derde partijen. Sommige centrale banken hebben hierdoor een sterk negatief saldo (m.n. Italië en Spanje, beide rond de EUR 500 miljard), terwijl m.n. de Duitse centrale bank een sterk positief saldo heeft van ca. EUR 1000 miljard. Ook DNB heeft een positief saldo van EUR 35 miljard (zie ook figuur 2.8 voor een overzicht). Dealdi reflecteren met name in perioden van stress ook het vertrouwen in de gezondheid van de economie in de verschillende landen. Dat is vooral het geval als er kapitaalstromen in het eurogebied op gang komen van landen waarin het vertrouwen afneemt, naar de economisch sterk geachte landen als Duitsland en Nederland.

**Figuur 2.8** Target-2-saldi van NCB's



Bron: ECB

De positievealdi zijn geen weerspiegeling van het risico dat een individuele centrale bank loopt door de conventionele monetaire operaties van de ECB, omdat verliezen conform de kapitaalsleutel verdeeld worden over alle Eurosysteem NCB's. Dit geldt ook in het hypothetische geval dat een land uit de euro zou treden en de centrale bank de verplichtingen aan de ECB niet meer zou voldoen – d.w.z. met een openstaand Target-2-saldo zou vertrekken. De kapitaalsleutel zou diensgevolge wel voor de overgebleven NCB's moeten worden aangepast. Verliezen van NCB's zijn daarbij niet afhankelijk van hun eigen positie in Target 2.

Hierbij moet worden opgemerkt dat wanneer zich een situatie voordoet waarin een lidstaat de eurozone noodgedwongen zou verlaten, de problemen zich niet zullen beperken tot een negatief eigen vermogen van de centrale bank. Ineenstorting van de bankensector in het betreffende land (door kapitaaluitstroom) en sterke onrust op de financiële markten liggen in een dergelijk scenario voor de hand. De huidige Target-2-saldi zijn geen goede indicatie van de verliezen die bij uittreden van een lidstaat bij het Eurosysteem terecht zouden komen – de daadwerkelijke Target-2-saldi zullen vermoedelijk in aanloop naar uittreding snel stijgen en dus veel groter zijn.

### 2.1.3

#### *Ongebalanceerde financiering van de economie*

##### **Een voorwaarde voor economische groei is de beschikbaarheid van financiering.**

Bedrijven kunnen zich op verschillende manieren extern financieren: via banken of kapitaalmarkten. Kapitaalmarkten verbinden bedrijven die op zoek zijn naar financiering rechtstreeks aan financiers, bijvoorbeeld via obligaties en aandelen. Bij bankfinanciering zit de balans van de bank daar als intermediair tussen. Daarnaast is er onderscheid tussen

<sup>17</sup> Target2 maakt directe overboekingen tussen banken in het eurogebied mogelijk, dus bijvoorbeeld handelstransacties en interbancaire leningen. De overboekingen in Target-2 lopen via rekeningen die banken bij hun nationale centrale bank (NCB) aanhouden. Wanneer de banken in één euroland per saldo betalingen ontvangen via Target-2, dan krijgt de NCB van dat land een vordering op de ECB, die binnen dit systeem als centrale tegenpartij fungeert. De NCB van het euroland waar de gelden per saldo uitstromen krijgt een verplichting aan de ECB.

financiering met eigen vermogen of door middel van schulden. Economisch gezien is een goede mix tussen bankfinanciering en marktfinanciering wenselijk. Marktfinanciering is overigens vooral weggelegd voor de grotere bedrijven.

**De kapitaalmarkten in Europa zijn minder breed ontwikkeld dan in de VS en het VK.**

Daardoor zijn bedrijven in Europa sterk afhankelijk van bankfinanciering. Dat valt bijvoorbeeld af te leiden uit de marktkapitalisatie van aandelenmarkten. In de eurozone is deze slechts 55% van het BBP, terwijl dat in de VS 148% is.<sup>18</sup> Ook de bedrijfsobligatiemarkt is in de VS veel groter. Andersom is in de EU is de totale omvang van de bankensector 300% van het BBP, terwijl dat in de VS maar 85% is.<sup>19</sup>

**Daarnaast is de Europese kapitaalmarkt sterk gefragmenteerd langs nationale lijnen en zijn er grote verschillen in de mate van ontwikkeling.**

Hierdoor is er, zeker in sommige landen, weinig concurrentie tussen financiers. Dat draagt ook bij aan een verschil in financieringslasten tussen bedrijven in de eurozone: bedrijven in sommige eurozonelanden betalen veel hogere kosten over hun schuld dan hun peers in andere Eurolanden. Het IMF heeft berekend dat bedrijven binnen dezelfde sector en met vergelijkbare omvang, winstgevendheid en financieringsmix grote verschillen in financieringslasten kennen: een Grieks bedrijf betaalt ruim 250 basispunten meer voor financiering dan een vergelijkbaar Frans bedrijf.<sup>20</sup> Daarnaast is er in Europa relatief weinig diversiteit in type financiering en zijn bepaalde vormen van financiering nog minder ontwikkeld dan elders. Het beschikken over verschillende vormen van financiering kan bijdragen aan het groeivermogen. In de VS is bijvoorbeeld veel venture capital beschikbaar, dat daar wordt gebruikt om jonge, snelgroeiende bedrijven te financieren – wat vervolgens helpt om innovatie en als gevolg daarvan economische groei te bevorderen.

**Fragmentatie van kapitaalmarkten maakt de Europese economie kwetsbaar voor schokken.**

Door geografisch weinig gediversifieerde portfolio's van financiële activa zijn de portefeuillerendementen volatieler en hangen deze sterk samen met binnenlandse economische groei. Binnenlandse economische schokken worden daardoor voor een groot deel door nationale huishoudens en investeerders opgevangen, waardoor de schok wordt versterkt. Hierin verschilt het eurogebied sterk van de VS. Ter illustratie, het grensoverschrijdend kapitaalbezit ving in het verleden 39% van de staatspecifieke schokken in de Verenigde Staten op, tegen 8% van de landspecifieke schokken in het eurogebied (figuur 2.9).

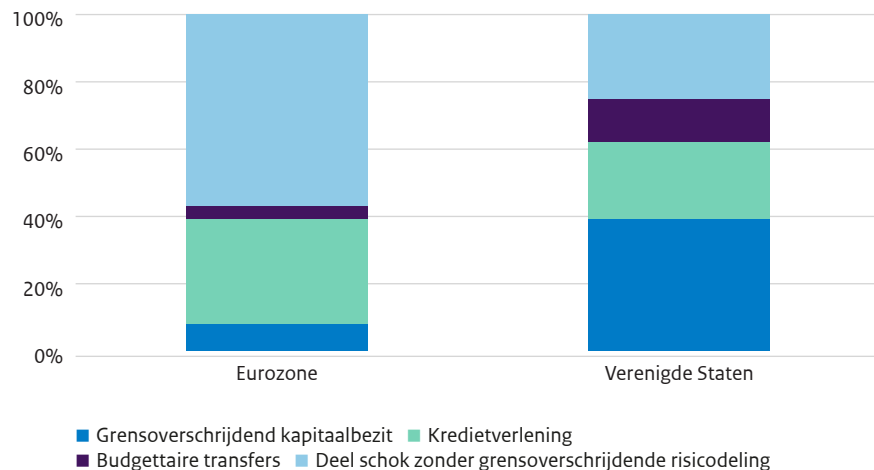
<sup>18</sup> Wereldbank, Financial Structure Database, cijfers over 2018

<sup>19</sup> IMF (2019)

<sup>20</sup> IMF (2019)



**Figuur 2.9** Mechanismen voor grensoverschrijdend opvangen van schokken (in % van de schokken)



Bron: Furceri, D en Zdzienicka, A, IMF working paper (2013)

**Bedrijven in Europa zijn afhankelijk van schuldfinanciering.** Schuldfinanciering zorgt in algemene zin voor minder stabiliteit. Meer eigen vermogen stelt bedrijven in staat om schokken op te vangen. Schuldfinanciering leidt vanwege een hefboomwerking sneller tot een faillissement, met mogelijk een economische kettingreactie tot gevolg. Daarnaast moet schuld worden geherfinancierd, wat bedrijven kwetsbaarder maakt voor rentestijgingen. Financiering met eigen vermogen zorgt daarom voor meer stabiliteit (herstelvermogen).

**Met name bij schokken blijken bedrijven met weinig eigen vermogen kwetsbaar.** In de financiële crisis kwam de kwetsbaarheid van het gebrek aan eigen vermogen bij banken in de spotlights. Banken hebben traditioneel een laag eigen vermogen. Wetgeving heeft banken de afgelopen jaren gedwongen meer eigen vermogen aan te houden. Hoewel door de forse overheidssteun en moratoria op rentebetalingen en schuldaflossingen de economische impact van de COVID-19 crisis nog onduidelijk is, is het wel duidelijk dat in een systeemcrisis een laag eigen vermogen bedrijven kwetsbaar maakt.

**Fiscale prikkels stimuleren schuldfinanciering.** Belastingregimes bevoordelen schuldfinanciering ten opzichte van financiering middels eigen vermogen. Rentekosten van een lening kunnen van de winst worden afgetrokken, waardoor er minder winstbelasting wordt betaald.

#### 2.1.4

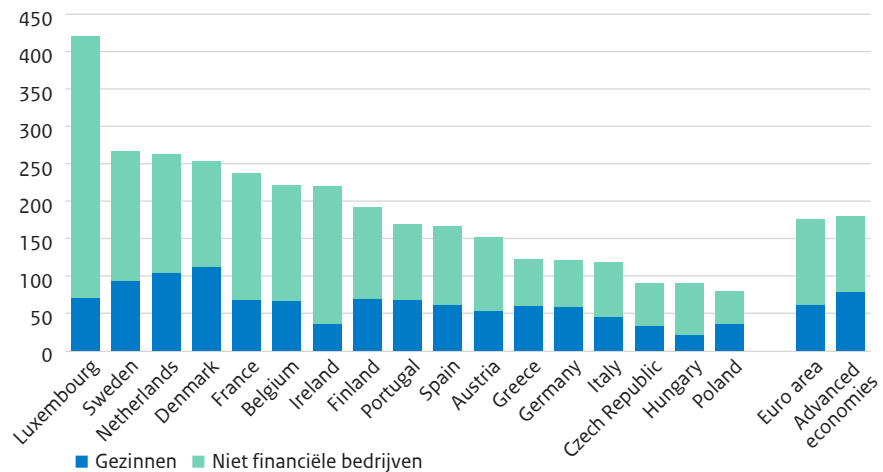
##### *Hoge private schulden*

**De schuldgefinancierde groei van de afgelopen jaren heeft gezorgd voor hoge private schulden.** Schuld op zich is geen probleem: door schuld aan te gaan, kunnen bedrijven investeringen financieren en kunnen huishoudens consumptie gladstrijken over hun levensloop. Dit zorgt voor economische groei en werkt welvaartsverhogend. Wel maken (te) hoge private schulden bedrijven en huishoudens kwetsbaar voor rentestijgingen, bijvoorbeeld als schuld opnieuw gefinancierd moet worden. Hoge private schulden kunnen daardoor de stabiliteit ondermijnen.

**Hoge private schulden kunnen economische groei in de weg staan. Dit geldt zowel voor schulden van huishoudens als van (niet-financiële) bedrijven.** Uit onderzoek van de Bank of International Settlements (BIS) blijkt dat wanneer het totaal aan bedrijfsschuld in een land een niveau van 90% van het BBP overschrijdt, de economische groei wezenlijk afvlakt. Voor schuld van huishoudens ligt deze grens volgens de BIS rond de 85% van het BBP. In veel landen in het eurogebied worden deze percentages overschreden, vooral door de bedrijfsschulden.

**De hoge en snel groeiende private schuldenlast was een belangrijke oorzaak van de crisis in de eurozone.** De schuldenlast drukte private uitgaven in verschillende lidstaten toen in 2008 de financiële crisis toesloeg (figuur 2.10). Sinds het hoogtepunt begin 2015 is de totale private schuldenlast in de eurozone wat afgenomen, maar deze is nog steeds hoger dan in de jaren voor de financiële crisis: 161% van het BBP eind 2017 ten opzichte van 152% begin 2008.

**Figuur 2.10** Private schulden als % BBP, derde kwartaal 2020



Bron: Bank of International Settlements

**Er is ook sprake van interactie tussen hoge private schulden en hoge publieke schulden.** Als de rente stijgt en hoge private schulden zorgen voor een rem op de economische groei, dan kan de overheid door extra uitgaven te doen de economie stabiliseren. Als er naast hoge private schulden ook sprake is van een hoge publieke schuld, heeft de overheid minder ruimte voor stabilisatie.

**De implicaties van hoge private schulden voor het Europese economische beleid zijn niet eenduidig.** De mate waarin hoge private schulden leiden tot een economische kwetsbaarheid hangt onder andere af van in hoeverre ze binnenlands- of buitenlands zijn gefinancierd, in welke munt ze zijn gefinancierd en hoe scheef ze zijn verdeeld binnen de private sector. Zelfs als er tegenover hoge private schulden omvangrijke private bezittingen staan, is kwetsbaarheid niet uit te sluiten, omdat de bezittingen niet liquide kunnen zijn, zoals het geval is met onroerend goed en pensioenvermogen.

## 2.1.5

### Hoge publieke schulden

**Overheden gaan schulden aan om uitgaven te doen, onder andere om het groeivermogen te verhogen.** Er bestaan veel studies naar de rol van publieke schuld op het groeivermogen. In algemene zin kan worden gesteld dat het financieel loont publieke schuld te hebben zolang de marginale opbrengsten van publieke investeringen die met de schuld worden gefinancierd hoger zijn dan de rente op de schuld.

**Als aan deze voorwaarde niet is voldaan, kunnen hoge publieke schulden groei ook belemmeren.** Zo kunnen hoge publieke schulden leiden tot hogere rentes voor gezinnen en bedrijven (het “crowding out” effect). Daarnaast kunnen hoge schulden investeringen belemmeren vanwege de verwachting dat toekomstige schulden via hogere belastingen zullen moeten worden terugbetaald, waardoor investeringen op lange termijn minder zullen lonen. Bovendien maken hoge schulden het voor overheden moeilijker om structurele hervormingen door te voeren, omdat daar meestal politiek “smeergeld” voor nodig is.

**Hoge schulden maken overheden kwetsbaar voor renteschokken en kunnen de stabiliteit van de economie in het geding brengen.** Voor een stabiele Europese economie is het belangrijk dat de financiële markten de houdbaarheid van de schuld van een lidstaat niet in twijfel trekken.

**Hoge schulden beperken de veerkracht van landen, omdat overheden dan minder ruimte hebben om te reageren op negatieve schokken.** Voor het stabiliseren van een crisis zijn vaak aanzienlijke buffers nodig. Zo hebben crises in de financiële sector in OESO-landen in de helft van de gevallen geleid tot een toename van de overheidsschuld met tenminste 20 %-punt van het BBP. Juist omdat het lastig te voorspellen blijft wanneer een schok zich voor zal doen, loont het om hierop voorbereid te zijn.

**In de afgelopen jaren, voordat COVID-19 toesloeg, zijn de publieke schulden nauwelijks gedaald.** Juist landen met de hoogste schulden zijn in de periode tussen de euroschulden crisis en de COVID-19 crisis, mede door het uitblijven van voldoende groei, het minst erin geslaagd deze af te bouwen. Hierdoor zijn de schuldniveaus verder gedivergeerd. De European Fiscal Board onderscheidt drie groepen landen: een groep met lage publieke schulden, voornamelijk in Scandinavië en Centraal- en Oost-Europa; landen met middel-hoge schulden in voornamelijk het centrum van Europa, waaronder ook Nederland; en landen met hoge schulden in voornamelijk Zuid-Europa<sup>21</sup> (figuur 2.11).

---

<sup>21</sup> European Fiscal Board (2019)

**Figuur 2.11** Overzicht ontwikkeling publieke schulden EU-landen

	2007	2014	2019		2021*	2031*			
			Δ 07-14	Δ 14-19	raming	Δ 19-21	raming	Δ 21-31	
<b>Landen met hoge schuld niveaus</b>									
België	87,3	107,0	19,7	98,1	-8,9	117,8	19,7	121,2	3,4
Griekenland	103,1	180,2	77,1	180,5	0,3	200,7	20,2		
Spanje	35,8	100,7	64,9	95,5	-5,2	122,0	26,5	140,8	18,8
Frankrijk	64,5	94,9	30,4	98,1	3,2	117,8	19,7	119,9	2,1
Italië	103,9	135,4	31,5	134,7	-0,7	159,5	24,9	155,8	-3,7
Cyprus	54,0	109,1	55,1	94,0	-15,0	108,2	14,2	82,6	-25,6
Portugal	72,7	132,9	60,2	117,2	-15,7	130,3	13,1	107,6	-22,7
Gemiddelde Δ (ongewogen)			<b>48,4</b>		<b>-6,0</b>		<b>19,7</b>		<b>-4,6</b>
<b>Landen met gemiddelde schuld niveaus</b>									
Duitsland	64,0	75,7	11,7	59,6	-16,0	70,1	10,4	57,1	-13,0
Nederland	43,0	67,8	24,9	48,7	-19,1	63,5	14,7	63,5	0
Oostenrijk	65,0	84,0	19,0	70,5	-13,5	85,2	14,7	76,3	-8,9
Malta	61,9	61,6	-0,3	42,6	-19,0	60,0	17,4	43,3	-16,7
Slovenië	22,8	80,3	57,5	65,6	-14,7	80,2	14,6	79,1	-1,1
Hongarije	65,7	76,7	11,0	65,4	-11,3	77,9	12,5	64	-13,9
Kroatië	37,4	84,7	47,3	72,8	-11,9	82,3	9,5	76,8	-5,5
Gemiddelde Δ (ongewogen)			<b>24,4</b>		<b>-15,1</b>		<b>13,4</b>		<b>-8,4</b>
<b>Landen met lage schuld niveaus</b>									
Bulgarije	16,3	27,1	10,8	20,2	-6,9	26,4	6,1	23	4,0
Tsjechië	27,3	41,9	14,5	30,2	-11,6	40,6	10,4	43,1	2,5
Denemarken	27,3	44,3	16,9	33,3	-10,9	41,1	7,8	24,7	-16,4
Estland	3,8	10,6	6,8	8,4	-2,1	22,5	14,1	31,7	9,2
Slowakije	30,3	53,5	23,2	48,5	-5,0	65,7	17,2	84,2	18,5
Finland	33,9	59,8	25,9	59,3	-0,6	71,8	12,5	70,5	-1,3
Zweden	38,9	45,0	6,1	35,1	-9,9	40,5	5,4	30,6	-9,9
Roemenië	11,9	39,2	27,2	35,3	-3,9	54,6	19,3	126,8	72,2
Polen	44,5	51,1	6,6	45,7	-5,4	57,3	11,6	46,4	-10,9
Luxemburg	8,2	22,7	14,5	22,0	-0,8	27,3	5,3	17,9	-9,4
Litouwen	15,9	40,5	24,6	35,9	-4,6	50,7	14,7	42,9	-7,8
Letland	8,5	41,6	33,2	36,9	-4,7	45,9	9,0	45,3	-0,6
Gemiddelde Δ (ongewogen)			<b>17,5</b>		<b>-5,5</b>		<b>11,1</b>		<b>4,2</b>
<b>Outlier</b>									
Ierland	23,9	104,2	80,3	57,4	-46,9	66,0	8,7	48,3	-17,7

Bron: Europese Commissie. Noot: getallen in procent of procentpunt van BBP.

\* Data zijn gebaseerd op debt sustainability monitor 2020 (DSM 2020, gepubliceerd februari 2021), NB: voor 2021 is inmiddels een nieuwe raming beschikbaar, die voor de meeste landen enkele procentpunten afwijkt (zowel neerwaarts als opwaarts). Omwille van de vergelijkbaarheid van de data wordt in deze tabel alleen de data uit de DSM 2020 gebruikt.

**De impact van de COVID-19 pandemie leidt tot een sterke stijging van publieke schulden voor alle EU-landen, maar juist landen die al voor deze crisis met hoge schulden kampen laten de grootste schuldstijging zien.** Zoals het zich nu laat aanzien, lopen schulden in hoge schuldenlanden als gevolg van de huidige crisis op met ca. 20 %-punt BBP, terwijl de schuldtoename in middelhoge- en lage schuldenlanden gemiddeld ca. 13 %-punt en 11 %-punt BBP is. De aanzienlijke schuldstijging wordt veroorzaakt door de automatische stabilisatoren, zoals lagere belastinginkomsten, door negatieve groei (noemereffect) en door discretionaire maatregelen om de impact van de crisis te verkleinen.

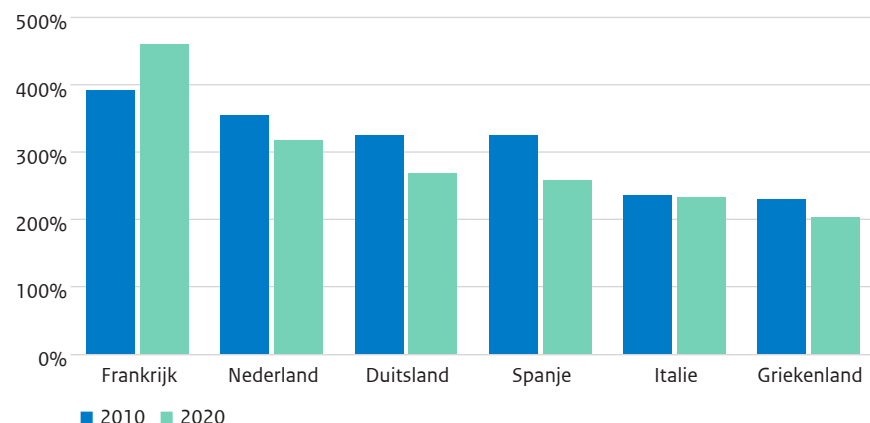
**Het zal zonder aanvullend beleid lang duren voordat de publieke schulden aanzienlijk gedaald zijn.** De 2021 *Debt Sustainability Monitor* van de Europese Commissie geeft inzicht in de verwachte ontwikkeling van de schulden van de EU landen de komende 10 jaar. Onder een basis scenario, waarin wordt verondersteld dat de hoge tekorten relatief snel weer dalen (de pandemie is immers tijdelijk) en de groei geleidelijk herstelt zal de gemiddelde schuld van de EU over 10 jaar uitkomen op 90% bbp tegenover 95% in 2020. Voor het eurogebied is dit 98% tegenover 102% in 2020.

## 2.1.6

### Vervlechting overheden en banken

**De wereldwijde financiële crisis legde een aantal fundamentele kwetsbaarheden van de Europese economie bloot.** Een daarvan betreft de risico's die voortvloeien uit de vervlechting tussen overheden en banken (de bank-sovereign loop). Als gevolg van garanties van lidstaten aan hun bankensector,<sup>22</sup> sloegen twijfels over de kredietwaardigheid van banken in kort tijd om in twijfels over de kredietwaardigheid van lidstaten. De financiële crisis werd in Europa gevolgd door de Eurocrisis, waarin met name landen in de periferie van de eurozone in toenemende mate moeite hadden zichzelf te financieren. Aanhoudende onzekerheid over de kredietwaardigheid van banken en lidstaten heeft een rem gezet op het herstelvermogen van de EU.

**Figuur 2.12:** Omvang bankensector in verhouding tot BBP



Bron: eigen berekening op basis van Eurostat en de Europese Bankenautoriteit. Omvang bankensector gemeten in balansomvang.

**De vervlechting tussen banken en overheden werkt twee kanten op.** Veel banken zijn te groot, te complex of te verweven met de rest van het financiële systeem om ongecontroleerd failliet te laten gaan. Gegeven de grote omvang van de financiële sector (figuur 2.12), gaat dit al snel om grote bedragen, die bij afwezigheid van krachtig beleid, de publieke schulden snel kunnen doen oplopen. Overheden en centrale banken hebben tijdens de

<sup>22</sup> De impliciete garanties leiden bovendien tot een moreel gevaar: wetende dat de overheid te hulp zal schieten bij falen, kunnen banken te veel, of verkeerde, risico's nemen.

crisis op massale schaal steun verleend aan de bankensector. Om een beeld te geven: de Europese Commissie heeft berekend dat er in de periode 2008-2017 voor EUR 700 miljard aan kapitaalsteun en nog eens EUR 1300 miljard aan liquiditeitssteun is verstrekt aan banken.<sup>23, 24</sup> Hoewel de crisis geen land ontzag, was de impact wel asymmetrisch. Zo heeft Ierland bijvoorbeeld in 2009 voor 173% van het BBP aan liquiditeitssteun verstrekt, en werd de overheidsschuld als gevolg van de steun aan de financiële sector zelf afgewaardeerd.

**De afwaardering van de waarde van het publieke schuldpapier tast vervolgens de financiële stabiliteit van banken aan en, via de banken, die van de hele economie.**

Banken hanteren vanwege de aard van hun werkzaamheden een grote hefboom: hun eigen vermogen is laag ten opzichte van hun totale balans. Daarbij kennen banken een relatief grote blootstelling aan hun eigen overheden. Dat maakt hen kwetsbaar voor herstructurering van overheidsschulden. Een forse afschrijving van de waarde van deze schulden kan een kettingreactie in de financiële sector teweegbrengen. Hiermee kan een herstructurering van overheidsschuld in de eurozone een nieuwe financiële crisis veroorzaken. Lidstaten met hoge publieke schulden kunnen hiermee dreigen om financiële hulp onder gunstige voorwaarden af te dwingen, waarmee afbreuk wordt gedaan aan het principe van dat lidstaten hun eigen broek op moeten houden (“no bail out”).

**Box 2: waarom houden banken eigen staatsobligaties aan?**

Banken houden niet voor niets staatsobligaties aan op de balans: deze zijn relatief veilig en heel liquide. Staatsobligaties worden veel gebruikt als onderpand, voor bijvoorbeeld het verkrijgen van centrale banktegoeden, het afdekken van derivatenposities, het voldoen aan kapitaal- en liquiditeitseisen of voor repotransacties. Daarnaast hebben staatsobligaties een gunstige risico-rendementsverhouding dankzij het ontbreken van eisen om additioneel eigen vermogen aan te houden.

Dat verklaart echter nog niet waarom banken een *home bias* hebben bij het aanhouden van staatsobligaties. Hiervoor worden verschillende redenen genoemd.

Voor banken in perifere landen geldt dat eigen staatsobligaties een iets gunstiger rendement hebben. Daar staat weliswaar een hoger risico tegenover, maar daarbij wordt gewezen op een verschil in gevoeligheid van de bank voor kredietrisico's van de eigen overheid. Een nationale default zal gepaard gaan met een zware terugslag van de economie. De bankensector kan er op anticiperen dat bij een nationale sovereign default de bankensector, als onderdeel van een breder pakket om het land er financieel weer bovenop te helpen, in een dergelijke situatie steun zal ontvangen.

Binnenlandse banken zouden ook beter in staat zijn om deze kredietrisico's in te schatten en te beprijzen. Voorts geldt dat voor landen met een minder ontwikkelde markt voor staatsobligaties binnenlandse banken op de primaire markt vaak betere toegang tot de staatsobligaties van hun eigen overheid dan buitenlandse banken.

Door collectief schuld af te nemen van hun eigen overheid kan een bankensector de financieringscondities verbeteren. Er wordt op gewezen dat banken baat kunnen hebben bij het voorzien van gunstige financieringsmogelijkheden voor “hun” eigen overheid, met name wanneer ze in de toekomst afhankelijk te kunnen zijn van (mogelijke) publieke steun.

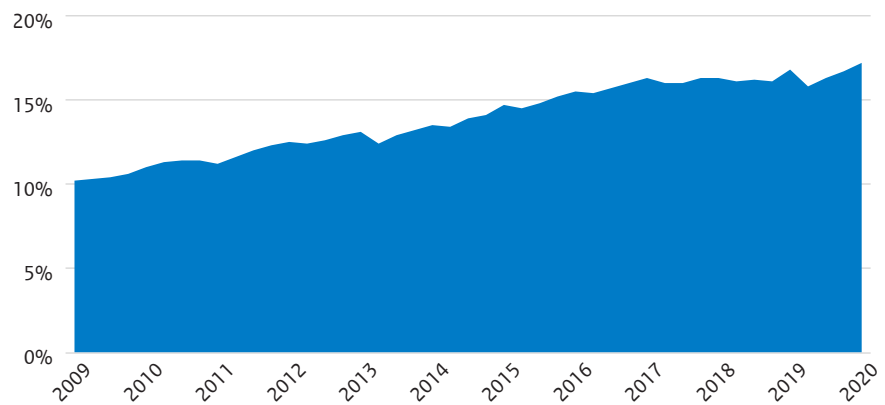
**Nog tijdens de Europese schuldencrisis is de Europese bankenunie opgericht om de vicieuze cirkel, de “doom loop”, tussen banken en overheden te doorbreken. Met de**

<sup>23</sup> Europese Commissie (2019)

<sup>24</sup> Bij deze cijfers dient in ogenschouw genomen te worden dat deze steun verleend is voor de invoering van het huidige regime, waar “bail-in” door de private sector de basis vormt voor de omgang met falende banken.

totstandkoming van de bankenunie is de soevereiniteit ten aanzien van regulering van banken overgedragen naar Europees niveau. In de EU gelden gemeenschappelijke regels voor toezicht, resolutie, kapitaal-, bail-in- en liquiditeitseisen en depositogarantiestelsels. Het toezicht op de banken is gemeenschappelijk georganiseerd. Daarnaast is een gemeenschappelijke resolutiesystematiek in het leven geroepen, waarbij maatschappelijk relevante banken die failliet dreigen te gaan met een door Europese banken gevuld fonds afgewikkeld kunnen worden. Het afwikkelen van banken middels deze systematiek verkleint de budgettaire risico's voor overheden. De hoeksteen van het nieuwe Europese raamwerk voor falende banken is "bail-in": voordat een bank steun kan ontvangen, dient eerst 8% van passiva van de bank te worden afgeschreven of omgezet in eigen vermogen.

**Figuur 2.13:** Ontwikkeling kernkapitaalratio van Europese banken (CET1)



Bron: Europese Bankenautoriteit

**Banken zijn de afgelopen jaren weerbaarder geworden voor schokken, omdat de kapitaaleisen sinds de financiële crisis zijn verhoogd.** De uitgangspositie van banken was daardoor tijdens de COVID-19 crisis sterker dan bij de financiële crisis. Als een bank voldoende kapitaal heeft, is zij beter in staat zelf tegenvallers op te vangen, zonder dat ze hoeft te worden afgewikkeld of dat de overheid hoeft bij te springen. De belangrijkste indicator voor de kapitaalpositie van een bank is de zogenoemde kernkapitaalratio, de Common Equity Tier 1 ratio (CET1-ratio). Deze vorm van kapitaal is van de hoogste kwaliteit ('eigen vermogen'), waarbij de ratio aangeeft hoeveel kapitaal een bank heeft ten opzichte van de risico's die zij loopt. De kernkapitaalniveaus zijn fors toegenomen in de afgelopen jaren, van ca 9% tot 16% (figuur 2.13).

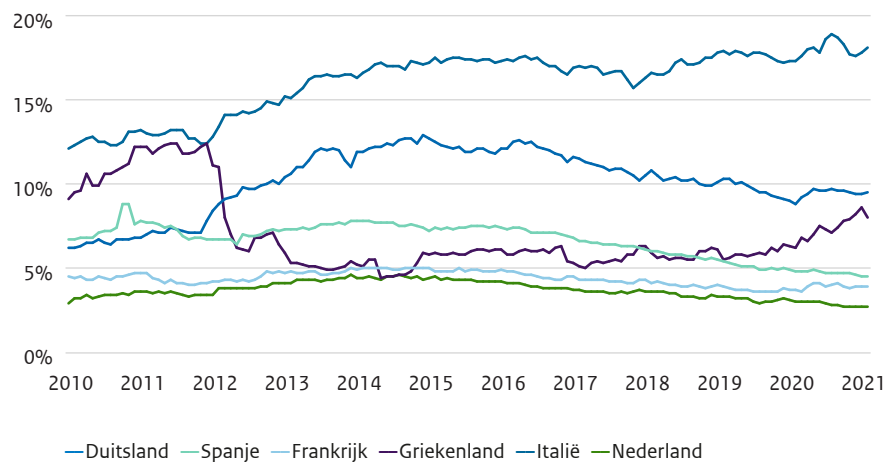
**De bankenunie is echter nog niet af.** Onderhandelingen over een Europees depositogarantiestelsel, dat in een systeemcrisis kapitaalvlucht van banken uit zwakkere naar sterkere lidstaten kan doen remmen, zitten vast. Grensoverschrijdende financiële instellingen hebben nog altijd te maken met grote verschillen tussen de regels in de lidstaten waar zij actief zijn. Daarnaast zijn lidstaten tot nu toe terughoudend in het toepassen van het "strengere" resolutieraamwerk, omdat het wettelijk vereiste niveau van "bail-in" gepaard kan gaan met forse afschrijvingen voor partijen die vaak ook een sterke nationale aanwezigheid hebben, zoals pensioenfondsen en lokale bedrijven. Gebrek aan commitment aan het resolutieraamwerk verhoogt de risico's voor de nationale publieke financiën.

**Veel banken hebben nog steeds een sterke relatie met hun thuismarkt.** Lidstaten hebben vaak fundamenteel verschillende bankensectoren, die historisch zo gegroeid zijn. Zo kent Duitsland bijvoorbeeld meer dan 350 semi-publieke banken, met eigen institutionele privileges, die een dominante kracht vormen in het Duitse bankenlandschap.<sup>25</sup>

<sup>25</sup> Financial Times: Germany's savings bank under fire from European watchdogs, 1 juni 2020.

De Europese bankenunie, die ruim 3000 banken kent, is nog altijd sterk gefragmenteerd langs nationale lijnen. In veel Europese landen met een grote thuismarkt, is het aandeel van de buitenlandse banken niet groter dan 20%.<sup>26</sup> Grensoverschrijdende activiteiten van banken zijn sinds de financiële crisis eerder af- dan toegenomen. Ook op het gebied van financiering is er weinig sprake van integratie in de bankensector: het aandeel van interbancaire deposito's is in de afgelopen 10 jaar gedaald, ten bate van centrale bankfinanciering en traditionele deposito's.<sup>27</sup>

**Figuur 2.14:** Ontwikkeling blootstelling van banken op hun eigen overheid (% van bankbalans)



Bron: Europese Bankenautoriteit

**De blootstelling van banken aan de lidstaat waar zij gehuisvest zijn is nog steeds sterk.** In de marktstress die volgde na de uitbraak van COVID-19 is een groot deel van de uitgifte van nationale schuld geabsorbeerd door de eigen bankensector.<sup>28</sup> De gemiddelde blootstelling van banken aan hun eigen overheid wisselt sterk per lidstaat (zie figuur 2.14). Zo zijn Italiaanse banken voor 18% van alle activa blootgesteld aan de eigen overheid, terwijl de blootstelling van Nederlandse banken met ongeveer 3% relatief beperkt is. De blootstelling van alle banken in de EU aan de eigen overheid is gemiddeld bijna even groot is als het eigen vermogen.<sup>29</sup>

**De COVID-19 crisis heeft de banden tussen banken en hun nationale overheden verder versterkt.** De impact van deze crisis op de bankbalansen is nog niet heel zichtbaar, mede doordat de effecten vooralsnog worden gedempt door de genereuze steunprogramma's van de overheid en het zeer ruime beleid van de ECB. Het aandeel niet-presterende leningen is nog niet gestegen, maar dit hangt samen met moratoria (uitstel van betaling) en publieke garanties. Het is aannemelijk dat de bankensector niet immuun zal zijn voor de economische schade. Het aandeel leningen onderhevig aan dergelijke COVID-19 gerelateerde maatregelen varieert sterk. In lidstaten met relatief hoge percentages, waaronder Italië (13%) en Spanje (8%), kunnen de verliezen voor banken en overheden dus nog op gaan lopen.<sup>30</sup>

<sup>26</sup> ECB (2020)

<sup>27</sup> Van den End, J W en Kho, S (2020)

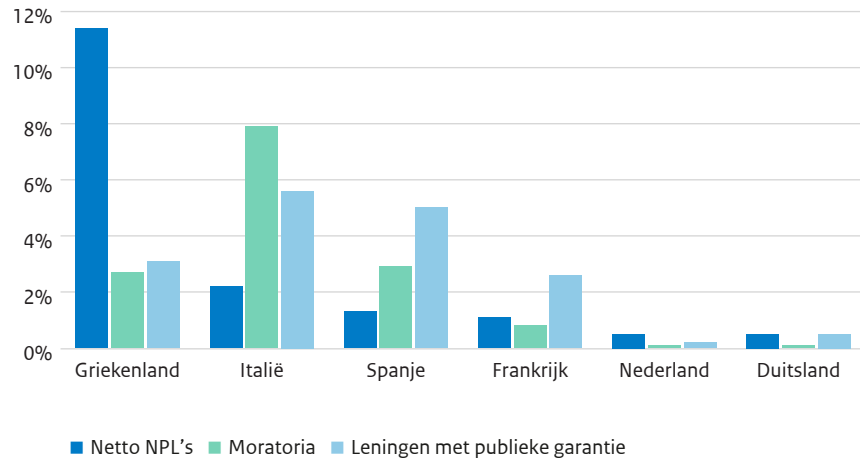
<sup>28</sup> Financial Times: Italian and French banks revive 'doom loop' fears with bond buying, April 2021.

<sup>29</sup> Nysten en Kersten (2018)

<sup>30</sup> EBA (2021)



**Figuur 2.15:** niet-presterende leningen, moratoria en publieke garanties op uitstaande leningen, afgezet tegen totaal aan uitstaande leningen (cijfers ultimo 2020)



Bron: Europese Bankautoriteit.

**Een gezonde en heterogene bankensector is van groot belang voor de Europese economie.** De sector draagt bij aan economische ontwikkeling en welvaart, door burgers en bedrijven in staat te stellen om betalingen te doen, zich te financieren en te sparen. Deze terreinen zijn aan verandering onderhevig. Banken hebben te maken met concurrentie van andere type financiers, de opkomst van (fin)tech-bedrijven en de mogelijke ontwikkeling van digitaal geld door centrale banken. De gevolgen hiervan voor overheden op langere termijn zijn nog niet goed te overzien. Deze hangen sterk af van de toekomstige marktontwikkelingen en beleidskeuzes die gemaakt zullen worden.

## 2.2

### Voorzienbare ontwikkelingen

Naast de bestaande kwetsbaarheden uit paragraaf 2.1, zijn er ook ontwikkelingen die in de ( nabije) toekomst uitdagingen zullen vormen voor de Europese economie. Het betreft daarbij ontwikkelingen die bekend zijn en die de komende decennia een rol zullen spelen, zoals vergrijzing en de klimaattransitie.

Bestaande kwetsbaarheden en voorzienbare ontwikkelingen interacteren met elkaar. Zo kunnen bestaande kwetsbaarheden een belemmering vormen voor het opvangen van de uitdagingen die gepaard gaan met deze voorzienbare ontwikkelingen. Door hoge publieke schulden hebben overheden minder mogelijkheden om additionele middelen in te zetten om de gevolgen van bijvoorbeeld de vergrijzing op te vangen. De voorzienbare ontwikkelingen kunnen op hun beurt de bestaande kwetsbaarheden verder versterken. Bijvoorbeeld, de vergrijzing gaat gepaard met een krimp van de beroepsbevolking, hetgeen de potentiële groei ondermijnt.

#### 2.2.1

##### Vergrijzing

**De reeds ingezette demografische trend van vergrijzing in de EU zal de komende decennia verder intensiveren.** Vergrijzing is het gevolg van gedaalde geboortecijfers en een stijgende levensverwachting. Vergrijzing wordt vaak uitgedrukt in de verhouding tussen personen boven de 65 jaar en personen in de werkzame leeftijd (de zogenaamde *old age dependency ratio*). Deze ratio is in de EU gestegen van 29% in 2010 naar 34% in 2019, en zal naar verwachting in de komende decennia verder stijgen tot ongeveer 60% in 2070. Dat betekent dat tegenover een 65+'er nu ongeveer drie werkenden staan, en in 2070 nog maar

iets minder dan twee.<sup>31</sup> De verwachte dependency ratio's verschillen tussen de landen, en zijn in Zuid-Europa het hoogst. In Italië, Portugal en Spanje stijgen deze ratio's naar ruim boven de 60%.

**Vergrijzing heeft invloed op de overheidsfinanciën.** Vergrijzing zorgt voor hogere uitgaven aan pensioen en zorg en voor een afkalvende belastingbasis onder werkenden. De kosten gerelateerd aan ouderdom waren in de EU als geheel in 2016 25% van het BBP, en groeien volgens de laatste raming naar 26,7% in 2070,<sup>32</sup> waarbij de piek van de vergrijzingsgerelateerde kosten in de meeste landen eerder ligt (vaak rond 2040/2050). Deze raming is omgeven door veel onzekerheden, zoals over immigratie, en gebaseerd op een geplande stijging van de pensioenleeftijd die in veel landen over een lange periode wordt ingefaseerd. Wanneer hiervan wordt afgeweken en de pensioenleeftijd niet of minder snel wordt verhoogd, vallen de kosten hoger uit. Daarnaast spelen ook ramingen over zorgkosten een belangrijke rol, welke sterk afhankelijk zijn van het directe effect van de ontwikkeling in de demografische opbouw, specifiek beleid en moeilijk te voorspellen technologische ontwikkelingen, die in het verleden vaak een belangrijke factor achter de groei van de kosten van de gezondheidszorg zijn geweest. Ook economische groei is een cruciale factor in de raming. Er wordt uitgegaan van een gemiddelde groei van 1,4% tussen 2016 en 2070. Indien deze lager uitvalt zullen de ouderdomskosten als percentage van het BBP hoger zijn.

**De kosten van de vergrijzing worden substantieel beïnvloed door nationaal beleid.** De kosten zijn vooral afhankelijk van de pensioenleeftijd, de wijze waarop pensioenen gefinancierd worden (omslagstelsel of kapitaalgedekt) en het inkomen van gepensioneerden in verhouding tot het inkomen tijdens het werkzame leven (de replacement rate).

**Hoewel er in deze variabelen convergentie heeft plaatsgevonden, blijven er grote verschillen in de EU.** Bijna alle lidstaten hebben in de nasleep van de Europese schulden-crisis pensioenstelsels hervormd of hebben wetgeving in de pijplijn om dat de komende jaren alsnog te doen.<sup>33</sup> Een aantal landen heeft inmiddels een geleidelijke verhoging van de pensioenleeftijd uitgerold. Er zal druk blijven zijn om pensioenstelsels te hervormen, door de pensioenleeftijd te verhogen en/of de hoogte van de pensioenuitkering te verlagen.

**Daarnaast draagt de vergrijzing de komende jaren bij aan een daling van de beroepsbevolking.** Er is een aantal bepalende factoren van het arbeidsaanbod, zoals de arbeidsparticipatie van ouderen en vrouwen en de immigratie. De verwachting is dat de toename van de arbeidsparticipatie, onder andere door het verhogen van de pensioenleeftijd, per saldo de daling van het arbeidsaanbod niet kan voorkomen.

**Het arbeidsaanbod daalt naar verwachting gemiddeld met 0,3% per jaar.**<sup>34</sup> De ontwikkeling van het arbeidsaanbod in de EU loopt sterk uiteen. In een klein aantal landen wordt een lichte groei verwacht; in andere landen daalt het arbeidsaanbod sterk. Volgens projecties daalt het verwachte arbeidsaanbod in Polen, Kroatië, Roemenië, Letland en Litouwen met een derde of meer tot 2070. Een dalend arbeidsaanbod betekent dat de structurele economische groei voor de EU als geheel volledig van hogere productiviteitsgroei dient te komen.

## 2.2.2

### *Klimaatverandering*

**Klimaatverandering is een van de grootste hedendaagse en toekomstige uitdagingen.** Alle lidstaten van de EU hebben zich gecommitteerd aan de Overeenkomst van Parijs, om de opwarming van de aarde te beperken tot ruim onder de twee graden Celsius. De Europese

<sup>31</sup> Europese Commissie (2020a)

<sup>32</sup> Europese Commissie (2018)

<sup>33</sup> Europese Commissie (2020a)

<sup>34</sup> Idem

economie staat daarom voor een grote transitie naar een groene economie. Lidstaten zullen productieprocessen decarboniseren en efficiënter met energie moeten omgaan (klimaatmitigatie). Daarnaast moeten economieën weerbaar gemaakt worden tegen de gevolgen van klimaatverandering, zoals overstromingen en droogtes (klimaatadaptatie).

**In 2020 hebben de EU-landen afgesproken om in 2050 klimaatneutraal te zijn.** Dat wil zeggen dat er netto geen emissies van broeikasgassen meer zijn. Om dit doel te kunnen halen heeft de EU overeenstemming bereikt over verhoging van het 2030-tussendoel, van tenminste 40% reductie van broeikasgassen ten opzichte van 1990 naar netto tenminste 55% voor de EU als geheel. Het huidige beleid is nog niet afgestemd op deze doelen: de precieze beleidsmaatregelen worden nog uitgewerkt.<sup>35</sup>

**Het bereiken van -55% in 2030 en klimaatneutraliteit in 2050 vergt op Europees niveau EUR 260 miljard per jaar aan additionele investeringen.**<sup>36</sup> Dat komt overeen met 1,5% van het BBP. Omdat de transitie van ongekende omvang is en met onzekerheid gepaard gaat, bestaat de kans dat deze cijfers conservatief geschat zijn. Hier bovenop komen nog de kosten voor klimaatadaptatie en voor andere milieu-gerelateerde uitdagingen, zoals aanpassingen in de economische structuur om het verlies van biodiversiteit tegen te gaan. Ook de sociale consequenties van aanpassing aan klimaatverandering moeten opgevangen worden.

## 2.3

### Kwetsbaarheden in relatie tot veerkracht en stabiliteit

**De omschreven kwetsbaarheden en voorzienbare ontwikkelingen versterken elkaar ten aanzien van de uitdagingen voor veerkracht en stabiliteit van de Europese economie.** Het lage groeipotentieel staat de afbouw van publieke schulden in de weg, en belemmert daarmee ook de mogelijkheden om de kosten van vergrijzing en klimaatverandering op te vangen. De aankoopprogramma's van de ECB verzwakken de prikkel om de overheidsschulden te beperken, terwijl hoge overheidsschulden een risico vormen voor financiële stabiliteit. In combinatie met de hoge private schulden en de vervlechting tussen banken en overheden maakt dit de economie kwetsbaar voor economische schokken.

**Voor veerkracht en stabiliteit is het van belang dat de economie economische schokken kan opvangen.** Anders dan de voorzienbare ontwikkelingen uit paragraaf 2.2 komen economische schokken per definitie onverwacht. Met de verschillende zware schokken in de laatste 15 jaar is het bewustzijn gegroeid dat onverwachte grote schokken zich waarschijnlijk ook in de toekomst zullen voordoen. Het is daarom van belang om, daar waar dat kan, de mogelijke bronnen van schokken weg te nemen en de gevolgen van schokken te beperken, en tegelijkertijd voorbereid te zijn om adequaat te kunnen herstellen van grote schokken.

**Veel van de geïdentificeerde kwetsbaarheden maken de Europese economie extra vatbaar voor schokken en maken de negatieve effecten ervan op de welvaart (veel) groter dan zonder die kwetsbaarheden het geval zou zijn.** De hoge private schulden maken de Europese economie bijvoorbeeld kwetsbaar, omdat bij een forse correctie de betaalbaarheid in het geding kan komen, wat een nieuwe bankencrisis en een hoge mate van onzekerheid op de financiële markten teweeg kan brengen. Ook kunnen hoge publieke schulden zelf een bron zijn van een ernstige schok, zoals tijdens de Europese schuldencrisis is gebleken. Wanneer het vertrouwen in het financieren (afbetalen en voldoen aan de renteverplichtingen) van de schulden om een bepaalde reden een negatieve klap krijgt, wordt het bij hoge schulden voor sommige landen moeilijker schulden door te rollen

<sup>35</sup> Studiegroep Invulling klimaatopgave Green Deal (2021)

<sup>36</sup> Europese Commissie (2019a): 1,5% geldt t.o.v. BBP 2018

(“doorrolrisico”). Voorts kan de grote hoeveelheid staatsobligaties van eurozonelanden op de balans van de ECB bij een stijgende inflatie de ECB in een spagaat tussen prijsstabiliteit en financiële stabiliteit brengen.

**De kwetsbaarheden verhogen niet alleen de aannemelijkheid van grote negatieve gevolgen van een economische schok, maar verminderen ook het aanpassingsvermogen van de economie.** De geringe begrotingsruimte in verschillende landen belemmert overheden om maatregelen te nemen om de economie na een schok te stabiliseren. Tegelijkertijd heeft ook de ECB weinig monetaire beleidsruimte over om stabiliserend beleid te voeren. En door de fragmentatie op de kapitaal- en arbeidsmarkten bieden ook de private aanpassingsmechanismen een beperkte aanpassingscapaciteit.

**De grote verschillen tussen Europese economieën vormen additionele uitdagingen voor het functioneren van de E(M)U.** Door uiteenlopende schuldratio's zijn er grote verschillen in de nationale begrotingsruimtes die lidstaten hebben om de economie te stabiliseren na een schok. En deze verschillen nemen bovendien toe vanwege verschillen in groeipotentieel. Onderzoek van Verstegen<sup>37</sup> laat daarbij zien dat eurozonelanden met een relatief open economie, lage schulden en een flexibele arbeidsmarkt in grotere mate hebben weten te profiteren van de EMU via het realiseren van hogere reële groei dankzij het vermogen schokken te absorberen. De divergenties hebben vooral gevolgen voor het functioneren van de eurozone, omdat het gemeenschappelijke monetaire beleid verschillend uit kan pakken in de verschillende jurisdicties. Naast de economische complicaties die ze veroorzaken hebben de verschillen in begrotingsruimte ook gevolgen voor de voorkeuren in lidstaten en het draagvlak voor gemeenschappelijke maatregelen. Tegelijkertijd zijn de economieën zodanig sterk verweven, dat schokken die initieel slechts een gedeelte van de EU treffen uiteindelijk naar de hele EU kunnen overslaan.

**Er zijn veel verschillende economische schokken denkbaar, die vragen om verschillende beleidsreacties.** De Europese schuldencrisis uit 2010-2012 bracht bijvoorbeeld hele andere uitdagingen met zich mee dan de recente coronacrisis. Daarbij zijn verschillende factoren relevant voor de vereiste beleidsreactie, zoals de omvang van de schok, de mate waarin de schok symmetrisch alle landen raakt of slechts één of enkele landen asymmetrisch, en het feit of de schok is ontstaan door een factor die buiten de invloedssfeer van de EU ligt, of voortkomt uit zwak beleid. Deze factoren bepalen mede de publieke beleidsreactie en de mate van gezamenlijkheid en coördinatie tussen de lidstaten.

**De volgende hoofdstukken behandelen daarom een breed scala aan maatregelen gericht op het verminderen van de bestaande kwetsbaarheden in de economie, het verkleinen van de risico's op een economische schok en het verbeteren van het algemene aanpassingsvermogen van de economie.** Naast deze “preventieve” maatregelen bespreken we ook maatregelen die kunnen worden ingezet wanneer een economische schok zich voordoet.

<sup>37</sup> Verstegen, L.H.W., B.J.A.M. van Groezen en A.C. Meijdam (2017)

## 3. Overzicht van potentiële maatregelen

In hoofdstuk 2 zijn de verschillende kwetsbaarheden en uitdagingen van de Europese economie benoemd. De Europese beleidsdiscussies van de afgelopen jaren hebben laten zien dat de visies over hoe om te gaan met dergelijke uitdagingen fors uiteenlopen. In dit hoofdstuk zal daarom een zo volledig mogelijk overzicht van potentiële maatregelen die de stabiliteit en veerkracht van de Europese economie kunnen vergroten worden gegeven. Deze gaan alle gepaard met voor- en nadelen en risico's. Deze worden ook benoemd in dit hoofdstuk. Tegelijkertijd is er voor het aanpakken van kwetsbaarheden een beperkt aantal maatregelen waarvoor onverkort kan worden gekozen (*no-regrets*) én een aantal maatregelen die in alle gevallen nadelig zouden uitpakken (*regrets*). Deze maatregelen worden in hoofdstuk 4 expliciet benoemd.

De inventarisatie in dit hoofdstuk biedt echter nog geen weging van voor- en nadelen en risico's van individuele maatregelen, en daarmee dus ook geen ordening van de mogelijke maatregelen. Een dergelijke ordening is afhankelijk van economische en politieke voorkeuren ten aanzien van de mate en manier van integratie binnen de EU. Hecht men bijvoorbeeld meer aan marktwerking of meer aan beleidscoördinatie? In welke mate is men bereid risico's op permanente overdrachten en moreel gevaar te accepteren in ruil voor economische stabiliteit? Ook dit komt in het vierde en laatste hoofdstuk aan bod. In dat hoofdstuk doet de Commissie een voorzet voor weging aan de hand van de presentatie van vier verschillende integratievoorkeuren.

### 3.1

#### Stabiele groei en convergentie

**Afnemend en divergerend groeipotentieel zijn, zoals in hoofdstuk 2 beschreven, een fundamentele kwetsbaarheid van de EU.** Als de EU haar veerkracht wil verbeteren, is het vergroten van de potentiële groei, alsmede convergentie van de potentiële groei, essentieel. Dat is niet eenvoudig en een uitdaging voor veel economieën.

**Bij het bevorderen van groei en convergentie hebben zowel de lidstaten als de EU een rol.** Zij vullen elkaar aan en versterken elkaars beleid, in lijn met de bevoegdheidsverdelingen uit de Verdragen. Dat betekent dat de lidstaten primair aan zet zijn op terreinen als het investeringsklimaat, de (flexibiliteit van de) arbeidsmarkt, onderwijs, de gezondheidszorg, innovatie en de samenstelling van de overheidsfinanciën. Welk beleid nationale overheden zouden moeten voeren, valt echter buiten de reikwijdte van dit rapport.

**De EU versterkt de nationale inzet van de lidstaten via het creëren van goede randvoorwaarden en via gezamenlijke investeringen.** Er zijn twee belangrijke beleidsterreinen op EU-niveau die bijdragen aan groei en convergentie. Ten eerste is er de interne markt, waar alle lidstaten van profiteren en die de basis voor de Europese samenwerking vormt. Ten tweede is er het budgettair instrumentarium van de EU, zoals de EU-begroting. Hieronder valt ook het recent opgerichte herstelfonds (*Next Generation EU*). Dit hoofdstuk zal ingaan op acht verschillende maatregelen binnen deze twee beleidsterreinen. Het is echter niet eenvoudig om het effect van ieder van deze beleidsterreinen op de groei op macroniveau te meten, vanwege de vele andere factoren die de groei beïnvloeden. Waar het gaat om middelen, zal er in dit hoofdstuk daarom niet naar het effect op de groei worden gekeken, maar vooral naar het karakter van de uitgaven en de regelgeving. Een aantal van de

maatregelen dat hieronder beschreven worden, bevordert niet alleen de groei maar heeft tegelijkertijd een stabiliserend effect op de economie en slaat dus als het ware twee vliegen in een klap.

**Het bevorderen van groei en convergentie is weliswaar onderdeel van de doelstellingen van de Unie, maar het zijn niet de enige doelstellingen.** De doelstellingen van de EU zijn in de eerste plaats politieke doelstellingen: het bevorderen van vrede, Europese waarden en welzijn, en het bieden van een ruimte van vrijheid, veiligheid en recht zonder binnengrenzen. Vervolgens stelt het Verdrag dat de Unie een interne markt (Art 3) en een economische en monetaire unie (Art 4) tot stand brengt en zich inzet voor zaken als duurzame ontwikkeling, evenwichtige economische groei, prijsstabiliteit, een sociale markteconomie met een groot concurrentievermogen en een hoog niveau van bescherming en verbetering van de kwaliteit van het milieu.<sup>38</sup> Om deze reden gaan we in deze paragraaf ook nog in op twee maatregelen die genoemd worden in het kader van de verduurzaming van de Europese economie.

Beleidssterrein	Maatregelen
Verdieping interne markt	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Verdieping van de dienstenmarkt</li> <li>2. Grensoverschrijdend arbeidsmarktbeleid</li> <li>3. Verdieping kapitaalmarkt</li> <li>4. Harmonisatie van belastingbeleid</li> <li>5. Beperken private schulden</li> </ol>
Budgettair instrumentarium van de EU	<ol style="list-style-type: none"> <li>6. EU-begroting gericht op collectieve goederen</li> <li>7. Herstelfonds permanent maken</li> <li>8. Stabilisatiefunctie</li> </ol>
Verduurzaming van de Europese Economie	<ol style="list-style-type: none"> <li>9. Beprijzing CO<sub>2</sub></li> <li>10. Green golden rule</li> </ol>

### 3.1.1

#### Verdieping van de interne markt

**Alle lidstaten profiteren van het verminderen van barrières op de interne markt.**

Verlaging van handelsbarrières, zowel tarieven als andersoortige barrières, vergroot de handel en leidt dankzij schaalvoordelen en specialisatie tot een hoger welvaartsniveau voor landen in de EU. Verschillende studies wijzen op de aanzienlijke baten. Het CPB (2008) schat de cumulatieve voordelen dankzij de interne markt over 1960-2005 op 2% à 3% BBP voor de EU als geheel. CEPR (2018) schat een 4,4% hoger BBP. Ook kan een goed functionerende interne markt bijdragen aan een grotere schokbestendigheid van de economie mits aanpassingsmechanismen zoals kapitaalmobiliteit en arbeidsmobiliteit goed werken. Maatregelen die de werking van de interne markt verder verbeteren dragen dus zowel bij aan het verdienvermogen van de lidstaten als de stabiliteit van de EU.

**De afgelopen decennia zijn er stapsgewijs al heel wat handelsbarrières tussen de lidstaten weggenomen die het vrij verkeer van goederen, personen, diensten en kapitaal in de weg stonden.** In een eerste fase ging het om zaken als het afschaffen van heffingen, quota en grenscontroles. Later ging het om het wegnemen van onbedoelde handelsbelemmeringen zoals het harmoniseren of erkennen van elkaars producteisen en –standaarden of diploma's. Gaandeweg werd duidelijk dat verdere integratie vereist dat er ook harmonisatie<sup>39</sup> plaatsvindt op andere, aanpalende terreinen, zoals consumentenbescherming, klimaat of vervoer. Hier stuiten de lidstaten op grote verschillen tussen nationale systemen en wet- en regelgeving die historisch gegroeid zijn en deels worden gebruikt om nationale deelbelangen (van bedrijven of beroepsgroepen in de lidstaten) te beschermen. Lidstaten zullen deze dus niet zomaar aanpassen. Bovendien stuiten we hier ook op de grenzen van de subsidiariteit: arbeidsmarktbeleid (en bijbeho-

<sup>38</sup> Ook wordt economische, sociale en territoriale samenhang en solidariteit tussen de lidstaten genoemd (Art 174 VWEU).

<sup>39</sup> Harmonisatie: afstemmen en waar nodig gelijk trekken van nationale wetgeving, regelgeving, tarieven.

rende sociale voorzieningen) blijft bijvoorbeeld primair de verantwoordelijkheid van de lidstaten. Tegelijkertijd geldt dat vrij verkeer nooit als iets absoluuts bedoeld is. In verdragen en op grond van Hofuitspraken zijn beperkingen toegestaan, mits deze proportioneel zijn en niet discrimineren.

**Verdere harmonisatie op een aantal deelterreinen, zoals de dienstenmarkt en kapitaalmarkt, zou een positieve bijdrage kunnen leveren aan het creëren van een gelijk speelveld en het benutten van schaalvoordelen.** Daarbij zullen steeds de voordelen van een gelijk speelveld en het verbreden en verdiepen van de interne markt moeten worden afgewogen tegen de voordelen van volledig op het eigen land afgestemde regelgeving. Tegelijkertijd is het zaak om de feiten en de behoeften uit de praktijk, van burgers en bedrijven, mee te wegen. Dan gaat het met name om de vraag in hoeverre zij de ambitie hebben over de grens activiteiten te ontplooiën en welke belemmeringen zij daarbij ervaren. De meeste bedrijven en burgers blijken in de praktijk namelijk de meeste hinder te ondervinden van niet-regelgevende belemmeringen.<sup>40</sup>

#### **Maatregel 1: verdieping van de dienstenmarkt**

*Resterende belemmeringen voor een verdere verdieping van de dienstenmarkt bevinden zich op verschillende niveaus die parallel aangepakt zouden moeten worden. Hierbij is het verminderen van niet-regelgevende belemmeringen belangrijk. Daarnaast zouden nationale hervormingen in sectoren die buiten de Dienstenrichtlijn vallen en een effectievere implementatie van de Dienstenrichtlijn door de Europese Commissie ook een positieve bijdrage kunnen leveren.*

**Een hogere productiviteitsgroei in de dienstensector kan een belangrijke rol spelen voor EU-groei op de langere termijn.** De integratie van de dienstenmarkt loopt achter op die van de goederenmarkt, terwijl het belang van de dienstensector voor de EU als geheel, zowel voor wat betreft de werkgelegenheid als toegevoegde waarde, groter is en toeneemt. De literatuur suggereert substantiële verschillen tussen de reële productiviteitsgroei in de Europese dienstensector en die in de V.S.<sup>41</sup> Dit komt deels doordat sommige diensten niet goed over grenzen heen verhandelbaar zijn en doordat veel dienstverlenende bedrijven in de EU klein zijn en ook dikwijls niet de ambitie hebben om over de grens actief te zijn. De dienstensector is bovendien enorm divers.<sup>42</sup> Maar het komt ook doordat wet- en regelgeving voor diensten in de lidstaten lastiger te harmoniseren is dan voor goederen. Zelfs de grote dienstverlenende sectoren die veelal door grote bedrijven worden gedomineerd, zoals de luchtvaart, telecom, consumentenbanken en -verzekeraars, zijn daarom nog overwegend nationaal georiënteerd.

**De resterende handelsbelemmeringen bevinden zich op verschillende niveaus die parallel aangepakt zouden moeten worden.** Het gaat hierbij zowel om belemmeringen die samenhangen met regelgeving, als over belemmeringen die te maken hebben met implementatie en handhaving: gebrekkige informatievoorziening over geldende regels; ontoegankelijke administratieve procedures; nationale uitzonderingen op Europese regels; gebrekkige en uiteenlopende interpretatie, implementatie en handhaving<sup>43</sup> van Europese regelgeving; en 'natuurlijke handelsbelemmeringen' via voorkeuren van consumenten (home bias), mede vanwege taal- en cultuurbarrières.<sup>44</sup>

<sup>40</sup> Uit Europese Commissie (2020d) blijkt dat er in de praktijk met name op het terrein van diensten niet of nauwelijks behoefte bestaat aan verdere harmonisatie.

<sup>41</sup> Het IMF (2019) schat dat de reële productiviteit van de Europese dienstensector met gemiddeld slechts 0,1% per jaar is toegenomen sinds het jaar 2000, terwijl de totale toename in de VS over deze periode 30% was.

<sup>42</sup> Zie voor een nader beeld van de Nederlandse dienstensector op basis van micro-data Smit, Balabay (2018)

<sup>43</sup> Zie hiervoor ook Europese Commissie (2020d)

<sup>44</sup> Europese Commissie (2021a)

**Sinds de invoering van de Dienstenrichtlijn in 2006 zijn belemmeringen in alle sectoren (langzaam) afgenomen.** Veel sectoren vallen echter niet onder deze richtlijn. Dat maakt nationale hervormingen in die sectoren nodig om de werking van de dienstenmarkt te verbeteren. Er wordt bijvoorbeeld een uitzondering gemaakt voor een deel van de publieke sector (onderwijs, zorg, openbaar vervoer), maar ook voor financiële diensten, notarissen, deurwaarders, en particuliere beveiligingsdiensten. Voor politici is het aanpakken van gevestigde belangen in de genoemde sectoren echter niet altijd aantrekkelijk. Ook vormt het grote aantal (nationale, regionale, lokale) betrokken spelers een belemmering bij nationale hervormingen. Volgens de Europese Commissie<sup>45</sup> bevinden de belangrijkste belemmeringen zich op het gebied van markttoegang en niet transparante regulering en procedures, wat leidt tot een gebrek aan concurrentie.

**Door gebrekkige implementatie is de Dienstenrichtlijn minder effectief dan hij zou kunnen zijn.** Daarom is verbetering van de efficiëntie van overheden op dit vlak noodzakelijk. Volgens de Europese Rekenkamer zou de Europese Commissie ook meer gebruik kunnen maken van de bestaande handhavingsprocedures.<sup>46</sup> Via de landspecifieke aanbevelingen die de lidstaten in het kader van het Europees Semester ontvangen, dient ook aandacht te blijven voor dit onderwerp.

#### **Maatregel 2: grensoverschrijdend arbeidsmarktbeleid**

*Om grensoverschrijdende arbeidsmobiliteit in de EU zo goed mogelijk te faciliteren zijn de afgelopen jaren al de nodige stappen gezet, bijvoorbeeld voor wat betreft de coördinatie van de sociale zekerheidsstelsels. Er dient tegelijkertijd aandacht te zijn voor de schaduwkanten van grensoverschrijdend arbeidsmarktbeleid, zoals het vertrek van hoogopgeleide mensen uit minder welvarende lidstaten.*

**Het vrije verkeer van personen is een van de vier fundamentele vrijheden in de EU.** Grensoverschrijdende arbeidsmobiliteit is één van de aanpassingsmechanismen bij onevenwichtigheden in de interne markt. Als de arbeidsmobiliteit hoog is, kunnen vraag en aanbod op de arbeidsmarkt beter met elkaar in evenwicht worden gebracht: mensen werken daar waar hun toegevoegde waarde het hoogste is, terwijl conjunctuurcycli beter gesynchroniseerd worden tussen landen. Arbeidsmobiliteit in de EU is echter lager dan in de VS.<sup>47</sup> Dat heeft onder andere te maken met taalbarrières en praktische problemen waar werknemers tegenaan lopen. Ook kunnen arbeidsmigranten nog administratieve barrières ervaren als zij over de grens werken, hoewel deze barrières inmiddels voor een deel zijn geslecht. Zo zijn er bijvoorbeeld afspraken binnen de EU over de coördinatie van sociale zekerheidsstelsels. Tevens zijn er verdragen om dubbele belasting op inkomen te vermijden, hoewel deze verdragen steeds bilateraal worden afgesloten doordat belastingen een nationale bevoegdheid zijn. De oprichting van de Europese Arbeidsautoriteit (ELA) in 2019 illustreert dat de samenwerking tussen de lidstaten verder verbeterd kan worden. Ook levert Erasmus+ een positieve bijdrage aan grensoverschrijdende arbeidsmobiliteit door het ondersteunen van een studie- of stage-ervaring over de grens voor jongeren.

In grote lijnen vindt intra-Europese arbeidsmobiliteit vooral plaats van Zuid- en Oost-Europa naar Noordwest-Europa. Vanuit Roemenië, Polen, Italië, Portugal en Bulgarije (in 2019 meer dan 50% van het totaal van bijna 12 miljoen arbeidsmigranten) trekken mensen vooral naar het VK, Duitsland en Frankrijk. In 2019 was 34% van de arbeidsmigranten hoger opgeleid.<sup>48</sup> Voor bepaalde sectoren, zoals de land- en tuinbouw en distributie in Nederland en Duitsland, zijn buitenlandse arbeiders essentieel. Voor laagopgeleide arbeidsmigranten zijn de hogere lonen in West-Europa aantrekkelijk.

<sup>45</sup> idem.

<sup>46</sup> European Court of Auditors (2016).

<sup>47</sup> In 2013 woonde 4% van EU-burgers in een ander land dan waar zij geboren waren, terwijl 30% van de Amerikanen in een andere staat woonde dan waar zij werkten. Zie: Europese Commissie (2014)

<sup>48</sup> Europese Commissie (2020b)



**Tegelijkertijd zit er aan de arbeidsmobiliteit in de EU een aantal schaduwkanten.** Het vertrek van grote aantallen jonge, hoogopgeleide mensen uit landen als Roemenië en Bulgarije, maar ook Italië en Portugal, vergroot juist de structurele divergentie in het groeipotentieel tussen de lidstaten. Ook is adequate bescherming, met name de sociale zekerheid en arbeidsomstandigheden, van migranten een aandachtspunt.

### **Maatregel 3: Verdieping kapitaalmarkt**

*Nederland heeft veel baat bij een verdere verdieping en harmonisatie van de Europese kapitaalmarkt. Bij verdieping van de kapitaalmarkt valt te denken aan het versterken van financiële infrastructuur, het toegankelijker maken van data voor financiële partijen, convergentie van faillissementsprocedures en centralisatie van toezicht op kapitaalmarkten. Verdieping van de kapitaalmarkt vergt aanpassingen op uiteenlopende terreinen en daarmee een lange adem.*

**Kapitaalmarkten zijn in de Europese Unie nog beperkt ontwikkeld en in hoge mate langs nationale lijnen gesegmenteerd.** In de kern draait de Europese kapitaalmarktunie om twee doelen: (1) het vergroten van economische groei door meer financieringsopties te bieden aan bedrijven en (2) het schokbestendiger maken van de Europese economie door grensoverschrijdend kapitaalbezit te bevorderen. Dit vindt plaats door de toegang van bedrijven tot de kapitaalmarkt te verbeteren, beleggen en lange termijn sparen te stimuleren en tal van barrières in aanbod van en vraag naar financiering over de grenzen weg te nemen. Met name het midden en kleinbedrijf (MKB) kan profiteren van het vergroten van financieringsopties, als zij naast bancair krediet ook alternatieve schuld- en equity instrumenten kunnen uitgeven.

**De voortgang in de kapitaalmarktunie verloopt stapsgewijs.** In de afgelopen jaren heeft de Europese Commissie twee actieplannen gepresenteerd om de kapitaalmarktunie verder te verdiepen. Het eerste actieplan<sup>49</sup> werd gepresenteerd in 2015; het meest recente plan stamt uit 2020. Onder dit actieplan stelt de Europese Commissie een uiteenlopend pakket van maatregelen voor. Een deel van de maatregelen ziet toe op het harmoniseren van wetgeving voor financiële producten, het versterken van specifieke financiële infrastructuur, en het toegankelijker maken van bedrijfsdata voor financiële partijen. Daarnaast bevat het actieplan voorstellen die het voor financiële instellingen aantrekkelijker maken om in andere EU landen te investeren, door kennis over nationale faillissementswetgeving toegankelijker te maken en de mogelijkheid bronbelasting terug te vorderen te vereenvoudigen. De verwachting is dat de Europese Commissie in de tweede helft van 2021 wetgevende voorstellen zal doen.

**Er zijn handelingsperspectieven voor nadere verdieping van de kapitaalmarktunie.** Het toezicht op de kapitaalmarkten is ten dele nog gedecentraliseerd. Voor markten met een grensoverschrijdend karakter is verdere centralisatie wenselijk. Dat is met de verplaatsing van financiële activiteiten vanuit Londen naar andere Europese financiële centra knellender geworden, omdat activiteiten die voorheen in Londen grotendeels onder toezicht van een toezichthouder plaatsvonden zich nu verspreiden naar meerdere financiële centra. Daarnaast kan harmonisatie in de fiscale behandeling en procedures van investeringen de integratie van de financiële kapitaalmarkten bevorderen. Ook convergentie van faillissementsraamwerken kan bijdragen aan de kapitaalmarktunie. Momenteel zijn er grote verschillen in faillissementswetgeving en -procedures tussen lidstaten. Dit leidt tot juridische onzekerheid, hogere kosten en maakt het lastiger voor internationale investeerders om risico's in te schatten. Dit vormt een barrière voor grensoverschrijdende investeringen.

**Pensioenopbouw draagt ook bij ontwikkelen van kapitaalmarkten.** Momenteel is (substantiële) opbouw van kapitaalgedekte pensioenen in Europa beperkt tot enkele

<sup>49</sup> Europese Commissie (2015)

lidstaten, waaronder Nederland. Meer opbouw van kapitaalgedekt pensioen vergroot het aanbod aan besparingen binnen de EU, terwijl pensioenfondsen op kunnen treden als financiers van bedrijven en overheden die hun aandelen en schuldinstrumenten aanbieden op de kapitaalmarkt – naast het opvangen voor de kosten van vergrijzing (zie paragraaf 2.2.1).

**Verdere ontwikkeling van de kapitaalmarktunie is nauw verweven met terreinen die traditioneel behoren tot de nationale competenties.** Hierbij valt te denken aan het arbeidsmarktbeleid (pensioen), het fiscale beleid (stoppen of beperken van de aftrek van rente bij financiering met vreemd vermogen) en het bedrijfsrecht (faillissementswetgeving). Dat zorgt dat voortgang op deze terreinen lastig is en een proces van lange adem. Tegelijkertijd heeft Nederland, mede vanwege het grote pensioenvermogen, onevenredig veel baat bij verdere verdieping en harmonisatie van de Europese kapitaalmarkt.

#### **Maatregel 4: Harmonisatie van belastingbeleid**

*Harmonisatie van belastingbeleid op specifieke terreinen draagt bij aan het versterken van de interne markt, helpt belastingontwijking tegen te gaan en draagt bij aan het bereiken van milieudoelen.*

**Het heffen van belastingen en het definiëren van grondslagen is van oudsher een nationaal prerogatief.** Er zijn goede argumenten om het zwaartepunt van het belastingbeleid nationaal te houden. De grootte van de collectieve sector is een politieke keuze voor soevereine landen, en de financiering ervan bepaalt het volume aan belastingen dat geheven wordt. In aanvulling hierop bestaan er verschillende voorkeuren ten aanzien van de belastingmix. Daarnaast is het belastingbeleid een manier om het vestigingsklimaat vorm te geven. Tegelijkertijd raakt belastingheffing ook de interne markt, die van belang is voor een meer concurrerend Europa. De afgelopen jaren is de harmonisatie op belastinggebied daarom toegenomen.

#### **Harmonisatie van belastingbeleid kan de interne markt efficiënter maken.**

Ondernemingen hebben momenteel te maken met verschillen in de btw en bronbelasting. Meer harmonisatie zorgt voor meer efficiëntie en slecht een barrière om over de grenzen heen actief te worden in de interne markt.

#### **Daarnaast kunnen verschillen in belastingstelsels ruimte bieden voor een race naar de bodem, leiden tot belastingarbitrage en het Europese gelijke speelveld ondermijnen.**

Grote internationale ondernemingen, waaronder ook Big Tech, zijn steeds vaardiger geworden in het vermijden van het betalen van belasting. Minimumharmonisatie op het gebied van vennootschapsbelasting gaat belastingontwijking en schadelijke belastingconcurrentie tegen. Daarmee kan harmonisatie van vennootschapsbelasting bijdragen aan het terugbrengen van publieke schulden.

**Tot slot kan harmonisatie van milieubelastingen bijdragen aan het behalen van milieudoelen.** Denk hierbij aan het uniform beprijzen van CO<sub>2</sub>-uitstoot (zie ook maatregel 9). Harmonisatie van milieubelastingen voorkomt dat als gevolg van nationale belastingheffing op schadelijke activiteiten, banen en uitstoot zich verplaatsen binnen de Europese Unie.

**Bij deze onderwerpen geldt overigens: hoe breder de samenwerking, hoe effectiever deze is.** Een wereldwijde aanpak is daarom te verkiezen boven een Europese aanpak. Dat is op het gebied van vennootschapsbelasting op dit moment gaande: in de OESO wordt een wereldwijd antwoord geformuleerd op de digitaliserende economie, waarbij stappen worden gezet naar een effectief minimumtarief. Dit zal in de EU verder worden uitgewerkt.

### **Maatregel 5: beperken private schulden**

*Door op geharmoniseerde wijze de fiscale aftrek van schulden te beperken, aftrek van financieringskosten van eigen vermogen toe te staan en/of de macro-economische onevenwichtigheidsprocedure meer tanden te geven, kan de opbouw van private schulden bij bedrijven worden beperkt.*

**Er is momenteel een vertekening in belastingregimes in het voordeel van schuldfinanciering van bedrijven.** Uitgaven aan rente kunnen wel van de winst afgetrokken worden, terwijl de kosten van eigen vermogen niet fiscaal aftrekbaar zijn. Dat maakt het financieren via schulden goedkoper. Dit draagt bij aan de opbouw van private schulden bij bedrijven. Dit geldt voor alle belastingplichtigen in de vennootschapsbelasting, zowel het MKB als grote, internationale bedrijven. Grote bedrijven hebben echter meer mogelijkheden om zelf hun financieringsmix te bepalen. Hoge schulden kunnen bedrijven kwetsbaar maken voor rentestijgingen. Dit kan in ongunstige omstandigheden leiden tot een golf van faillissementen, waarbij besmetting kan optreden tussen landen in de EU.

**Harmonisatie van belastingwetgeving op dit vlak kan helpen om de opbouw van private schulden door bedrijven te beperken.** Hierbij valt te denken aan gezamenlijke afspraken over het terugbrengen van de mogelijkheden voor aftrek van rente, of juist het aftrekbaar maken van de kosten voor eigen vermogen. Door gezamenlijk op te trekken kunnen lidstaten in de EU een wedstrijd naar de bodem voorkomen en arbitrage tegengaan. In dit kader heeft de EC in de recente communicatie over de *Business Taxation for the 21st Century*<sup>50</sup> een voorstel aangekondigd om de bevoordeling van schuldfinanciering tegen te gaan. In dat kader is het initiatief voor de *Debt Equity Bias Reduction Allowance* (DEBRA) ter consultatie aangeboden.<sup>51</sup>

**Een lichter instrument is de macro-economische onevenwichtigheidsprocedure (MEOP), een onderdeel van het Europees Semester.** De Europese Commissie kan op grond van macro-economische cijfers tot een diepteonderzoek overgaan. Op basis hiervan kan de Commissie beoordelen of landen (buitensporige) onevenwichtigheden hebben en, zo ja, eventueel een buitensporige onevenwichtigheidsprocedure starten. In de praktijk is de Commissie terughoudend gebleken om dergelijke procedures op te starten. Hierdoor is de MEOP momenteel niet veel meer dan een lichte vorm van *peer pressure* die in de praktijk weinig invloed heeft. Vanuit het idee dat (te) hoge private schulden in een lidstaat grensoverschrijdende spill-over effecten kunnen hebben, kan de MEOP meer tanden worden gegeven.

### 3.1.2

### **Budgettair instrumentarium van de EU**

#### **Maatregel 6: EU-begroting gericht op collectieve goederen**

*De EU-begroting heeft de grootste toegevoegde waarde als de middelen worden ingezet voor de financiering van collectieve goederen met evidente grensoverschrijdende spillovers. Met name binnen de cohesie- en landbouwbudgetten kan het aandeel dat aan innovatie en vergroening wordt besteed worden vergroot, bijvoorbeeld door aanscherping van de bestedingsvoorwaarden, sterke excellentiecriteria en een nog directere koppeling met bescherming van de rechtsstaat. Dit is een no regret.*

Het Meerjarig Financieel Kader (MFK) legt de begroting voor de EU voor zeven jaar vast.

<sup>50</sup> Europese Commissie (2021b)

<sup>51</sup> Europese Commissie (2021c)

Meerjarenbegroting EU 2021-2027 (alle bedragen in mld., 2018 prijzen)<sup>52</sup>

	MFK	NGEU	Totaal
1. Interne markt, innovatie en digitaal	132,8	10,6	143,4
2. Cohesie, veerkracht en waarden	377,8	721,9	1 099,7
3. Landbouw en milieu	356,4	17,5	373,9
4. Migratie en grensmanagement	22,7	-	22,7
5. Veiligheid en defensie	13,2	-	13,2
6. Extern beleid	98,4	-	98,4
7. Administratie	73,1	-	73,1
<b>TOTAAL</b>	<b>1074,4</b>	<b>750,0</b>	<b>1 824,3</b>

**De EU-begroting heeft de grootste toegevoegde waarde als de middelen worden ingezet voor collectieve goederen.** Bij collectieve goederen spreken we hier niet over alle denkbare publieke taken, maar alleen over bestedingen die grensoverschrijdend zijn, nationaal niet van de grond komen en evidente positieve grensoverschrijdende effecten hebben zodat ze de EU als geheel ten goede komen. Voorbeelden hiervan zijn investeringen in innovatie en fundamenteel onderzoek, klimaat, infrastructuur (waaronder hogesnelheidslijnen, digitale infrastructuur, power grids voor duurzame elektriciteit en waterstof), migratie en defensie. Dergelijke uitgaven hebben schaalvoordelen en versterken in sommige gevallen het groeivermogen van de EU. Ze dragen er ook toe bij dat de EU een sterk economisch blok in de wereld kan vormen. Hoe meer de EU-begroting zich richt op dergelijke collectieve goederen, hoe groter de toegevoegde waarde ten opzichte van de nationale begrotingen.

**Als Nederlandse burgers zien dat de EU-begroting wordt ingezet voor het adresseren van grens overstijgende problemen en het financieren van collectieve goederen, kan dit ook het draagvlak voor de inzet van middelen via de EU-begroting vergroten.** Voor burgers wordt zo zichtbaarder voor welke zaken hun eigen overheden primair verantwoordelijk zijn, en wat de EU daaraan toe voegt. Dit zou een manier kunnen zijn om ook een grotere EU-begroting te rechtvaardigen. Hierbij is het wel belangrijk dat burgers ook zien dat de middelen efficiënt en effectief worden ingezet, en dat er een gedegen controle plaats vindt. Op dit front is nog aanzienlijke verbetering mogelijk.<sup>53</sup>

**Een aanzienlijk deel van de EU-meerjarenbegroting voor 2021-2027 financiert al dergelijke collectieve goederen, zoals ook blijkt uit de titels van begrotingshoofdstukken 1 (interne markt, innovatie en digitaal), 4 (migratie en grensmanagement), 5 (veiligheid en defensie) en 6 (extern beleid).** Alhoewel de meeste middelen naar hoofdstukken 2 (cohesie, veerkracht en waarden) en 3 (landbouw en milieu) gaan, is dat geleidelijk aan het veranderen. Het landbouwbudget onder het meerjarig financieel kader 2021-2027 zal, ten opzichte van de vorige meerjarenbegroting, in reële termen met 14% afnemen. Voor het cohesiebudget is de krimp 12%. Er gaan tegelijkertijd meer middelen naar migratie en grensbewaking, innovatie en klimaat, zoals bijvoorbeeld via het nieuwe *Just Transition Fund* van EUR 17,5 miljard dat lidstaten ondersteunt bij het aanpakken van de negatieve sociaaleconomische gevolgen van de klimaattransitie.<sup>54</sup> De inkrimping van het aandeel van landbouw en cohesie zal echter een zeer langdurig proces zijn.

<sup>52</sup> Europese Commissie (2020f)

<sup>53</sup> Europese Commissie (2020h)

<sup>54</sup> Overigens valt het JTF onder het cohesiebeleid omdat het ook kan worden ingezet voor diversificatie van de regionale economie in regio's waar de werkgelegenheid bijvoorbeeld sterk afhankelijk is van de fossiele industrie.

**Ondertussen financiert een deel van de cohesie- en de landbouwmiddelen al grensoverschrijdende projecten en vergroening, maar dat dient verder te worden versterkt.<sup>55</sup>**

Binnen het cohesiebudget zijn er fondsen die expliciet gericht zijn op het versterken van de grensoverschrijdende infrastructuur, energie en digitalisering, zoals bijvoorbeeld de Connecting Europe Facility (33,7 miljard voor 2021-2027, onder begrotingshoofdstuk 1). Rail Baltica is een goed voorbeeld van een trans-Europese hogesnelheidslijn die Finland en Polen via de Baltische landen met elkaar zal verbinden, en die tot stand wordt gebracht via cofinanciering tussen de lidstaten en de EU vanuit de Connecting Europe Facility en fondsen vanuit het cohesiebeleid. Bij gebruik van sommige van de fondsen onder het cohesiebeleid (bijvoorbeeld Interreg) is het grensoverschrijdend karakter van projecten een voorwaarde voor financiering. Binnen het landbouwhoofdstuk is het aandeel van inkomenssteun aan de agrarische sector (pijler 1) relatief gedaald ten opzichte van plattelandsontwikkeling (pijler 2). Volgens de Commissie zou het gemeenschappelijk landbouwbeleid in de toekomst geheel afgebouwd kunnen worden, aangezien het (met uitzondering van de elementen die gericht zijn op verduurzaming en natuurbeheer) geen gemeenschappelijk karakter heeft.

**Binnen bestaande fondsen zouden de bestedingsvoorwaarden zodanig aan moeten worden gepast dat een groter deel van de middelen aan collectieve goederen ten goede komt.**

De percentages van de cohesiemiddelen die ontvangende regio's aan innovatie, vergroening, infrastructuur of armoedebeleid moeten besteden, hangen af van het welvaartsniveau van de regio. Hoe welvarender de regio, hoe hoger het percentage voor innovatie en vergroening.<sup>56</sup> Minder welvarende regio's kunnen de middelen in grotere mate uitgeven aan bijvoorbeeld infrastructuur of armoedebeleid. Via een aanscherping van deze voorwaarden, waarbij ook gedacht kan worden aan een koppeling met bescherming van de rechtstaat (relevant voor het ondernemingsklimaat) of excellentiecriteria, kan de EU-begroting verder worden gemoderniseerd zonder dat dit in theorie tot een grotere begroting hoeft te leiden. In de praktijk zullen cohesielanden hier echter niet snel akkoord mee gaan. Nederland heeft zich de afgelopen jaren daarnaast ingezet voor een koppeling van de cohesiemiddelen aan naleving van landspecifieke aanbevelingen uit het Europees Semester en van de criteria van het Stabiliteits- en Groeipact (SGP). Dit heeft nog weinig vruchten afgeworpen. Landen die veel landbouw- of cohesiemiddelen ontvangen, of minder productieve economieën hebben, zijn er geen voorstander van en bepleiten juist een grotere flexibiliteit bij de besteding van die fondsen. Dit is uiteindelijk ook toegezegd bij het akkoord over de huidige meerjarenbegroting, in ruil voor het terugbrengen van het aandeel landbouw- en cohesiemiddelen in de totale begroting.

**De omvang van de EU-begroting is een belangrijker vraagstuk dan hoe deze gefinancierd wordt.** De meeste eigen middelen voor de EU zijn slechts grondslagen om financiering over de lidstaten om te slaan en betekenen niet dat de EU eigen belastingen heft. De EU wordt gefinancierd vanuit de lidstaten via zogenoemde 'eigen middelen'. Traditionele eigen middelen zijn de douaneafdrachten. Daarnaast is er een bijdrage vanuit de lidstaten op basis van een geharmoniseerde BTW-grondslag. Het omvangrijkste eigen middel is echter een bijdrage gebaseerd op het Bruto Nationaal Inkomen (BNI) als grondslag. Met ingang van het eigenmiddelenbesluit 2021-2027 wordt de EU-begroting ook gefinancierd via een nieuwe grondslag op basis van niet-gerecycled plasticafval per lidstaat. Het gebruik van dergelijke verdeelsleutels betekent niet dat de EU zelf naar eigen inzicht belastingen heft of

<sup>55</sup> Europese Commissie, 2014-2020 ESIF overview: in 2014-2020 werd in totaal (exclusief cofinanciering door de lidstaten) EUR 470 mrd van het cohesiegeld uitgegeven aan zaken als onderzoek en innovatie (34 mrd), natuurbescherming (63 mrd), klimaatadaptatie (30 mrd), netwerk infrastructuur in transport en energie (56 mrd) en 'low carbon economy' (41 mrd). Europese Commissie, 2014-2020 ESIF overview.

<sup>56</sup> Dit geldt bijvoorbeeld voor het grootste fonds onder het cohesiebeleid, EFRO en het grensoverschrijdende fonds onder cohesiebeleid, Interreg. Het geldt echter niet voor andere fondsen als het Europees Sociaal Fonds (ESF+) of het Europees Fonds voor plattelandsontwikkeling (ELFPO) of het JTF.

kan gaan heffen. Bij Europese belastingen zou er ook sprake zijn van overdracht van nationale belastingsovereïniteit. Daarvan is hier geen sprake.

**Als onderdeel van het MFK 2021-2027 is afgesproken dat de Europese Commissie voorstellen gaat doen voor een aantal nieuwe eigen middelen gebaseerd op: het (uitgebreide) Emissions Trading System (ETS), het Carbon Border Adjustment Mechanism (CBAM) en een digitale heffing.** Over de exacte vormgeving van ETS, CBAM en de digitale heffing zal de komende tijd onderhandeld worden. Er valt iets voor te zeggen dat financieringsbronnen als CBAM en ETS worden aangewend als nieuwe eigen middelen omdat ze direct voortvloeien uit Europees klimaatbeleid (zie maatregel 9). Zonder het Europese beleid zouden deze twee inkomstenbronnen niet op deze manier kunnen bestaan. In die zin is er een parallel met de douaneheffingen, die aan de buitengrenzen van de EU plaatsvinden, en daarom logischer zijn te gebruiken voor financiering van de EU-begroting. Zoveel mogelijk financiering vanuit de BNI-afdracht heeft echter ook voordelen. Dergelijke financiering is, i.t.t. de genoemde nieuwe eigen middelen, relatief stabiel juist omdat ze geen gedragsverandering beoogt. Ook zorgt ze voor een herkenbare vorm van solidariteit tussen rijke en arme lidstaten in de financiering van gemeenschappelijke doelen.

**De vraag wat uiteindelijk de beste financieringsbronnen voor de EU-begroting zijn, is niet cruciaal voor het bereiken van een veerkrachtige en stabiele Europese economie.** Net als bij nationale begrotingen ligt een mix van financieringsbronnen voor de hand. Uiteindelijk is de beslissing over de omvang van de uitgaven door de EU – die wel belangrijk is voor de veerkracht en stabiliteit van de Europese economie – bepalend voor de financieringsbehoefte. Bij behoefte aan een kleine EU-begroting kunnen de opbrengsten uit het EU beleid door de landen behouden blijven, of kan als alternatief de BNI-grondslag neerwaarts worden bijgesteld. Bij een grotere EU-begroting zal de BNI-grondslag moeten worden verhoogd of zullen juist nieuwe inkomstenbronnen moeten worden aangeboord.

#### **Maatregel 7: permanent maken van het herstelfonds**

*Het herstelfonds biedt een mogelijkheid te bezien of een directe koppeling tussen hervormingen en investeringen een effectieve bijdrage kan leveren aan convergentie. Het heeft zijn nut nog niet bewezen en er zijn diverse kanttekeningen bij te plaatsen. Bij het ‘permanent maken van het herstelfonds’ zijn er verschillende vormgevingsmogelijkheden, afhankelijk van het doel en de financiering van het instrument. Voor een permanente financieringsconstructie lijkt er een verdragwijziging nodig.*

**De MFK-onderhandelingen van juli 2020 vonden plaats tegen de achtergrond van de COVID-19 crisis: een grote exogene niet-economische schok die alle lidstaten raakte, maar waarvan de effecten asymmetrisch uitpakten.** Met name de Zuidelijke lidstaten werden tijdens de eerste golf hard geraakt, terwijl de publieke schuldenniveaus daar al hoog waren. Zij hadden mede daardoor beperkte financiële ruimte om de economie te ondersteunen en te voorkomen dat groei- en herstel-bevorderende investeringen wegvielen. Dit, en de wens om divergentie te beperken, leidde ertoe dat de lidstaten besloten, als onderdeel van het MFK en als symbool van solidariteit, eenmalig *Next Generation EU* (NGEU) op te richten (EUR 750 mrd). De Faciliteit voor Herstel en Veerkracht (de *Recovery and Resilience Facility*, RRF, kortweg ‘het herstelfonds’) is hier de voornaamste component van. De voor EU-begrippen snelle besluitvorming over de oprichting van het herstelfonds toonde aan dat de EU in crisissituaties wel degelijk in staat is tot creatieve stappen, wat een stabiliserend effect had op de financiële markten.

### Box 3 – Kenmerken van het herstellfonds

- De RRF heeft een omvang van EUR 672,5 mrd, waarvan EUR 312,5 mrd subsidies en EUR 360 mrd leningen. Om aanspraak te maken op de middelen uit de RRF stellen de lidstaten plannen op die bestaan uit een combinatie van hervormingen en investeringen. De plannen moeten heldere mijlpalen en doelen bevatten. De Raad stemt vervolgens met gekwalificeerde meerderheid in met een Commissie-beoordeling van de plannen, en legt de mijlpalen, doelen en bedragen vast.
- De Commissie moet alle middelen uit het herstellfonds voor eind 2023 committeren aan de lidstaten, op basis van de plannen. Alle investeringen en hervormingen moeten zijn afgerond voor 31 augustus 2026. Uitbetaling van middelen door de Commissie vindt plaats tot 31 december 2026. Na 2026 worden netto geen nieuwe leningen meer aangegaan.
- De landspecifieke aanbevelingen (CSR's) uit het Europees Semester van 2019 en 2020 vormen het uitgangspunt voor de hervormingen die in de herstellplannen moeten worden opgenomen. In de RRF-verordening is opgenomen dat lidstaten 'all or a significant subset of challenges identified in the relevant CSRs' moeten adresseren, en de prioriteiten en keuzes helder moeten onderbouwen.
- Per lidstaat moet minimaal 37% van de herstellfondsmiddelen worden besteed aan klimaatdoelen en 20% aan digitalisering. Zowel directe publieke investeringen als het stimuleren van private investeringen is toegestaan.
- Op het moment dat een lidstaat mijlpalen en doelen bereikt, kan zij maximaal twee keer per jaar een uitbetalingsverzoek indienen bij de Commissie. Goedkeuring hiervan vindt plaats via comitologie.<sup>57</sup> Lidstaten die het niet eens zijn met de Commissie over of lidstaten de mijlpalen en doelen hebben bereikt, kunnen aan een 'noodrem' trekken. Het onderwerp kan dan geagendeerd worden op de Europese Raad om 'uitputtend te worden besproken'.
- Het maximale subsidiedeel van de RRF per lidstaat wordt bepaald op basis van bevolkingsomvang, de inverse van het BBP per capita, de gemiddelde werkloosheid in de periode 2015-2019 en de afname van het reële BBP in 2020 en 2021, met nacalculatie in juni 2022. Lidstaten kunnen naast subsidies ook leningen aanvragen uit het herstellfonds, tot maximaal 6,8% van hun Bruto Nationaal Inkomen in 2019.
- Voor de financiering leent de Commissie namens de EU middelen op de kapitaalmarkt, waarvoor de lidstaten garant staan door middel van een tijdelijke verhoging van het plafond zoals vastgelegd in het eigenmiddelenbesluit. Deze tijdelijke verhoging dient enkel ter dekking van verplichtingen die voortvloeien uit de leningen voor NGEU en vervalt zodra de betreffende verplichtingen zijn vervallen en uiterlijk op 31 december 2058.

**In feite combineert de faciliteit meerdere doelen: het opvangen van de sociale en economische effecten van de crisis (stabilisatie); het versterken van het groeipotentieel, de veerkracht en de werkgelegenheid (convergentie); en het ondersteunen van lange termijn EU-doelen (groene en digitale transitie).** De Commissie zal voor de financiering van het fonds voor het eerst in de geschiedenis geld lenen op de kapitaalmarkt voor de financiering van beleidsuitgaven.

**Het is te vroeg om te kunnen concluderen dat de faciliteit bijdraagt aan lange termijn convergentie tussen EU-lidstaten.** Investeringen ter waarde van maximaal EUR 672,5 mrd – en in sommige lidstaten aangevuld met nationale financiering - zullen weliswaar een impuls geven aan de Europese economie,<sup>58</sup> maar vergeleken met de gederfde inkomsten van bedrijven en burgers sinds het begin van de COVID-19 pandemie moet het effect hiervan ook niet overschat worden. Het is wel uitdrukkelijk de bedoeling dat de herstellplannen bijdragen aan een permanente stijging van de potentiële outputgroei van landen, bovenop de eenmalige groeiverhoging die optreedt door het bestedingseffect.

<sup>57</sup> Een comité van lidstaatvertegenwoordigers brengt met een besluit bij gekwalificeerde meerderheid een positief of negatief advies uit over een ontwerpuitvoeringshandeling van de Commissie.

<sup>58</sup> In haar lenteraming 2021 raamt de Europese Commissie de economische impact van het RRF voor 2020-2022 op ongeveer 1,2% van het reële BBP van de EU.

**Voor de effectiviteit van de faciliteit t.a.v. lange termijn convergentie** is er een aantal uitdagingen:

- **Complexiteit:** de faciliteit is zowel voor de lidstaten als voor de Commissie een arbeidsintensief instrument. De mate van detail die vereist is, is groot. Tegelijkertijd is de controle op daadwerkelijk gemaakt kosten voor investeringsprojecten zeer gering, en is geld binnen een begroting uiteindelijk fungibel. Het herstellfonds dreigt hierdoor in feite een instrument van begrotingssteun te worden. Voor lidstaten die al moeite hebben de middelen uit structuurfondsen volgens de voorwaarden te absorberen, vormt de faciliteit een extra uitdaging met een andere systematiek en andere nationale controlesystemen.
- **Absorptiecapaciteit:** voor lidstaten die al grote bedragen ontvangen, vormt het een uitdaging die binnen de gestelde termijnen op zinvolle wijze in te zetten.
- **Additionaliteit:** investeringen gaan volgens de Commissie idealiter naar nieuwe plannen.<sup>59</sup> De Commissie wil graag aantonen welke maatregelen en effecten aan het herstellfonds zijn toe te schrijven. Dit sluit niet goed aan bij de praktijk van landen met een sterk ontwikkeld proces van integraal begrotingsbeleid (Zweden, Nederland, Duitsland) waarbij het additionele karakter van RRF-middelen minder zichtbaar is.
- **Timing:** Het is onduidelijk of de middelen voldoende snel beschikbaar komen om wezenlijk aan het herstel bij te dragen. Tegelijkertijd moeten investeringsprojecten en hervormingen uiterlijk in 2026 zijn afgerond. Voor projecten die een structurele bijdrage moeten leveren aan veerkracht, klimaat en digitale transitie, is dat kort. Dit laat zien dat de inzet van het herstellfonds hinkt op meerdere gedachten. Ook bestaat voor hervormingen het risico dat zij na 2026 worden teruggedraaid.
- **Bereidheid tot hervormen:** middelen worden ingezet voor investeringen (het zoet), waardoor hervormingen (het zuur) al gauw een ondergeschoven kind worden. Lidstaten zullen qua hervormingen de grens opzoeken van wat nog acceptabel is.
- **Het democratisch gehalte van het governance model:** doordat de hervormingen volgen uit de landspecifieke aanbevelingen, kan het lijken alsof de hervormingen uit de herstelplannen 'moeten van Brussel'. Dit kan gevolgen hebben voor het draagvlak en de duurzaamheid van hervormingen. De reden dat landspecifieke aanbevelingen niet (helemaal) worden opgevolgd, is vaak dat zij politiek gevoelig liggen of dat aanbevelingen inhoudelijk ter discussie staan. Anderzijds is het zo dat de landspecifieke aanbevelingen worden aangenomen door de Raad en dat het herstelplan wordt ingediend door de lidstaat zelf op grond van door de Raad en Europees Parlement vastgestelde criteria.
- **De centrale rol van de Europese Commissie bij zowel het tot stand komen van de plannen als de besluitvorming over uitbetaling:** net als bij het begrotingsbeleid zijn de resultaten van de RRF sterk afhankelijk van hoe streng en ambitieus de Europese Commissie zich opstelt, bijvoorbeeld m.b.t. het ambitieniveau ten aanzien van de hervormingen.

**Ook met deze aandachtspunten is de faciliteit een interessant nieuw instrument dat de bredere discussie over de te koppelen voorwaarden aan EU-financiering en subsidies zal beïnvloeden.** Dat roept de vraag op of een model waarin middelen voor groei en herstel bevorderende investeringen expliciet gekoppeld worden aan hervormingen goed kan werken.

**Er zal op een gegeven moment druk ontstaan om de faciliteit te verlengen of een permanent vervolg te geven, met name vanuit de Commissie en enkele grote lidstaten.** Een permanent herstellfonds dat wordt gefinancierd uit EU-leningen, en doorlopend en in gewone omstandigheden wordt ingezet, stuit wel op praktische en juridische bezwaren, en vergt dan ook een verdragswijziging. Tegelijkertijd zouden er constructies denkbaar zijn waar geen verdragswijziging voor nodig is, zoals financiering binnen het MFK.

<sup>59</sup> Er is hier enige extra ruimte. Onder specifieke voorwaarden mogen plannen waartoe sinds 1 februari 2020 besloten is uit de faciliteit gefinancierd worden.



**Een permanent herstellfonds zou kunnen worden ingezet voor grofweg drie verschillende doelstellingen: stabilisatie in tijden van crisis (zie maatregel 8), convergentie of grensoverschrijdende EU-projecten.**

- **Convergentie:** convergentie kan zowel via hervormingen als via gerichte investeringen worden bevorderd. Als de expliciete koppeling tussen hervormingen en investeringen in de permanente variant behouden blijft, kan dit een mogelijk effectiever alternatief zijn voor de structuurfondsen. Daarin zit een dergelijke koppeling niet. Ook kunnen, met een specifieke focus op deelonderwerpen binnen alle denkbare hervormingen, specifieke kwetsbaarheden als bijvoorbeeld hoge private schulden extra worden geadresseerd, bij wijze van een soort “MEOP met tanden”. Het herstellfonds moet zich echter nog bewijzen. Hierbij is het wel belangrijk dat hervormingen op basis van landspecifieke aanbevelingen niet gepresenteerd of gezien worden als een verkapte overheveling van competenties naar Europees niveau. Dat zou het eigenaarschap van een land bij hervormingen ondermijnen. Als de koppeling met hervormingen permanent wordt, bestaat de kans dat landspecifieke aanbevelingen onder politieke druk worden afgezwakt.
- **Grensoverschrijdende projecten:** middelen worden besteed aan grensoverschrijdende projecten die de groei van de EU verhogen en/of bijdragen aan lange termijn EU-doelen. Verdeling hoeft dan niet plaats te vinden per lidstaat - alhoewel dit politiek wel eenvoudiger is – maar kan ook op basis van een beoordeling van projecten. De toegevoegde waarde ten opzichte van bestaande instrumenten binnen het MFK is dan wel onduidelijk en het stellen van voorwaarden van hervormingen is hier ingewikkeld. Op deze manier is dit in feite alleen een permanent herstellfonds als dezelfde financieringswijze van EU-leningen voor subsidies wordt gebruikt.

**Een permanent vehikel voor structuurversterking vereist permanente financiering.** De twee mogelijkheden die hierbij het meest voor de hand lijken te liggen zijn 1) financiering binnen het reguliere MFK waarbij er elke 7 jaar afspraken worden gemaakt over het budget van het herstellfonds, 2) leningen die de EU aangaat met garantie uit het EMB, wat een permanente verhoging van het EMB-plafond vergt en een aanpassing van het EMB zodat leningen voor beleidsuitgaven mogelijk worden.

**Het MFK is in beginsel geschikt als financieringsbron voor doorlopende uitgaven.** EU-leningen zijn dat minder. Juridisch stuit dit op bezwaren omdat geen gebruik kan worden gemaakt van dezelfde rechtsbasis als het huidige NGEU, die sterk afhangt van uitzonderlijkheid en tijdelijkheid (artikel 122 VWEU). Inzet van een aanzienlijk bedrag aan EU-leningen voor eventuele subsidies stuit op specifieke juridische bezwaren; dit is onverenigbaar met bepaalde principes uit het EU-Werkingsverdrag als dit niet kan worden gerechtvaardigd met waarborgen als uitzonderlijkheid, tijdelijkheid en eenmaligheid. Leningen aangegaan door de EU kunnen wel kunnen worden gebruikt voor het financieren van leningen aan landen in plaats van inkomensoverdrachten – zoals bijvoorbeeld mogelijk is bij het leningendeel van de faciliteit. Wel zijn er praktische bezwaren; de EU zal steeds meer moeten lenen en de bijbehorende garanties zullen regelmatig moeten worden verhoogd.

**Er zijn verschillende denkbare manieren om een vehikel op te richten.** Of Nederland de keuze heeft wel of niet aan een vehikel deel te nemen zal afhangen van de vormgeving in relatie tot het Unierecht. Bij een geheel onder het Unierecht uitgevoerd vehikel, met financiering via het eigenmiddelenbesluit, is niet deelnemen niet goed denkbaar. Uit het VWEU is weliswaar niet specifiek af te leiden dat lidstaten geen kortingen of uitzonderingen zouden kunnen bedingen voor de financiering van instrumenten waar ze niet aan meedoen maar vanwege het uitgangspunt dat het Unierecht op eenvormige wijze geldt voor alle lidstaten (artikel 52 VEU), komen uitzonderingen niet vaak voor. Het niet deelnemen aan een vehikel is beter denkbaar als de financiering buiten het eigenmiddelenbesluit wordt geregeld en alleen de uitvoering aan de Europese Instellingen wordt gelaten. Over een

dergelijke variant is eerder bijvoorbeeld nagedacht in het kader van het commissievoorstel voor een *European Investment Stabilisation Function* (EISF).<sup>60</sup> De Europese Commissie heeft in het kader van dit voorstel een intergouvernementele overeenkomst voorgesteld die het mogelijk maakte om rentesubsidies op stabilisatieleningen door de EU te financieren. Lidstaten zijn vanuit het EU-recht niet verplicht aan een dergelijke overeenkomst deel te nemen, hoewel de politieke kosten van niet meedoen hoog kunnen zijn. Een voorwaarde voor een dergelijke intergouvernementele overeenkomst is dat ze de EU-rechtsorde niet ondermijnt. Hiervoor heeft het Hof enkele principes vastgelegd, met name in het kader van de Pringle zaak aangaande het ESM.<sup>61</sup> Een andere mogelijkheid voor het oprichten van een vehikel is om via een dergelijke intergouvernementele overeenkomst niet alleen de financiering maar ook de gehele uitvoering van het vehikel buiten de EU-verdragen te regelen. Het ESM is hier een voorbeeld van. Hierbij gelden eveneens de bovengenoemde principes van het Hof. Tenslotte valt nog te denken aan de vormgeving van een instrument via nauwere samenwerking binnen het Unierecht. Dit is echter een route met stevige voorwaarden. Er zal een machtiging gegeven moeten worden door de Raad, op voorstel van de Europese Commissie, en met goedkeuring van het Europees Parlement. Bovendien zal aannemelijk moeten worden gemaakt dat het instrument geen afbreuk doet aan de interne markt, noch aan de economische, sociale en territoriale samenhang (zie box 4). Bij versterkte samenwerking geldt dat de kosten, met uitzondering van de administratieve kosten, voor rekening van de deelnemende landen komen.<sup>62</sup>

#### Box 4: kader voor gedifferentieerde integratie<sup>63</sup>

Juridisch zijn er een aantal manieren om te komen tot gedifferentieerde integratie:

1. Op basis van (een derogatie in) de verdragen: permanente opt-outs. Voorbeelden zijn: Denemarken bij de EMU en het Gemeenschappelijk Veiligheids- en Defensiebeleid (GVDB); Denemarken en Ierland bij binnenlandse zaken en justitie. Nieuwe derogaties vergen een verdragswijziging. Verdragswijziging is complex en vergt unanimititeit.
2. Via nauwere samenwerking: een formeel Unie-instrument dat het (sinds het Verdrag van Amsterdam) mogelijk maakt dat een kopgroep van minimaal negen lidstaten het initiatief neemt om op een zeker beleidsterrein verder te integreren, waarbij anderen zich later kunnen aansluiten (artikel 20 VEU, 326-334 VWEU). Nauwere samenwerking mag geen afbreuk doen aan de interne markt, noch aan de economische, sociale en territoriale samenhang (artikel 326 VWEU). Er is een commissievoorstel nodig, een besluit met gekwalificeerde meerderheid van de Raad en goedkeuring van het EP. Het is dus een communautaire vorm, binnen het EU-juridisch kader met gebruik van de EU-instellingen. Nadeel is dat de voorwaarden stevig zijn. Er zijn dan ook slechts drie voorbeelden van: de verordening over scheidingsrecht; het unitair octrooi en de financiële transactietaks (en deze laatste zit politiek vast). Voor een versoepeling van de voorwaarden van het instrument van nauwere samenwerking is een verdragswijziging nodig. Specifieke lidstaten kunnen niet uitgesloten worden. Andere voor- en nadelen en risico's hangen af van de specifieke vormgeving van de nauwere samenwerking.
3. Via intergouvernementele overeenkomst buiten de verdragen: dit kan tijdelijk zijn (het Schengenverdrag is bijvoorbeeld later opgenomen in Verdrag van Amsterdam), op basis van volkenrechtelijke overeenkomsten

<sup>60</sup> Voorstel voor verordening COM 2018(397). Over de EISF is uiteindelijk geen akkoord bereikt

<sup>61</sup> Belangrijke principe zijn dat een intergouvernementele instrument de beginselen van autonomie en voorrang van de rechtsorde van de Unie in acht neemt door met name consistentiebepalingen en mechanismen op te nemen die de intergouvernementele maatregelen verankeren in het Unierecht (zoals de toewijzing van bepaalde taken van beheer en de rechterlijke bevoegdheid aan de EU-instellingen). Ook mag de intergouvernementele overeenkomst geen inbreuk maken op de bevoegdheden van de Unie of van haar instellingen. Bij het onderhandelen over en het sluiten en uitvoeren van een dergelijke overeenkomst moeten de lidstaten voldoen aan het beginsel van loyale samenwerking als bedoeld in artikel 4, lid 3 van het Verdrag van de Europese Unie. Zie ook C-370/12, *Pringle*, EU:C:2012:756.

<sup>62</sup> Artikel 332 VWEU

<sup>63</sup> Zie voor een uitgebreide toelichting AIV (2015).

(bv. het Begrotingsverdrag) of via Intergovernmental Arrangements (IGA's, bijvoorbeeld het Fiscal Compact en het ESM). Intergouvernementele samenwerking is niet mogelijk op terreinen waar de unie exclusief bevoegd is (o.a. monetair beleid, gemeenschappelijke handelspolitiek, douane-unie, vaststelling van mededingingsregels interne markt). Het is wel mogelijk op terreinen waar de lidstaten zelfstandig bevoegd zijn omdat de Unie slechts bevoegd is om het optreden van de lidstaten te ondersteunen, te coördineren of aan te vullen (o.a. volksgezondheid, cultuur, onderwijs) of als de lidstaten gedeelde bevoegdheid hebben met de Unie (interne markt, deel van sociaal beleid, economische/sociale/territoriale samenhang, landbouw en visserij, milieu, consumentenbescherming, vervoer, trans-Europese netwerken, energie, vrijheid/veiligheid/recht). Als de Unie een gedeelde bevoegdheid heeft uitgeoefend op het specifieke terrein waar het voorstel over gaat, kunnen de lidstaten dat niet meer op dat specifieke terrein via een IGA. Politiek is intergouvernementele samenwerking een zwaar middel. De voor- en nadelen van de IGA hangen af van de specifieke vormgeving ervan.

Naast de juridische vormen van gedifferentieerde integratie, bestaat ook de facto gedifferentieerde integratie. De facto gedifferentieerde integratie kan gezien worden als een verschil in het voldoen aan de EU-regels door een lidstaat, verschillen in het implementeren van regels, of informele samenwerking tussen een groep lidstaten. Een bijzondere vorm hiervan betreft de Zweedse positie ten opzichte van de euro. Strikt juridisch gezien moet Zweden toetreden; dat staat in het toetredingsverdrag.

#### **Maatregel 8: Stabilisatiefunctie**

*Er is geen consensus over nut en noodzaak van een macro-economische stabilisatiefunctie. Tegenstanders vrezen moreel risico en stellen dat landen de meeste schokken zelf op kunnen vangen, met name door het terugbrengen van schulden in goede tijden. Vanwege de onvoorspelbaarheid van schokken is het daarnaast niet goed mogelijk om ex-ante goede voorwaarden te formuleren. Om moreel gevaar te beperken zouden in ieder geval strikte voorwaarden nodig zijn.*

**Nu er via het herstellfonds een met leningen gefinancierde anticyclische begrotingsimpuls wordt gegenereerd, zal dit de pleidooien voor een permanente stabilisatiefunctie versterken.** Het basisidee achter de stabilisatiefuncties zoals ze sinds de oprichting van de EMU door verschillende partijen zijn bepleit komt van de zogenaamde *Optimum Currency Area (OCA) Theorie*.<sup>64</sup> Landen hebben door het wegvallen van een eigen rente- en wisselkoersinstrument alternatieve manieren nodig om asymmetrische schokken op te vangen. Idealiter dragen arbeids- en kapitaalmobiliteit bij aan het opvangen van schokken maar in de EMU is de arbeidsmobiliteit voornamelijk beperkt en zijn de kapitaalmarkten gefragmenteerd. Het belang van anticyclisch begrotingsbeleid als aanpassingsmechanisme wordt dan belangrijker. Een stabilisatiefunctie zou in een dergelijke context in een extra begrotingsimpuls kunnen voorzien in aanvulling op nationaal begrotingsbeleid. Een dergelijke stabilisatiefunctie zou kunnen worden vormgegeven door vanuit een centraal niveau - op basis van een automatische trigger - een uitkering aan een land te doen of een goedkope lening ter beschikking te stellen. De trigger moet indicatief zijn voor een substantiële afwijkende economische ontwikkeling, zoals bijvoorbeeld een snelle stijging van de korte termijn werkloosheid of een snel negatief wordende output gap, ten opzichte van andere landen. Door het automatische karakter van een dergelijke trigger is het anticyclische karakter van de ingreep gewaarborgd. Net als bij het NGEU zou een stabilisatiefunctie via leningen kunnen worden gefinancierd. In tegenstelling tot het herstellfonds - zoals beschreven onder het vorige kopje, liggen leningen onder zachte voorwaarden voor stabilisatie meer voor de hand dan giften omdat leningen in goede tijden kunnen worden terugbetaald. Deze leningen kunnen tijdelijke problemen bij het aantrekken van middelen op de kapitaalmarkt ondervangen en daarmee een crisis in het doorrollen van bestaande schulden vermijden.

**Stabilisatiemiddelen zouden ook beschikbaar kunnen worden gesteld voor het opvangen van schokken die alle landen raken.** De OCA theorie richt zich vooral op de

<sup>64</sup> Grondlegger was de latere Nobelprijswinnaar Mundell (1961), zie bijvoorbeeld Beetsma en Giuliodori (2010).

noodzaak *asymmetrische* schokken op te vangen. Tegelijkertijd leert de recente ervaring met COVID-19 dat er grote schokken kunnen plaatsvinden die alle landen in de EU raken in een situatie waarin de monetaire beleidsruimte beperkt is. Door de institutionele inrichting is het voor Europese instituties zowel qua tijd als qua beschikbaarheid van middelen lastiger dan in andere economische blokken om snel met een Europese begrotingsimpuls op een crisis te reageren. Een permanente stabilisatiefaciliteit zou dit proces kunnen vergemakkelijken en voor een betere mix met het monetaire beleid kunnen zorgen. Tegelijkertijd kunnen landen via hun nationale begrotingen wel snel reageren, hetgeen ook tijdens de COVID-19 pandemie massaal is gedaan.

**Er is geen consensus over nut en noodzaak van een macro-economische stabilisatiefunctie.** Tegenstanders stellen dat een stabilisatiefunctie moreel risico versterkt. Landen kunnen sparen via het terugbrengen van nationale schulden in goede tijden. De prikkels van de lidstaten om structurele kwetsbaarheden in hun economie aan te pakken en schulden in goede tijden te verlagen zouden door de beschikbaarheid van een stabilisatiefunctie kunnen verminderen. Mocht Nederland mede om deze reden geen deel willen nemen aan een stabilisatiefunctie, dan zijn de mogelijkheden voor een opt-out vergelijkbaar met die bij de hiervoor beschreven maatregel van het *permanent maken van het herstellfonds*. Macro-economische stabilisatie als zodanig is daarbij formeel geen doelstelling van de EU, waardoor het mogelijk iets makkelijker is dan bij een herstellfonds om voor financiering via een apart verdrag te pleiten. Tegelijkertijd zullen voorstanders een casus maken dat artikel 175 VWEU, de basis van middelen voor cohesiebeleid, voldoende ruimte biedt voor rechtvaardiging van een stabilisatiefunctie. Een argument hiervoor is dat een stabilisatiefunctie tijdens negatieve schokken zou kunnen voorkomen dat de - op convergentie gerichte - publieke investeringen als eerste worden geschrapt.<sup>65</sup>

**Bij de vormgeving van een stabilisatiefunctie zijn er verschillende mogelijkheden om moreel risico te beperken via de vormgeving van de randvoorwaarden.** Zo zou er vastgelegd kunnen worden dat de stabilisatiefunctie enkel gebruikt kan worden in het geval van zeer grote schokken, waarvan met hoge mate van zekerheid en via een onafhankelijke analyse kan worden vastgesteld dat ze één of meerdere economieën zwaar treffen. Ook zou er gebruik moeten worden gemaakt van onafhankelijk vastgestelde objectieve data voor het activeren van een eventuele uitkering of het kunnen trekken van middelen op een stabilisatiefunctie. Mocht er niet in gelijke mate gebruik worden gemaakt van een dergelijke faciliteit, dan kan er een verrekening over de tijd worden afgesproken. Om recht te doen aan het verzekeringskarakter zou met lidstaten die veel gebruik maken van de stabilisatiefunctie moeten worden afgesproken dat ze in toekomstige jaren extra inleggen om hun grotere gebruik te compenseren. De verzekeringspremies van die lidstaten stijgen dan als het ware als gevolg van veelvuldig beroep op de stabilisatiefunctie. Hier kan ook weer een vereiste van begrotingsneutraliteit op middellange termijn aan worden gekoppeld. Omdat het alleen gaat om het opvangen van tijdelijke schokken zullen goede tijden moeten worden gebruikt om schulden terug te betalen en kan dus logischerwijze worden verwacht dat lidstaten over een bepaalde periode *quite* spelen ten aanzien van het gebruik van de faciliteit. Het formuleren van dergelijke voorwaarden zal daarbij wel nauw luisteren.

**Een belangrijke les van de COVID-19 pandemie is dat het type schok en de manier waarop een schok in de economie uitspeelt niet goed te voorspellen zijn.** Het ex-ante vormgeven van een stabilisatiefunctie kan ertoe leiden dat tijdens een schok landen verkeerd worden bediend. Zo zou de in 2018 voorgestelde stabilisatiefunctie EISF bijvoorbeeld middelen

<sup>65</sup> De faciliteit voor herstel en veerkracht heeft als rechtsbasis artikel 175, derde alinea, VWEU. De Unie heeft op basis van dit artikel de bevoegdheid om – indien deze noodzakelijk blijken – buiten de structuurfondsen om specifieke maatregelen voor te stellen, die bijdragen aan de versterking van de economische, sociale en territoriale samenhang.

uitkeren op basis van snel oplopende werkloosheidscijfers.<sup>66</sup> Tijdens de COVID-19 pandemie hebben landen echter massaal ingezet op het direct beschermen van banen en werkgelegenheid om zo de stijging van de werkloosheid af te remmen. EISF zou dus niet goed zijn aangesloten bij de COVID-19 schok maar wel het gebruik van schaarse middelen hebben beïnvloed. Er valt dus ook veel te zeggen voor het volledig vertrouwen op een besluit tot een reactie op het moment van de schok. Tijdens de pandemie is er met SURE juist een instrument ingericht om banen te behouden via de financiering van arbeidstijd verkortende maatregelen zoals deeltijd WW.<sup>67</sup> Lidstaten hebben onder SURE de mogelijkheid van de EU te lenen op basis van programma's die zijn vormgegeven om banen te beschermen.

**Naast een pure ad-hoc reactie tijdens een crisis is het creëren van een noodpot onder de meerjarenbegroting en het eigenmiddelenplafond van de EU denkbaar.** Hiermee wordt nog geen specifiek stabilisatiemechanisme gedefinieerd maar wel de mogelijke reactietijd bij crises verkleind. Het specifieke instrument SURE is in minder dan twee maanden uitonderhandeld door de ministers van Financiën. Bij gebrek aan beschikbare budgettaire ruimte onder het eigenmiddelenplafond zijn de SURE leningen aan lidstaten deels via separate bilaterale garanties door de lidstaten gegarandeerd. Het instrument kon alleen doorgang vinden als alle landen in de noodzakelijke bilaterale garanties zouden voorzien, waarmee er materieel sprake was van unanieme besluitvorming. Na het snelle politieke akkoord heeft het echter nog enkele maanden geduurd voordat alle landen de garanties daadwerkelijk hebben afgegeven.<sup>68</sup> Handelen in de toekomst kan mogelijk worden versneld door middelen al klaar te hebben staan, zonder dat al over het gebruik is beslist. Zo zou bijvoorbeeld – in de vorm van een noodpot – een percentage van het BNI van alle landen kunnen worden gereserveerd voor onbekende grote schokken die meerdere landen raken. Op die manier zou er snel kunnen worden besloten over het inzetten van deze ruimte, maar zou het geschikte instrumentarium – zoals bij SURE ook gebeurde – heel specifiek op de economische schok kunnen worden afgestemd. Door de inzet – zoals bij SURE – alleen op basis van unanimiteit mogelijk te maken kan worden gewaarborgd dat niet ineens aanvullende middelen worden ingezet voor crises waarvan over de aard en grootte nog geen consensus bestaat. De Europese reactie op de COVID-19 pandemie heeft laten zien dat unanimiteit bij zeer grote schokken geen belemmering hoeft te zijn voor snel handelen. Lidstaten hebben laten zien in dat geval snel meningsverschillen overboord te zetten.<sup>69</sup> Het verdrag stelt echter beperkingen aan het gebruik van unanimiteit voor de inzet van middelen onder de EU-begroting. Als over de inzet van een eventuele noodpot niet met unanimiteit besloten kan worden zou kunnen worden onderzocht of middelen via een apart verdrag kunnen worden gereserveerd om zo wel unanimiteit mogelijk te maken. Een risico van het klaarzetten van een noodpot blijft wel dat sommige partijen hun energie zullen richten op pleidooien waarom inzet van de middelen voor een specifieke economische neergang gerechtvaardigd is. Er kan hiertoe al snel politieke druk ontstaan. Hoe groot deze druk in de praktijk zal zijn is lastig in te schatten, maar met een zeer zware crisis als de COVID-19 pandemie als directe aanleiding voor een dergelijke stap zou qua precedentwerking alleen een zeer aanzienlijke schok aanleiding kunnen geven om van een dergelijke noodpot gebruik te maken.

<sup>66</sup> Artikel 4 van de voorgestelde verordening COM 2018(397) stelde dat een land geacht werd een asymmetrische schok te hebben ondergaan als de werkloosheid op kwartaalbasis met 1 procent zou zijn gestegen ten opzichte van een jaar eerder, en als de werkloosheid hoger zou liggen dan de gemiddelde werkloosheid van de 60 maanden ervoor.

<sup>67</sup> Verordening 2020/672 van de Raad betreffende de instelling van een Europees Instrument voor tijdelijke steun om het risico op werkloosheid in noodsituaties te beperken naar aanleiding van de uitbraak van COVID-19. SURE staat voor *European instrument for temporary Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency*. Onder SURE is voor alle landen gezamenlijk EUR 100 miljard aan leningen beschikbaar.

<sup>68</sup> SURE werd op 2 april 2020 door de Europese Commissie voorgesteld. Op 19 mei 2020 bereikte de raad een akkoord. Pas op 22 september 2020 was voorzien in alle bilaterale garanties en kon SURE worden geactiveerd.

<sup>69</sup> Ook de totstandkoming van het ESM pandemic crisis support gebeurde zeer snel, ESM instrumenten vereisen in de regel unanimiteit.

### Verduurzaming van de Europese Economie

#### Maatregel 9: Beprijzing CO<sub>2</sub>

*Door er voor te zorgen dat CO<sub>2</sub>-uitstoot in Europa goed wordt beprijsd, wordt CO<sub>2</sub>-uitstoot tegen de laagste maatschappelijke kosten teruggedrongen.*

**De EU heeft logischerwijs een grote rol bij het tegengaan van klimaatverandering.** Alle lidstaten krijgen te maken met klimaatverandering. Daarbij geldt dat de inspanningen van andere landen bepalend zijn voor de mate waaraan Nederland in de toekomst blootgesteld zal worden aan klimaatverandering. Klimaatbeleid is ook sterk verweven met de interne markt. De noodzakelijke economische aanpassingen om klimaatverandering tegen te gaan zijn van invloed op het speelveld tussen bedrijven zowel binnen de EU, als tussen de EU en haar handelspartners.

**De meeste efficiënte manier voor het terugdringen van CO<sub>2</sub>-uitstoot is door deze te beprijsen.**<sup>70</sup> Hiermee worden vervuilende activiteiten verhoudingsgewijs duurder en schonere technologieën goedkoper. Een CO<sub>2</sub>-heffing over alle uitstoot belooft de meest innovatieve en creatieve ondernemers die het goedkoopst de uitstoot kunnen terugbrengen.

**Iedere ton CO<sub>2</sub>-uitstoot zou dezelfde prijs moeten krijgen, ongeacht in welke sector deze uitstoot plaatsvindt, en ongeacht in welk land.** Hoe uniformer de beprijzing is, hoe efficiënter het beleid. Dat pleit dus voor een grotere rol voor Europese samenwerking om die uniforme beprijzing tot stand te brengen, zowel binnen de grenzen van de interne markt als daarbuiten.

#### Maatregel 10: 'Green golden rule'

*Een green golden rule, waarbij groene overheidsuitgaven niet meetellen richting de 3%-tekort norm uit het Stabi-leiteits- en Groeipact, vormt een risico voor de houdbaarheid van de overheidsfinanciën en beperkt de integrale begrotingsafweging.*

**De kwaliteit en samenstelling van de overheidsfinanciën heeft grote invloed op het groeipotentieel van landen.** Vooralsnog is de samenstelling van de overheidsfinanciën een zaak voor landen zelf. Het oorspronkelijke doel van de Europese begrotingsregels is het waarborgen van houdbare overheidsfinanciën. De regels zijn daarnaast op zo'n manier vormgegeven dat er flexibiliteit bestaat om met economische schokken om te gaan. Begrotingsregels richten zich nauwelijks op de samenstelling van de overheidsfinanciën, met uitzondering van enkele specifieke flexibiliteitsclausules voor hervormingen en investeringen.<sup>71</sup>

**Er gaan stemmen op om de begrotingsregels aan te passen, zodat publieke investeringen voor vergroening in grotere mate mogelijk gemaakt worden.**<sup>72</sup> Dit speelt tegen de achtergrond van de lage rente en de toegenomen focus op het tegengaan van klimaatverandering. Publieke investeringen zijn vaak procyclisch, waardoor ze dreigen te krimpen in het geval van economische neergang, wat niet goed aansluit bij lange termijn doelstellingen zoals het aanpakken van klimaatverandering. Met bijvoorbeeld een 'green golden rule'

<sup>70</sup> Het gaat hierbij zoals gebruikelijk om CO<sub>2</sub>-equivalenten, omdat ook andere broeikasgassen dan CO<sub>2</sub> bijdragen aan klimaatverandering

<sup>71</sup> Belangrijke uitzonderingen betreffen de clause voor structurele hervormingen en de clause voor investeringen in de preventieve arm van het SGP onder verordening 1466/97. Bij de clause voor hervormingen mogen landen die structurele hervormingen die de potentiële groei verhogen implementeren tijdelijk afwijken van de middellange termijn doelstelling of het pad ernaartoe. Bij de investerings-clause is een afwijking van de middellange termijn doelstelling of het pad ernaartoe toegestaan mits de (negatieve) output gap groter dan 1,5% bbp is.

<sup>72</sup> Pekanov, Schratzenstaller (2020)

zouden lidstaten beter in staat zijn om het 'green investment gap' te dichten. Voor het vormgeven van een 'green golden rule' is er echter eerst een set criteria voor groene overheidsuitgaven (taxonomie) nodig. Deze zouden vervolgens los kunnen worden getrokken van andere uitgaven zodat zij niet meetellen voor de 3%-tekortnorm.

**Effectieve inzet van publieke middelen is gebaat bij een integrale begrotingsafweging.**

Op deze manier wordt duidelijk dat extra groene investeringen ook opofferingen vergen. Empirisch bewijs van de link tussen begrotingsregels en investeringsniveaus – wat een green golden rule zou kunnen rechtvaardigen - is bovendien zwak. Voor ontwikkelde economieën is er weinig bewijs dat begrotingsregels investeringen beperken (Basdevant en anderen 2020). Recent onderzoek van de Europese Commissie (2020) laat daarnaast zien dat er zeer zwak bewijs is dat golden rules overheidsinvesteringen ondersteunen. Wanneer gekeken wordt naar verschillende soorten investeringen en verschillende overheidslagen wordt geen bewijs gevonden dat zulke investeringen hiermee worden bevorderd. Structurele factoren zoals een gebrekkige implementatiecapaciteit, slecht bestuur en zwakke instituties zijn belangrijker verklaringen voor achterblijvende investeringen.

**Daarnaast verandert een green gold rule niets aan een gebrekkige schuldhoudbaarheid van sommige landen.** De risico's van (te) hoge overheidsschulden en tekorten zijn eerder in dit rapport uitvoerig aan bod gekomen. Begrotingsregels die het mogelijk maken om meer groene investeringen te doen dragen niet direct bij aan het verbeteren van de houdbaarheid van overheidsfinanciën. Daarnaast betekent het een verdere complicatie van een reeds complex SGP.

## 3.2

### Handelingsperspectief publieke schulden

**De COVID-19 crisis heeft laten zien dat het beschikken over begrotingsruimte van belang is om economische schokken op te kunnen vangen.** Voor een veerkrachtige Europese economie is het belangrijk dat overheden de mogelijkheid hebben om extra schulden aan te gaan in geval van een crisis. Dit vergt een prudent begrotingsbeleid, dat zorgt voor voldoende begrotingsruimte om op economische tegenslag te reageren. In het VWEU zijn criteria geformuleerd voor de nationale overheidsfinanciën als voorwaarden voor een houdbare EMU. Er wordt aan deze criteria door meerdere landen niet voldaan

**Afbouw van publieke schulden vergroot daarnaast ook de stabiliteit van de Europese economie.** De schulden crisis uit 2012-2013 laat zien dat hoge publieke schulden een bron van instabiliteit kunnen zijn. In de financiële markten ontstonden er destijds twijfels over de kredietwaardigheid van lidstaten, waarbij er besmetting plaatsvond tussen landen in de eurozone. Voor een stabiele Europese economie is het belangrijk dat de financiële markten de houdbaarheid van de schuld van een lidstaat niet in twijfel trekken.

**In de afgelopen jaren, voordat COVID-19 toesloeg, zijn de publieke schulden echter nauwelijks gedaald.** Juist landen met de hoogste schulden zijn in de periode tussen de Europese schulden crisis en de COVID-19 crisis, mede door het uitblijven van voldoende groei, er het minst in geslaagd deze af te bouwen. De COVID-19 crisis heeft bij alle landen tot hogere schulden geleid, en het meeste bij de landen die al de hoogste schulden hadden. Voor de komende tien jaar wordt vooralsnog verdere groei of een beperkte afbouw van schulden verwacht voor een aantal landen. Op geconsolideerd niveau is de schuld van de eurozone in internationaal perspectief niet uitzonderlijk hoog. Het is juist de ongelijke spreiding van de schuld niveaus, en met name de allerhoogste schuld niveaus, die de eurozone kwetsbaar maken.

**We kunnen daarbij niet verwachten dat hoge(re) economische groei in alle gevallen voldoende is om schulden te reduceren.** Door hogere groei wordt de schuld in verhou-

ding tot de omvang van de economie sneller kleiner. Tegelijkertijd is het lastig te sturen op hogere groei: om groei te verhogen, dienen vaak maatregelen genomen te worden die politiek/maatschappelijk moeilijk liggen, zoals het doorvoeren van structurele hervormingen (bijvoorbeeld, het ontmantelen van de bescherming van specifieke beroepsgroepen, flexibilisering van arbeidsmarkten, e.d.) en verschuiving van publieke middelen van bijvoorbeeld sociale zekerheid naar groeibevorderende uitgaven. Uit de schulden “groeien” is lastig, zoals met name in recente jaren is gebleken. Als het wel makkelijk was, dan was dit immers allang gebeurd.

**De Commissie vindt het belangrijk dat er een raamwerk is dat landen ertoe aanzet hoge publieke schulden in goede tijden te verlagen.** Daarmee wordt ruimte geschapen voor het opvangen van tegenslagen (preventief). In de huidige situatie, met (veel) te hoge publieke schulden in een aantal landen, moet het begrotingsraamwerk het mogelijk maken dat deze schulden in een voldoende hoog tempo zullen worden afgebouwd. Dit herstelt de veerkracht van betreffende landen en dus ook van de EU als geheel. In het kader van het begrotingsraamwerk zouden betreffende landen gevraagd kunnen worden plannen in te dienen om hun schulden in een voldoende snel tempo terug te brengen.

**Succesvolle schuldafbouw vergt doorgaans een combinatie van duurzame begrotingsconsolidatie, groei en accommoderend monetair beleid.** Onderzoek van het IMF (2012) wijst primair op deze manieren. Met begrotingsconsolidatie worden de uitgaven beperkt en/of de inkomsten verhoogd, waardoor het primaire saldo verbetert. Dit helpt om schulden sneller te verlagen bovenop de verlaging veroorzaakt door een eventuele groei van het BBP. Er worden actieve ingrepen gedaan in de uitgaven en inkomsten om de overheidsfinanciën te verbeteren. Bij ontwikkelingslanden is voor schulden in buitenlandse valuta vaak ook van kwijtschelding/herstructurering gebruik gemaakt. Andere bestaande manieren van het omgaan met hoge schulden zijn financiële repressie en erosie van de reële schuldenlast via verassingsinflatie.

**Hieronder wordt een aantal maatregelen aangereikt die kunnen bijdragen aan verlagen van publieke schulden.**

Beleidssterrein	Maatregelen
Europese Begrotingsregels	#1 Aanpassingen in de begrotingsregels #2 Onafhankelijker toezicht op naleving van de begrotingsregels #3 Vervanging van begrotingsregels door begrotingsnormen #4 Koppeling naleving begrotingsregels aan financiële instrumenten #5 Afschaffen van de begrotingsregels
No-bailout clause	#6 Ordentelijk proces voor de herstructurering van onhoudbare overheidsschuld #7 Schuldafbouwfonds
Overige oplossingen	#8 Gezamenlijke publieke schuld #9 Erosie van schulden door inflatie #10 Financiële repressie

### 3.2.1

#### Europese begrotingsregels

##### **Maatregel #1: Aanpassingen in begrotingsregels.**

*Perfekte begrotingsregels bestaan niet, goede regels moedigen anticyclisch beleid aan. Dit zou kunnen met een grotere focus op schuld in combinatie met een uitgavenregel. Een langzamer of landspecifiek schuldreductiepad zou, zeker na de COVID-19 pandemie, realistischer zijn. Er zijn echter geen waarborgen dat realistischere Europese begrotingsregels ook tot betere naleving leiden.*

##### **Het huidige Stabiteits- en Groeipact leidt te weinig tot afbouw van publieke schulden.**

Het SGP vereist dat landen een schuld van maximaal 60% BBP hebben, of een schuldafbouwtempo daar naartoe dat voldoende hoog is. Sinds 2011 wordt dit concreet vormgegeven door de schuldafbouwregel, die vereist dat de publieke schuld voor zover deze hoger



ligt dan 60% BBP met jaarlijkse stapjes van 1/20e wordt afgebouwd in de richting van de 60%. Deze regel wordt echter slecht nageleefd (EFB 2019).

**Goede regels moeten anticyclisch beleid aanmoedigen.** Begrotingsconsolidatie in goede tijden gebeurt in meerdere Europese economieën onvoldoende wegens politieke of publieke weerstand in het algemeen. Daarnaast brengt begrotingsconsolidatie - hoewel een structureel gezonde en stabiele begroting op de langere termijn waarschijnlijk positief uitpakt voor de economische groei - op korte termijn economische kosten met zich mee. Het leidt tot Keynesiaanse, negatieve effecten op de vraag en dus een korte termijn negatief effect op de economische groei. Deze obstakels kunnen worden verkleind door de juiste keuze van de maatregelen (er is veel empirisch bewijs dat consolidatie via de uitgaven effectiever is dan via de inkomsten) en de juiste timing (consolidatie in goede tijden leidt tot minder negatieve vraageffecten door de lagere multipliers).

**Een manier om het anticyclische karakter van de Europese begrotingsregels te versterken is een focus op een uitgavenregel, eventueel gekoppeld aan schuldreductie.** Er wordt onder de regels van het six-pack van het SGP primair gestuurd op de jaarlijkse verbetering in het structurele saldo. Het structureel saldo is niet direct waarneembaar en onderhevig aan forse herzieningen als gevolg van de moeilijkheid om de potentiële output goed te bepalen. Hoewel naleving op termijn automatisch zorgt voor schuldafbouw, heeft de streefindicator geen directe relatie met de noodzakelijke schuldafbouw. De EFB (2018) heeft een uitgavenregel voorgesteld waarbij de maximale uitgavengroei wordt gerelateerd aan de potentiële groei, met een aanpassing voor een eventueel vereiste schuldreductie. De toegestane maximale uitgavengroei wordt elke drie jaar opnieuw vastgesteld. De voordelen van deze regel zijn dat de uitgavengroei een observeerbare stuurvariabele van de overheid is, terwijl de koppeling aan de potentiële groei - net als sturing op het structureel saldo - stabiliserend werkt:<sup>73</sup> wanneer de feitelijke BBP groei onder de potentiële BBP groei ligt, kunnen uitgaven sneller groeien dan de feitelijke BBP groei, en vice versa (gecorrigeerd dus voor de reductiefactor benodigd om de schuld af te bouwen, indien nodig). Minder periodieke herzieningen van de toegestane uitgavengroei vergroten het ingebouwde stabiliserende karakter van deze stuurvariabele.

**Perfekte begrotingsregels bestaan echter niet.** Hoewel bovengenoemde voorstellen puur vanuit de techniek, met name door het verminderen van complexiteit en het vergroten van het countercyclische gehalte, een verbetering kunnen zijn, kan ook een uitgavenregel nog steeds kostbare fouten veroorzaken. Automatische stabilisatoren kunnen werken bij een uitgavenregel maar bij een zware crisis is het gebruik van een discretionaire uitgavenimpuls die verder gaat dan de maximaal toegestane uitgavengroei wellicht noodzakelijk.<sup>74</sup> Het baseren van de uitgavengroei op de potentiële groei kan er ook toe leiden dat begrotingsconsolidatie te langzaam plaatsvindt als de potentiële groei te hoog wordt ingeschat.<sup>75</sup> Regels kunnen dus nog steeds, afhankelijk van de landspecifieke elementen, knellen of juist te los zijn. Dat zal weer tot een zoektocht naar nieuwe aanpassingen leiden. Als de uitgavengroei de stuurvariabele wordt, zullen landen zich mogelijk ook gaan richten op het aanpassen van de manier waarop de uitgavengroei gemeten wordt. Op deze manier wordt de beoogde vermindering van complexiteit die de uitgavenregel juist beoogt weer tenietgedaan. Europese begrotingsregels hebben in die zin een hoog waterbedgehalte.

**Een langzamer of landspecifiek schuldreductiepad is realistischer.** Als gevolg van de schuldstijging ten gevolge van de COVID-19 epidemie is het weinig realistisch te verwachten

<sup>73</sup> De meefouten in de schatting van de potentiële output heffen elkaar grotendeels op wanneer de potentiële groei berekend wordt.

<sup>74</sup> In haar voorstel heeft de EFB dan ook een algemene ontsnappingsclausule opgenomen, die kan worden ingeroepen op basis van onafhankelijke analyse en daarop gebaseerd advies.

<sup>75</sup> Hoewel de uitgavenregel die de EFB in meerdere publicaties heeft voorgesteld een correctiefactor kent die de schuldratio, indien deze hoger is dan 60%, over een vrij lange periode naar 60% moet brengen.

dat de landen met de hoogste schulden in 20 jaar tijd hun publieke schuld naar 60% BBP kunnen terugbrengen. Zonder af te stappen van de 60% schuldnorm als streefcijfer, waarvoor een verdragswijziging nodig zou zijn, kan gekozen worden om de afbouwtermijn langer dan 20 jaar te maken. Dit kan door een generieke verlenging van de afbouwtermijn naar bijvoorbeeld 30 in plaats van 20 jaar, of door voor landen individuele paden te ontwerpen, waarbij ook rekening wordt gehouden met rente-groei verschillen en andere landspecifieke elementen.<sup>76</sup> Cruciaal is echter dat een trager, meer realistisch schuldafbouwpad gepaard gaat met een geloofwaardige commitment van landen aan de aangepaste regels.

**Het verhogen van het realiteitsgehalte via een langzamer en/of landspecifiek schuldafbouwpad is geen garantie dat landen uit zichzelf beter hun best zullen doen de regels na te leven.** Sinds 2005 hebben alle opeenvolgende technische verbeteringen van de regels landspecifieke elementen toegevoegd en de economische logica achter de regels versterkt maar dit heeft over de hele linie niet tot betere naleving geleid. Hoe dan ook is er sinds 1998 geen trend naar betere naleving.<sup>77</sup> De effectiviteit van de regels valt en staat met de bereidheid van lidstaten om deze regels na te leven.

#### **Maatregel #2: Onafhankelijker toezicht op naleving van de begrotingsregels**

*Scheiding van de verschillende verantwoordelijkheden binnen de Europese Commissie of het toezicht laten uitvoeren door een op afstand geplaatste European Fiscal Board kan bijdragen aan onafhankelijker toezicht. Versterking van de nationale begrotingsraden kan bijdragen aan een betere naleving van de regels. Door de politieke aard van begrotingen bieden dergelijke institutionele aanpassingen echter geen garantie op beter toezicht op en betere naleving van Europese begrotingsregels.*

**Scheiding van de verschillende verantwoordelijkheden binnen de Europese Commissie kan bijdragen aan onafhankelijker toezicht.** In het huidige raamwerk voor controle op de naleving van de begrotingsregels is de Europese Commissie verantwoordelijk voor de macro-economische ramingen, het oordeel of een land zich wel of niet aan de regels houdt en voor het bieden van een voorzet voor de uiteindelijke consequenties. De technische analyse en de politieke beoordeling bevinden zich echter onder één dak. Goede institutionele inrichting van het toezicht wordt echter des te belangrijker als extra flexibiliteit wordt gegeven om met landspecifieke situaties rekening te houden, zoals in het geval van differentiatie in de schuldafbouwpaden, of wanneer er een algemene ontsnappingsclausule wordt ingericht. De beoordeling of deze kan worden ingeroepen dient te worden gebaseerd op onafhankelijke analyse en een onafhankelijk advies, dat op het politieke niveau van de Europese Commissie kan worden overgenomen of niet. In dat laatste geval moet de Commissie publiekelijk uitleggen waarom het advies niet wordt opgevolgd. De onafhankelijke analyse en het daarop gebaseerd advies kan worden bevestigd op het ambtelijk niveau binnen de Commissie, mits de interne scheiding met het politieke niveau wordt versterkt (een “Chinese wall”), maar het zou ook bij een externe entiteit kunnen worden neergelegd, zoals bijvoorbeeld een op verdere afstand van de Europese Commissie geplaatste EFB met voldoende eigen middelen.

**Versterking van nationale begrotingsraden kan bijdragen aan betere naleving.** Het is een taak van de nationale begrotingsraden om de macro-economische ramingen van de regering goed te keuren. Groeiverwachtingen, en daarmee ook de daarop gebaseerde budgettaire plannen, zijn vaak systematisch te optimistisch. Daarmee kan er een systematische vertekening ontstaan met als gevolg een hoger tekort dan wenselijk. Hoewel sommige nationale begrotingsraden al zelf macro-economische ramingen maken, doen ze dit niet allemaal. Mogelijke verbeteringen in het systeem van de nationale begrotingsraden betreffen: (1) De productie van de macro-economische projecties kan bij de nationale

<sup>76</sup> European Fiscal Board (2020), paragraph 5.3.1: *differentiation of debt targets*

<sup>77</sup> European Fiscal Board (2020), paragraph 5.3.3: *governance and enforceability of fiscal rules*

begrotingsautoriteiten worden gelegd. Dit vergroot de betrouwbaarheid van de macro-economische voorspellingen (de kans op een systematische bias wordt kleiner) en geeft de nationale begrotingsraden de mogelijkheid kritische massa en expertise op dit terrein op te bouwen. (2) De nationale begrotingsraden kunnen zelf budgettaire projecties doen. Bij afwijkingen van de projecties van de regering, moet deze laatste uitleggen waar de verschillen vandaan komen. (3) Het versterken van de *comply-or-explain* regeling: hoe concreter de regering moet uitleggen waarom ze bepaalde aanbevelingen niet opvolgt, hoe meer ze gedwongen wordt de aanbevelingen serieus te nemen. Tot slot kunnen nationale begrotingsraden ook nog hun werkzaamheden meer op elkaar afstemmen, bijvoorbeeld door vergelijkbare analyse en rapportage methodologieën te gebruiken.

**Inzetten op beter toezicht heeft beperkingen en risico's.** Het begrotingsrecht is traditioneel een van de fundamenten van parlementaire democratieën en soevereiniteit. Door de politieke aard van begrotingen biedt onafhankelijker toezicht op de Europese begrotingsregels geen garantie op betere naleving. Het politieke karakter van begrotingen is vanaf het begin ook erkend door het feit dat over het niet voldoen aan de begrotingsregels de Raad – een politiek orgaan – een eindoordeel moet vellen, en niet – i.t.t. over de naleving van andere Europese regels door lidstaten – het Europese hof. Nationale begrotingsregels kunnen een belangrijke bijdrage leveren aan solide overheidsfinanciën door de regels van het spel helder te maken. Tegelijkertijd hebben ze hun effect historisch vooral bewezen als ze voldoende binnenlands draagvlak hadden en dus op voldoende politieke steun konden rekenen. Goede voorbeelden hiervan zijn de begrotingsregels die Zweden heeft ingevoerd na de financiële en economische crisis begin jaren 90 en de structurele begrotingsnormering die Nederland invoerde eind jaren 50, met een ondersteunende studiegroep begrotingsruimte en het Centraal Planbureau voor onafhankelijke ramingen. Een vergelijkbaar binnenlands draagvlak voor de Europese regels heeft in de meeste landen nooit bestaan. In een dergelijke context kan het verplaatsen of op afstand zetten van toezicht op de naleving ertoe leiden dat ook een zogenaamde onafhankelijke toezichthouder vanzelf politieke inschattingen gaat maken om rekening te houden met deze politieke aard van begrotingen. Een goed voorbeeld is de omgekeerde gekwalificeerde meerderheid die als onderdeel van het six-pack is ingevoerd. Terwijl hiermee een versterking van de Commissie als toezichthouder werd beoogd, werd de Commissie vanuit politieke inschattingen juist terughoudender om buitensporige tekortprocedures op te starten. Nieuwe institutionele ingrepen kunnen ook dergelijke onverwachte effecten hebben. Net als de Europese regels heeft ook de organisatie van het toezicht in potentie een hoog waterbedgehalte.

### ***Maatregel #3: Vervanging van begrotingsregels door begrotingsnormen***

*Algemene begrotingsnormen doen meer recht aan tijd- en landspecifieke elementen door een case-by-case benadering. Op EU-niveau zijn ze echter lastig te organiseren. Europees toezicht zal nodig blijven en nog veel uitdagender zijn dan bij Europese begrotingsregels.*

**Bij algemene begrotingsnormen wordt niet ex-ante gedefinieerd wat de gewenste begrotingsresultaten zijn.** Op basis van alle beschikbare informatie wordt *case-by-case* gekeken of een land zich aan een algemene norm t.a.v. houdbare overheidsfinanciën houdt. Een dergelijke benadering bestaat bijvoorbeeld in Nieuw-Zeeland. Een voorbeeld van een algemene begrotingsnorm in de Europese context is artikel 126 eerste lid van het VWEU. Dit lid stelt alleen dat lidstaten buitensporige schulden zullen vermijden.

**Een case-by-case benadering doet meer recht aan de tijd- en landspecifieke elementen.** In feite wordt de ambitie losgelaten om van tevoren vast te leggen hoe hoog/laag tekorten en/of overheidsschulden kunnen of mogen zijn. Een dergelijk voorstel voor Europese begrotingsnormen is recentelijk gedaan door o.a. de ex-hoofdeconoom van het IMF Olivier Blanchard.<sup>78</sup> Een algemene norm gericht op het vermijden van buitensporige tekorten kan

<sup>78</sup> Blanchard et al. (2021)

worden aangevuld met werkafspraken over hoe te bepalen of landen aan een dergelijke norm voldoen. Via lagere regelgeving als een Europese verordening zou bijvoorbeeld kunnen worden gesteld dat verwachte tekorten buitensporig zijn als de publieke schuld met hoge waarschijnlijkheid niet houdbaar is (de IMF benadering van schuldhoudbaarheidsanalyse). Ook zouden afspraken kunnen worden gemaakt over hoe schuldhoudbaarheidsanalyses van landen uitgevoerd moeten worden. Ex-ante codificatie van het gewenste begrotingsresultaat blijft echter uit in een dergelijke methodiek.

**Algemene begrotingsnormen zijn lastig te organiseren op Europees niveau.** Een vorm van Europees toezicht zal nodig blijven. Het werken met algemene begrotingsnormen heeft zich bewezen in een nationale context. In Nieuw Zeeland volstaan algemene normen vanwege de transparantie en verantwoording die de regering aan haar eigen bevolking moet afleggen. Omdat dit goed werkt, bestaat er geen behoefte om bijvoorbeeld een ex-ante gewenst maximaal schuldniveau of minimaal schuldaufbouwpad te formuleren. Dergelijke arrangementen zijn in Europa lastiger te organiseren omdat de Europese begrotingsregels juist zijn geïntroduceerd met het oog op het voorkomen van spillovers richting andere landen. Er kan niet worden verondersteld dat in debatten over de nationale begroting van EU-landen dergelijke spillovers voldoende worden meegenomen. Het organiseren van het toezicht op Europees niveau blijft daarom ook bij een dergelijke benadering nodig.

**Uitdagingen voor het toezicht zijn nog veel groter dan bij de huidige begrotingsregels.** Het meenemen van land- en tijdspecifieke elementen bij een case-by-case benadering betekent dat toezichthouders over veel additionele expertise en informatie moeten beschikken. Vaststellen of een land zich niet aan de (kwantitatieve) normen houdt is zeer lastig en neemt (te veel) tijd in beslag als dit moet worden gedaan op basis van een schuldhoudbaarheidsanalyse met de laatste informatie. Volgens Blanchard e a. biedt het overstappen naar een algemene norm wel de mogelijkheid om de controlerol van de Raad te vervangen door het Europese hof, omdat via de case-by-case benadering al voldoende recht wordt gedaan aan de onder maatregel #2 benoemde politieke dimensie van begrotingen. Hiervoor zou dan een wijziging van het VWEU nodig zijn om het Hof die rol te geven. Het Europees Hof heeft echter vooralsnog onvoldoende expertise en zal overbelast worden wanneer zij voor een hele reeks van landen een oordeel moet geven over het voldoen aan de begrotingsnormen. Ook zal het hof heel snel een oordeel moeten geven met het oog op een mogelijke benodigde correctie in het begrotingsbeleid.

#### ***Maatregel #4: Koppeling naleving begrotingsregels aan financiële instrumenten***

*Het via de toegang tot financiële instrumenten belonen voor naleving van Europese begrotingsregels kan een alternatief zijn voor het opleggen van sancties bij niet-naleving van deze regels. De uitdaging is hoe heldere, concrete voorwaarden te formuleren. Het simpelweg overnemen van de huidige begrotingsregels volstaat daarvoor niet. Door de koppeling van instrumenten aan begrotingsregels dreigt wel het gevaar dat twee doelen met één instrument nagestreefd worden. Dit zal ten koste gaan van de effectiviteit van het instrument.*

**Sancties opleggen bij een overtreding van de begrotingsregels is in de praktijk lastig gebleken.** Hoewel er formeel mogelijkheden tot financiële sancties bestaan binnen de Europese begrotingsregels is het in de praktijk lastig gebleken deze op te leggen. Politiek blijkt dit moeilijk, en sancties worden ook als procyclisch beschouwd.<sup>79</sup> Een alternatieve benadering voor het straffen bij niet-naleving kan het belonen van naleving zijn. Voorbeelden waar dit al geprobeerd wordt zijn de toegang tot de huidige ESM preventieve

<sup>79</sup> In 2016 was de Europese Commissie verplicht een voorstel voor financiële sancties voor Portugal en Spanje te doen wegens een besluit van de Raad onder VWEU 126.8 dat beide landen geen effectieve maatregelen hadden genomen om begrotingstekorten terug te brengen. Er is uiteindelijk voor gekozen een sanctie van 0 euro op te leggen.

kredietlijnen (lening) en de structuur- en cohesiefondsen (gift).<sup>80</sup> Ook het ESIF voorstel dat de Europese Commissie in 2018 agendeerde maar waar geen overeenstemming over is bereikt, had een dergelijke koppeling.<sup>81</sup>

**Het risico van deze benadering is dat de koppeling te zwak is.** Als landen te makkelijk formeel aan de begrotingsregels voldoen wordt de koppeling een lege huls. Cruciaal is wat naleving precies betekent in de context van de Europese begrotingsregels. Een algemene tekst als “*naleving van het stabiliteits- en groeipact*” bijt niet. Allereerst is er geen waarborg dat het niet voldoen aan de begrotingsregels leidt tot het openen van een buitensporige tekortprocedure. Als wel een buitensporige tekortprocedure wordt geopend, kan een land bovendien stappen zetten om de tekorten weer te herstellen en zo aan de normen te voldoen. Zolang voldoende stappen worden gezet, is een land ook niet meer in overtreding. Tenslotte, is het altijd de politiek (in dit geval de ECOFIN raad) die het uiteindelijke oordeel over vervolgstappen in de procedure zet, en om politieke redenen bij gekwalificeerde meerderheid van sancties kan afzien.

**De koppeling kan strenger dan het SGP worden gemaakt voor nieuwe arrangementen.** Bij de onderhandelingen over de aanpassingen in het ESM-verdrag hebben Nederland en Duitsland erop aangedrongen dat voor de bestaande aan voorwaarden onderworpen preventieve kredietlijn (*precautionary conditioned credit line: PCCL*) naleving van de begrotingsregels in brede zin onvoldoende is. De begrotingsregels zijn deels omgezet in harde kwantitatieve criteria. Hoewel de kwantitatieve parameters (3% BBP voor tekort, 60% BBP voor schuld, 1/20e regel voor afbouw schuld) aan het SGP ontleend zijn, wordt niet gesproken over SGP-naleving. Een land dat niet in een buitensporige tekortprocedure zit, maar bijvoorbeeld ook niet voldoet aan de afbouw van schulden op basis van de 1/20e regel kan zo alsnog toegang tot de PCCL worden ontzegd.<sup>82</sup>

**Ook een zeer nauw gedefinieerde koppeling tussen begrotingsregels en collectieve faciliteiten kent niettemin beperkingen qua effectiviteit.** Als landen eenmaal toegang hebben verkregen tot een arrangement wordt het moeilijker om ze de toegang weer te ontzeggen op basis van gebrekkige naleving van de Europese begrotingsregels in de periode nadat ze toegang hebben gekregen. Dit kan worden geïnterpreteerd als een verkeerd signaal aan financiële markten. Bovendien moeten er, om de naleving van de regels aantrekkelijker te maken voor landen, geen alternatieve makkelijker toegankelijke publieke financieringsvehikels beschikbaar zijn. Ter illustratie: de ESM PCCL is weliswaar formeel moeilijker toegankelijk geworden voor landen die niet aan de kwantitatieve begrotingsnormen voldoen, maar het is denkbaar dat hiermee de druk op de ESM kredietlijn tegen aangescherpte voorwaarden (*enhanced condition creditline: ECCL*) zal stijgen. Toegang tot de ECCL is gebaseerd op dezelfde kwantitatieve begrotingscriteria maar zolang aan diverse andere toetredingscriteria wordt voldaan hoeft het niet voldoen aan deze criteria niet te betekenen dat geen toegang wordt verkregen.

**Een collectief instrument wordt al snel minder effectief als begrotingsregels de toegang beperken.** Er wordt in dat geval beoogd twee doelen met één instrument te bereiken. Als bijvoorbeeld toegang tot een stabilisatiefunctie afhankelijk zou worden gemaakt van het

<sup>80</sup> Conform het recent bereikte compromis stelt Artikel 15 van de nieuwe Common Provisions Regulation voor 2021-2027 (verwachte publicatie voor eind juni 2021) dat structuur- en cohesiefondsen kunnen worden opgeschort als de Raad over landen oordeelt dat ze geen effectieve maatregelen ondernemen tegen buitensporige begrotingstekorten.

<sup>81</sup> COM(2018) 387: voorstel voor een Verordening van het Europees Parlement en de Raad betreffende de instelling van een Europese stabilisatiefunctie voor investeringen, artikel 3. Dit artikel stelt onder meer dat landen in aanmerking komen voor middelen mits er geen besluit is genomen door de raad dat stelde dat er, in geval van een buitensporige tekortprocedure, geen effectieve maatregelen conform artikel 126.8 of 126.11 zijn genomen om het tekort te corrigeren.

<sup>82</sup> Zie voor de kwantitatieve parameters de nieuw toe te voegen bijlage III van het ESM-verdrag.

voldoen aan begrotingsregels is het mogelijk dat juist het land dat bij een schok het meest baat zou hebben bij toegang tot de stabilisatiefunctie er geen gebruik van kan maken. Als naleving van begrotingsregels een belangrijk doel is, zou idealiter een instrument speciaal en alleen voor het naleven van begrotingsregels moeten worden opgezet. Dat is lastig voorstelbaar.

#### **Maatregel #5: Het afschaffen van de begrotingsregels**

*Het afschaffen van de Europese begrotingsregels kan in theorie bijdragen aan betere marktprikkels door de verantwoordelijkheid verder naar de lidstaten zelf te verplaatsen. Het gaat echter gepaard met forse risico's. Bij de huidige hoge publieke schulden van lidstaten kan dat (teveel) druk zetten op het monetaire beleid, de rente opdrijven en daarmee private investeringen wegdrücken. Andere landen kunnen zich ondanks de teruggegeven verantwoordelijkheid nog steeds gedwongen voelen in te springen als een land met financieringsproblemen te maken krijgt.*

**De Verenigde Staten combineren al meer dan 100 jaar een geloofwaardige no-bailout clause met volledige begrotingsvrijheid voor staten.** Een muntunie zonder begrotingsregels is dus theoretisch denkbaar. Na een initiële periode waarin de federale overheid de schulden van staten overnam is besloten staten niet meer te helpen bij financieringsproblemen. Deels in reactie op de onmogelijkheid bij de federale overheid aan te kloppen en vanuit de behoefte aan solide overheidsfinanciën hebben individuele staten in de decennia daarna begrotingsregels ingevoerd. Hoewel er verschillen zijn tussen staten is een kernelement van de regels doorgaans de eis dat schulden alleen kunnen worden aangegaan voor investeringsprojecten en niet voor lopende uitgaven. Er zijn echter geen federale vereisten voor begrotingsregels. De no-bailout clause is in de VS nog steeds geloofwaardig.

**Als landen volledig vrij spel krijgen in hun begrotingsbeleid kan dat in theorie bijdragen aan betere marktprikkels.** Als landen volledig vrij zijn in hun begrotingsbeleid, inclusief de gekozen hoogte van hun overheidsschulden, is het onmogelijk eventuele financieringsproblemen aan verkeerde begrotingsregels te wijten. Deze zijn immers afwezig. Het zou, net als in de Verenigde Staten, de drempel kunnen vergroten om een beroep te doen op collectieve middelen voor hulp bij herfinanciering. Op deze manier wordt marktdiscipline dan versterkt. Een ander denkbaar voordeel van het afschaffen van de Europese begrotingsregels is dat hiermee een vals gevoel van veiligheid bij individuele lidstaten wordt vermeden. Ter illustratie: Ierland en Spanje hadden een lage overheidsschuld in de aanloop naar de financiële crisis in 2008, maar hadden te weinig oog voor het onderliggende groeiemodel (de vastgoedbubbel) dat hieraan ten grondslag lag. Ondanks hun lage schulden hadden ze materieel geen gezonde overheidsfinanciën.<sup>83</sup> Bij gebrek aan regels zullen landen gedwongen worden zelf verantwoordelijkheid te nemen voor een voldoende werkbare regels, een solide begrotingsbeleid en de daarbij behorende buffers. De nationale begrotingsautoriteiten zouden aan het door de landen zelf *bottom-up* vormgegeven begrotingsbeleid via toezicht een bijdrage kunnen leveren. Tot slot betekent het ontbreken van Europese begrotingsregels dat landen elkaar niet hoeven aan te spreken op de naleving ervan, hetgeen zowel in parlementen als bij het grotere publiek het vertrouwen tussen lidstaten kan bevorderen en ruimte kan vrijmaken voor samenwerking op andere terreinen.

**Het afschaffen van Europese begrotingsregels is een drastische stap, en gaat gepaard met risico's, zoals het risico van zogenaamde fiscal dominance over het monetaire beleid.** Europese begrotingsregels zijn initieel geïntroduceerd om *common pool* problemen

<sup>83</sup> Ierland had een schuld van 23,6% BBP in 2006 (laagste punt). Spanje had een schuld van 35,8% BBP in 2007 (laagste punt). In 2012 was de Ierse schuld opgelopen tot 119,9% BBP (hoogste punt). In 2014 was de Spaanse schuld opgelopen naar 100,7% BBP (hoogste punt). Tussen 2007 en 2008 verslechterde het structurele saldo met ca. 6%-punt voor beide landen, wat laat zien dat er voor de financiële crisis in 2008 geen goede inschatting was van de potentiële output van beide economieën. Mede op basis van deze ervaring is de macro-economische onevenwichtigheden procedure in het leven geroepen.

te adresseren. Buitensporige schulden van individuele landen kunnen veel druk zetten op het monetair beleid ('fiscal dominance').<sup>84</sup> Bovendien heeft een EU-brede stijging van de overheidsschulden een rente-opdrijvend effect dat de private investeringen wegdrukt ('crowding out').<sup>85</sup> Deze risico's verdwijnen niet met de afschaffing van de Europese begrotingsregels. Ze worden eerder groter. Voordat deze regels werden ingevoerd was er immers ook bij veel landen sprake van geringe budgettaire discipline. In geval de teruggegeven eigen verantwoordelijkheid aan lidstaten niet wordt omgezet in een prudenter beleid zullen situaties waarin lidstaten elkaar financieel moeten helpen nog steeds voorkomen. Weliswaar hebben de huidige begrotingsregels niet goed gewerkt, ze hebben wel degelijk een disciplinerend effect gehad. Het afschaffen van de begrotingsregels en het volledig terugleggen van budgettaire verantwoordelijkheid op nationaal niveau kan enkel aan de orde zijn zodra bestaande schulden voldoende zijn afgebouwd.

### 3.2.2

#### *No-bailout clause*

**Maatregel #6: Ordentelijk proces voor de herstructurering van onhoudbare overheidsschuld**  
*Belangrijke componenten van het raamwerk voor de herstructurering van onhoudbare overheidsschulden zijn het ESM en de single limb collective action clauses (CAC's). Het raamwerk kan verder versterkt worden door IMF betrokkenheid zoveel mogelijk te handhaven en het ESM de volledige verantwoordelijkheid te geven voor de schuldhoudbaarheidsanalyse. Een risico van een permanent ESM is dat de nadruk op preventie kan verminderen.*

**Voor het beheersbaar houden van de nationale overheidsfinanciën is bij de inrichting van de EMU altijd een belangrijke rol voor markten beoogd.** Het uitgangspunt is autonomie van lidstaten om zichzelf te financieren. Marktwerking moet overheden disciplineren in hun budgettaire beleid. De uiterste consequentie van marktdiscipline is dat onhoudbare overheidsschulden worden geherstructureerd.

**De angst voor grensoverschrijdende spillovers maakt het moeilijk in de geest van de no-bailout clause te opereren.** Als een land niet aan zijn verplichtingen voldoet is dat in eerste instantie een probleem van het land zelf, maar specifiek voor de eurozone zijn er bij wanbetaling ook nog eens aanzienlijke grensoverschrijdende spillovers. Partnerlanden zullen met verlies van economische groei en mogelijke financiële repercussies voor de eigen financiële instellingen te maken krijgen. Zeker voor landen met aanzienlijke positieve netto bezittingen in het buitenland, zoals Nederland (denk aan pensioenfondsen, verzekeraars) en Duitsland, opgebouwd door jarenlange positieve lopende rekeningen, kan een wanbetaling van een overheid (een zogenaamde *sovereign default*) uiteindelijk in forse verliezen resulteren. Bij naderende schuldproblemen is de kans bovendien groot dat het target-2 saldo van het land in kwestie snel zal verslechteren. De verliezen van een dergelijk negatief target-2 saldo zullen bij een eventuele uittreding van het land uit de eurozone, als dat een gevolg zou zijn van de wanbetaling, moeten worden verrekend onder de resterende nationale centrale banken. Er kan in rustige tijden weliswaar lippendienst worden bewezen aan marktdiscipline, maar gezien de angst voor grote spillovers zullen politici terughou-

<sup>84</sup> In de Verenigde Staten wordt het gevaar van fiscal dominance deels ondervangen doordat de Amerikaanse Centrale Bank in principe geen schulden van staten opkoopt. Een parallel met de Eurozone zou betekenen dat de ECB geen staatsobligaties meer van landen zou mogen opkopen (hoewel ze deze wel als onderpand zou kunnen accepteren). Voor de Federal Reserve zijn de obligaties die de verschillende staten uitgeven niet cruciaal voor het monetaire beleid, wat via de schuld van de federale overheid wordt vormgegeven, maar voor de ECB wel.

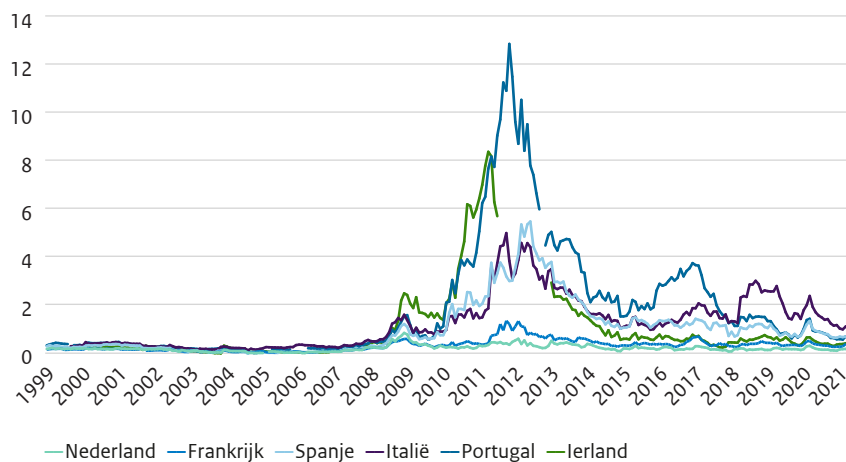
<sup>85</sup> In de Verenigde Staten is dit minder een probleem. Een aanzienlijk deel van de publieke taken wordt gewaarborgd via de federale begroting, zoals defensie, pensioenen en gezondheidszorg. Wanbetaling van een specifieke staat raakt daardoor minder direct alle inwoners van de staat en brengt de publieke taken niet in gevaar. Ook zijn de spillovers via de financiële sector kleiner, omdat banken in het algemeen minder belangrijk zijn als houders van staatsobligaties, en omdat er minder verwevenheid is tussen banken en individuele staten.

dend zijn een herstructurering er ook daadwerkelijk door te drukken. Daarbij geldt: hoe groter een land, hoe groter de spillovers.

**Een vangnet kan helpen bij het geloofwaardig maken van sovereign defaults.** Om schulden af te schrijven moet een scenario waarin wanbetaling van individuele overheden mogelijk is, geloofwaardig zijn. Idealiter wordt een herstructurering door alle partijen, privaat en publiek, gezien als de “normale gang van zaken” in geval een land niet meer aan zijn verplichtingen wil of kan voldoen. Een goed vangnet kan aan dit ideaalplaatje bijdragen door de wanordelijkheid van sovereign defaults te beperken en zo de kans op negatieve spillovers naar andere landen te beperken. Een goed vangnet gaat enkel gepaard met meer marktdiscipline als landen die in financieringsproblemen komen geconfronteerd worden met beleidsfouten en leren hun beleid bij te sturen.

**Tijdens de Europese schulden crisis is een raamwerk opgezet om met overheden in financieringsproblemen om te gaan.** Deze landen kunnen vanuit het ESM leningen ontvangen om schuld tegen gunstige rentes door te rollen. Het ESM-vangnet is vrijwillig, maar stelt strenge eisen. Maatregelen die preventief hadden kunnen worden genomen worden alsnog afgedwongen door een pakket met conditionaliteit (begrotingsconsolidatie, structurele hervormingen ten behoeve van groei). Ook kunnen publieke schulden via herstructurering en kwijtschelding door de private houders (*bail-in*) worden teruggebracht als vereiste voor een ESM programma, zoals is gedaan bij Griekenland en Cyprus, zonder dat dit gevolgen hoeft te hebben voor het eurozonelidmaatschap. De mogelijkheid van outright monetary transactions (OMT) door de ECB versterkt het raamwerk omdat op deze manier het redenomatierisico dat gepaard gaat met een eventueel uiteenvallen van de EMU wordt weggenomen. De maatregelen die zijn genomen n.a.v. de Europese schulden crisis maken de no-bailout clause deels geloofwaardig, getuige de blijvende divergentie van inleentarieven van overheden na de Europese schulden crisis (figuur 3.1).

**Figuur 3.1:** Ontwikkeling spreads met Duitse 10-jaars staatsobligaties (x 100 basispunten)



Bron: data agentschap van Ministerie van Financiën

**De recente afspraak van alle eurozone landen om single-limb CAC's te introduceren versterkt het raamwerk.** Landen hebben zich, als onderdeel van een aanpassing van het ESM-verdrag, verplicht om vanaf 2022 in uit te geven staatsobligaties zogenaamde collective action clauses met single-limb aggregation op te nemen (*single limb CAC's*).<sup>86</sup> Dergelijke contractuele voorwaarden maken het makkelijker om een afslag bij een schuldafschrijving

<sup>86</sup> De verwachting is dat de wijzigingsovereenkomst voor het ESM verdrag voor eind 2021 zal worden geratificeerd door alle landen.



over een grote groep beleggers neer te laten slaan. Individuele beleggers kunnen zich onder dergelijke voorwaarden niet meer aan een herstructurering onttrekken door een meerderheidspositie in een individuele obligatieuitgifte op te bouwen, omdat er bij een voorstel voor herstructurering onder de nieuwe voorwaarden alleen over de som van alle publieke schulden gezamenlijk wordt gestemd. De verwachting is dat de inzet van ESM-middelen hierdoor wordt beperkt.

**Volledige verantwoordelijkheid van het ESM voor de schuldhoudbaarheidsanalyse kan het raamwerk verder versterken.** Een goede schuldhoudbaarheidsanalyse is cruciaal voor een gedegen oordeel over de schuldhoudbaarheid van een land. Sinds het begin van de Europese schuldencrisis doet de Europese Commissie de schuldhoudbaarheidsanalyse. De Europese Commissie zelf riskeert echter geen eigen middelen in geval ze een te positieve inschatting van de situatie maakt. Met het aangepaste ESM-verdrag krijgt het ESM een eigen verantwoordelijkheid t.a.v. de schuldanalyse. Het wordt aannemelijker dat de analyse van de Europese Commissie kritisch zal worden getoetst. ESM staf heeft sterkere prikkels tot het doen van een relatief conservatieve analyse omdat een verkeerde analyse en de eventueel daaropvolgende afschrijving of looptijdverlenging van ESM-leningen ertoe kan leiden dat nieuw kapitaal moet worden opgehaald bij de leden. Nog beter zou het zijn het ESM volledig in plaats van gedeeltelijk verantwoordelijk te maken voor de schuldhoudbaarheidsanalyse. Hiervoor zou verordening 472/2013, die het versterkte toezicht regelt, en waarin deze verantwoordelijkheid aan de Europese Commissie wordt toegedeeld, moeten worden aangepast middels het wegnemen van de verantwoordelijkheid bij de Europese Commissie.

**Het waarborgen en/of vergroten van de rol voor het IMF bij noodpakketten kan de schuldhoudbaarheidsanalyse en de conditionaliteit bij macro-economische aanpassingsprogramma's verder aanscherpen.** Het depolitiseren van de schuldhoudbaarheidsvraagstuk vereist geen perfecte analyse, maar een zo onafhankelijk mogelijke partij. Het ESM blijft in essentie een politieke organisatie, waarin de Raad van Gouverneurs uiteindelijk een politiek oordeel zal vellen over de vormgeving van een macro-economisch aanpassingsprogramma en de eventueel vereiste schuldherstructurering alvorens financiële steun wordt verleend. Verder depolitiseren kan door het IMF een voldoende sterke rol te geven. Hoewel ook het IMF uiteindelijk een politieke organisatie is betekent IMF deelname een extra waarborg dat een sovereign default een voldoende geloofwaardig onderdeel van het Europese raamwerk kan worden. De jarenlange ervaring met macro-economische aanpassingsprogramma's, het pluriforme lidmaatschap van het IMF, waardoor IMF-staf relatief veel oordeelsvrijheid heeft, en de noodzaak de door het IMF verschaften middelen tijdig terug te betalen, dragen bij aan een zo gedegen mogelijk oordeel omtrent de schuldhoudbaarheid. Waar in het oorspronkelijke ESM-verdrag, mede op aandringen van Nederland, is opgenomen dat een aanvraag voor financiële stabiliteitssteun gepaard moet gaan met een vergelijkbare aanvraag bij het IMF, lijkt het enthousiasme over een rol voor het IMF echter aanzienlijk afgenomen. De meest waarschijnlijke verklaring hiervoor is de afwijkende positie van het IMF ten aanzien van de Griekse schuldhoudbaarheid, waarbij het IMF schuldafschrijving op de publieke leningen aan Griekenland adviseerde. Doordat initieel werd ingeschat dat Griekenland primair een liquiditeitsprobleem had, hebben Europese landen hoge publieke leningen aan Griekenland verschaft onder de verzekering aan hun thuispubliek dat deze zouden worden terugbetaald. Het verlangen nominale afschrijving op publieke leningen aan Griekenland te voorkomen is door de jaren heen leidend geweest voor blijvende weerstand tegen snellere schuldafschrijving voor Griekenland, en tegen de IMF positie hierover. Het heeft ertoe geleid dat het risico bestaat dat in de toekomst geen of minder gebruik zal worden gemaakt van het IMF.

**Een permanent noodfonds kan het raamwerk voor herstructurering tegelijkertijd ook weer verzwakken.** Het kan ertoe leiden dat landen minder gericht werken aan het preventief terugbrengen van publieke schulden. Toen in 2010 bij de Europese schuldencrisis werd ingegrepen met een tijdelijk driejarig noodfonds, de *European Financial Stability Facility* (EFSF)

was dat een reactie op een unieke crisis. Een vorm van bail-out via het EFSF konden landen in die vorm niet van tevoren verwachten, waardoor uit het oprichten ervan niet direct negatieve prikkels voortvloeiden.<sup>87</sup> Landen als Ierland, Spanje en Portugal, die in het kader van deze crisis economische noodpakketten hebben gekregen, lijken hier ook economisch sterker uit te zijn gekomen door de vereiste mix van hervormingen, begrotingsconsolidatie en maatregelen om de bankensector weer gezond te maken. Het omzetten van het EFSF in een permanent ESM heeft - naast voordelen in termen van het ordelijk laten verlopen van sovereign defaults en het aanbieden van geloofwaardige macro-economische aanpassingsprogramma's - ook nadelen. Zo bestaat het risico dat via een permanent mechanisme bail-outs worden geïnstitutionaliseerd. Hoewel landen niet voor hun plezier aankloppen bij het ESM kunnen ze via de noodpakketten toch hun publieke schulden verder op laten lopen en minder aan preventie doen dan nodig. Dit wordt versterkt doordat het ESM niet alleen macro-economische aanpassingsprogramma's met zware conditionaliteit aanbiedt, maar ook preventieve kredietlijnen voor fundamenteel gezonde economieën. De kans dat financieringsproblemen al snel als tijdelijk en puur als liquiditeitsprobleem worden neergezet wordt hierdoor vergroot. Ook bestaat het gevaar dat een permanent noodfonds, bij gebrek aan voldoende macro-economische aanpassingsprogramma's, actief op zoek gaat naar alternatieve bestemmingen voor de beschikbare middelen, wat linksom of rechtsom kan leiden tot druk op het verlagen van conditionaliteit. Ontwikkelingen tijdens de recente COVID-19 pandemie hebben dit nadeel bevestigd. Al voordat een land daadwerkelijk moest aankloppen bij het ESM ontstond druk tot het afzwakken van de conditionaliteit bij ESM-financiering. Dit leidde tot het *pandemic crisis support (PCS)* instrument; een instrument waar, ondanks de eis in het ESM-verdrag van passende conditionaliteit, geen materiële conditionaliteit op zit. Hoewel voor alle landen gezamenlijk ca. EUR 240 miljard beschikbaar is vanuit dit instrument zijn er vooralsnog geen middelen uit getrokken.

**De recente stijging in de schulden als gevolg van COVID-19 vormt een verdere bedreiging voor de geloofwaardigheid van het raamwerk voor herstructurering van onhoudbare overheidsschuld.** De commissie heeft sterke twijfels of het raamwerk in de huidige vorm overeind zal blijven bij een nieuwe schulden crisis. Deels zal dit afhangen van de aanleiding tot een schulden crisis. Met name als de oorzaak van de schok in eerste aanleg extern is zal er relatief snel druk ontstaan om de scherpe kanten van het raamwerk af te halen. De ontwikkelingen tijdens de recente pandemie zijn daarvan een voorbode. Naast het al genoemde afzwakken van de potentiële conditionaliteit van het ESM werd, zonder dat landen in materiële financieringsproblemen zaten, gezocht naar alternatieve gemutualiseerde Europese financieringsbronnen. Dit leidde tot SURE-leningen zonder materiële conditionaliteit. Ook is met het herstellfonds een instrument met giften en gesubsidieerde leningen ontwikkeld om verdere stijging van publieke schulden in zwaar geraakte landen enigszins in de dammen. Op deze laatste faciliteit zit aanzienlijk lichtere conditionaliteit dan op de traditionele macro-economische aanpassingsprogramma's.

#### **Maatregel #7: Schuldaufbouwfonds**

*Een schuldaufbouwfonds kan helpen bij het afbouwen van schulden uit het verleden via extra prikkels en garanties tegen het herfinancieringsrisico voor landen met hoge schulden. Landen kunnen dan eenmalig met een schone lei beginnen. Hiervoor zijn wel zware waarborgen nodig dat afbouw van schulden daadwerkelijk plaatsvindt.*

**Introductie van substantieel meer marktdiscipline vereist een antwoord hoe om te gaan met hoge schulden uit het verleden.** Voor een groot deel zijn de hoge schulden nog steeds een erfenis van ongedisciplineerd begrotingsbeleid in de aanloop naar de financieel- en economische crisis uit het vorige decennium en het langzame herstel daarna. In deze

<sup>87</sup> Mogelijk vloeiden wel verkeerde prikkels voort uit het idee van onomkeerbaarheid van de eurozone, waardoor markten niet of nauwelijks kredietwaardigheidsverschillen doorrekenden in de rentetarieven van de eurozonelanden.

periode is ten onrechte de suggestie gewekt dat eurozone overheden nooit in default zouden kunnen gaan. De Griekse casus heeft dit beeld deels rechtgezet. Het blijft echter lastig ineens radicaal over te schakelen op volledige marktdiscipline en de mogelijkheid van sovereign defaults. Landen eenmalig met een schone lei laten beginnen op een lager schuldniveau kan bijdragen aan een paradigma verandering en kan bij een ontwerp met de juiste voorwaarden de no-bail-out clause substantieel versterken.

**Om een dergelijke schone lei te bereiken zou versnelde afbouw van schulden kunnen worden aangemoedigd via tijdelijke collectieve garanties.** Een voorbeeld is het schuldafbouwfonds zoals oorspronkelijk voorgesteld door de Duitse Raad van Economische experts (jaarrapport 2011/2012). Een dergelijk fonds koopt met collectieve garanties (joint & several) staatsobligaties van lidstaten met schulden boven een bepaald percentage (zeg: 60%). Hiertegenover komen strikte afspraken over de afbouw van schulden naar 60% BBP over een langere periode en herstructurering van schulden als landen na afbouw tot 60% opnieuw hun budgettaire discipline laten varen. Na een initiële opbouwperiode van het fonds krimpen de gegarandeerde schulden geleidelijk zodat er steeds garanties vrijvallen. Als alle landen met hun schuld op 60% BBP zitten verdwijnt het fonds vanzelf. Tijdens de looptijd van het fonds draagt het bij aan financiële stabiliteit en het beperken van het herfinancieringsrisico.

**Een risico van een schuldafbouwfonds is dat minder kredietwaardige landen toch de afbouwafspraken schenden en additionele nationale schulden blijven uitgeven als de garanties eenmaal zijn verstrekt gedurende de opbouwfase van het fonds.** In 2014 heeft ook een expertgroep op verzoek van de Europese Commissie gekeken naar de voor- en nadelen van een dergelijke benadering (Tumpel Gugerell et al. 2014). Gedurende de opbouwfase van een dergelijk fonds zal steeds een stukje van de schuld collectief gegarandeerd kunnen worden op voorwaarde dat de schuld reeds een stuk is teruggebracht. Na de opbouwfase zal het echter een uitdaging zijn over een lange afbouwperiode via extern toezicht strakke naleving van de afbouw van schulden af te dwingen (de Duitse Raad zag als mogelijke oplossingen onderpand of een automatisch systeem van groeiende rente-mark-ups). Een nog niet genoemd alternatief waarbij niet op korte termijn reeds aanzienlijke garanties worden verschaft is het periodiek belonen van elke verdere stap in de schuldafbouw met een gift vanuit de EU. Een dergelijke gift zou bijvoorbeeld kunnen worden bepaald op basis van de netto contante waarde van de collectieve garantie voor landen met hoge schulden. Voordeel van een dergelijke gift zou zijn dat de tijdelijke Keynesiaanse kosten van versnelde begrotingsconsolidatie worden gedempt.<sup>88</sup> Een ander voordeel is dat de potentiële prestaties (in de vorm van schuldafbouw) relatief gemakkelijk te controleren zijn vergeleken met het vaststellen van de kwaliteit en implementatie van structurele hervormingen en investeringen, zoals die nu onderdeel zijn van het herstellfonds.

### 3.2.3

#### Overige oplossingen

##### Maatregel #8: gezamenlijke publieke schuld

**Mutualisatie van publieke schulden kan het herfinancieringsrisico voor overheden verkleinen en de veerkracht van de eurozone vergroten.** Beprijzing van staatsobligaties kan gepaard gaan met relatief abrupte schokken omdat niet alle relevante informatie direct in rentes wordt verwerkt zolang er geen aanleiding is te veronderstellen dat overheden hun betalingsgedrag zullen veranderen. Ook speelt het subjectieve oordeel over de betalingsbereidheid van overheden een grote rol in de prijsvorming. Overheden zullen budgettaire ruimte moeten inbouwen om bij hun (her)financiering geen last te krijgen van dergelijke abrupte schokken. We spreken ook wel over doorrolrisico. Landen in de eurozone hebben

<sup>88</sup> Een advies dat de Europese Commissie nu ook al geeft aan landen met hoge schulden in haar "communication on fiscal response to corona virus pandemic" van 3 maart 2021.

daarbij als extra uitdaging dat het ontbreken van zelfstandig monetair beleid en de relatieve afhankelijkheid van financiering uit andere eurozonelanden het risico op kapitaalvlucht tussen eurozonelanden vergroot. Eurozone-economieën kunnen daarom gemiddeld genomen minder publieke schuld aan dan ontwikkelde economieën met een eigen monetair beleid (Fall en anderen, 2015). Mutualisatie kan doorrolrisico's beperken. Mutualisatie leidt op zichzelf niet direct tot het verlagen van publieke schulden, maar zolang de eurozoneschuld op geaggregeerd niveau niet uitzonderlijk hoog is ten opzichte van andere ontwikkelde landen, zou de veerkracht wel kunnen toenemen. Er is dan meer ruimte om schokken op te vangen.

**Mutualisatie op beperkte schaal bestaat al in de EU.** Mutualisatie van schulden bestaat via het ESM en enkele instrumenten van de EU die gericht zijn op of bijdragen aan herfinanciering van bestaande schulden (het Europees financieel stabiliteitsmechanisme EFSM, betalingsbalanssteun en - sinds het uitbreken van COVID-19 - SURE). Ook de leningen die worden uitgegeven onder NGEU kunnen bijdragen aan het herfinancieren van bestaande nationale schulden. Om preventief daadwerkelijke financieringsproblemen te voorkomen zou gemutualiseerde financiering echter op aanzienlijk grotere schaal moeten gebeuren. Er zijn door de jaren heen in het publieke debat dan ook diverse voorstellen gedaan voor een vorm van permanente gezamenlijke schuld die het doorrolrisico bij individuele landen vermindert (zie box 5).

#### Box 5: samenvatting voorstellen gezamenlijke schuld

##### Blue bonds (Bruegel 2010)<sup>89</sup>

- **Beschrijving:** Eurozonelanden geven tot maximaal 60% BBP van de nationale schuld uit onder een gezamenlijke (joint) en hoofdelijke (several) garantie ("blue bonds"). Deze blue bond schuld zal voor nieuw uit te geven schuld preferent zijn ten opzichte van andere nationaal uitgegeven schuld die landen zullen moeten uitgeven om schuld hoger dan 60% BBP te blijven financieren (de zogenaamde "red bonds"). De verwachting is dat de spread op de achtergestelde "red bonds" sneller een marktsignaal zal doorgeven dan de spread op de hele schuld, zodat landen zich eerder gedwongen voelen hun begrotingsbeleid indien nodig aan te passen. Bestaande schulden (legacy debt) worden in een hiërarchie in eerste instantie als junior t.o.v. de blue bonds maar senior t.o.v. de red bonds behandeld, totdat deze bestaande schuld bij herfinanciering volledig door blue en red bonds is vervangen.<sup>90</sup>
- **Toegangscriteria:** Landen mogen alleen deelnemen aan de periodieke gezamenlijke uitgaves als ze zich aan de begrotingsregels houden, hetgeen beoordeeld wordt door een independent stability council (ISC). Naarmate landen zich minder (vaak) aan de begrotingsregels houden krimpt op voorstel van de ISC het quota aan "blue bonds" voor een land. Landen kunnen zich dan wel nog met "red bonds" financieren. De jaarlijkse allocatie van verschillende landen voor blue bonds wordt door de ISC als een take-it or leave-it offer aan alle nationale parlementen voorgelegd.
- **Mogelijke voordelen:** Voor kredietwaardige landen is het voorstel volgens de bedenkers interessant doordat de uitgifte van een groot volume aan blue bonds tot een lagere liquiditeitspremie leidt dan die deze landen nu betalen. De vraag is echter of 60% BBP aan collectieve schuld niet een te hoog percentage is om vergelijkbare lage inleenrentes als AAA-landen nu betalen mogelijk te maken. Resterende schuld zonder collectieve garanties is daarnaast minder liquide als gevolg van het beperkte volume. Kopers van deze schuld zullen voor dit deel hogere rentes vragen.

<sup>89</sup> Delpla en Von Weizsäcker (2010)

<sup>90</sup> De ontwerpers van het voorstel geven niet aan hoe legacy schuld als junior aan nieuw uit te geven blue bonds kan worden beschouwd. Dit zou een schending van het pari passu principe zijn (in legacy schuld zijn doorgaans nog geen contractuele voorwaarden opgenomen die achterstelling t.o.v. andere schuld mogelijk maken)

- **Mogelijke nadelen:** Toegang tot de uit te geven “blue bonds” wordt bepaald door het ISC. Dit kan snel politiek worden. Spreads tussen red en blue bonds zullen in een crisis, als het beoogde mechanisme inderdaad werkt, waarschijnlijk sterk oplopen, waardoor landen met hoge schulden, die bestaande schuld moeten doorrollen of extra schuld moeten uitgeven, nog ernstiger in problemen kunnen komen doordat de red bonds de risico’s moeten opvangen voor de blue bonds. Dan zal het tijdens een crisis verleidelijk zijn om het percentage via blue bonds gezamenlijk te financieren schuld op te hogen.

#### Purple Bonds (Bini-Smaghi & Rasmussen 2019)

- **Beschrijving:** Bij de start committeren alle ESM-leden zich ertoe dat, in geval een ESM-programma door een land wordt aangevraagd, alle nationale publieke schuld op de startdatum niet hoeft te worden geherstructureerd, in geval een land in de financieringsproblemen zal komen. Dit zijn de purple bonds. Gedurende de 20 jaar na de introductie van purple bonds krimpt het maximale bedrag waarover ESM-leden een dergelijke committering hebben afgegeven met stapjes van 1/20e van het percentage publieke schuld hoger dan 60% BBP, conform de 1/20e regel in het SGP. Het volume aan purple bonds als %BBP neemt dus af. Alle schuld die nog steeds boven dit krimpende maximale bedrag wordt uitgegeven zal achtergesteld zijn (“red bonds”) en omvat collective action clauses die herstructurering mogelijk maken. Na 20 jaar kan de schuld tot 60% BBP in blue bonds conform het voorstel van Bruegel worden omgezet.
- **Mogelijke voordelen:** geen formele mutualisatie van bestaande schuld, geen vereiste aanpassingen in crediteurenhiërarchie van bestaande schuld. Alleen ESM financiering blijft een collectief karakter houden, hoewel door de garantie mogelijk meer ESM financiering nodig zal zijn dan in de huidige situatie, waar herstructurering wel mogelijk is.
- **Mogelijke nadelen:** het is onduidelijk of dit echt aantrekkelijk kan zijn voor landen met hoge schulden. Het vereist indelen van nationale schuld in senior (purple) en junior (red) tranches zonder dat hier een evident voordeel tegenover staat (alleen waarborg dat geen herstructurering hoeft plaats te vinden op de senior schuld in geval een ESM programma wordt aangevraagd). Purple bonds zullen mogelijk pas aantrekkelijk zijn voor minder kredietwaardige landen als de schuld die bij een ESM programma niet hoeft te worden geherstructureerd zeer hoog is in de startsituatie. In een dergelijk geval kan het juist ook problematisch zijn dat herstructurering als deel van een ESM-programma niet meer is toegestaan.

#### E-bonds (Leandro & Zettelmeyer 2018)

- **Beschrijving:** een intermediair geeft schuld uit en financiert betalingen met de opgehaalde middelen van alle EMU-overheden. De schuld die de instelling uitgeeft is preferent boven nationale schulduitgiftes. Om deze preferente positie te waarborgen moet in alle nieuwe schuldcontracten (of in een nieuw verdrag) de preferente status van de intermediair worden opgenomen. Deze constructie lijkt op het ESM, dat een expliciete preferente status heeft.<sup>91</sup> Bij een aanzienlijk volume aan schulduitgifte zal net als bij blue bonds de spread op het achtergestelde deel gaan stijgen (en mogelijk voor extra begrotingsdiscipline zorgen).
- **Mogelijke nadelen:** ervaring uit het verleden heeft laten zien dat een vehikel soms ingelegd kapitaal nodig heeft om effectief preferent te zijn en lage inleentarieven te hebben. Dit was bijvoorbeeld het geval bij het ESM, wat nog klein is vergeleken met het beoogde volume aan e-bonds. Het is dus de vraag of een e-bonds vehikel daadwerkelijk zonder ingelegd kapitaal zou kunnen als de preferente positie van het uitgevende vehikel in contracten zou worden geregeld. Ook is de vraag wat introductie van een nieuwe categorie schuld betekent voor de bestaande schuld. Het is de vraag of de voorwaarden van de huidige schulduitgiftes toestaan dat er een nieuwe preferente crediteur komt. Zonder toestemming van bestaande schuldeisers kan dit in sommige landen mogelijk tot vervroegde opeisbaarheid van reeds uitgegeven schulden leiden.

<sup>91</sup> In de overwegingen van het ESM verdrag committeren de ESM-leden zich tot deze preferente status.

### Sovereign bond backed securities (SBBS, 2018)<sup>92</sup>

- **Beschrijving:** een private intermediair koopt op basis van een bepaalde sleutel obligaties van alle lidstaten, draagt deze over aan een vehikel die vervolgens zelf een obligatie uitgeeft (een securitisatie). De hoofdsom en rentebetalingen op deze obligatie worden gefinancierd uit de opbrengt van de gekochte staatsobligaties. De securitisatie-obligaties wordt op de markt geplaatst als een risicovrije senior tranche en een risicodragende junior tranche. Er zijn voor deze securitisatie-obligatie geen garanties van overheden nodig. Voor securitisaties moet door banken en verzekeraars echter meer kapitaal worden aangehouden dan voor nationale staatsobligaties (die 0% risicoweging hebben), waardoor de securitisatie commercieel niet aantrekkelijk is om aan te houden voor een grote groep investeerders. Gelijktrekken van de prudentiële vereisten voor SBBS met nationale staatsobligaties verkleint dit verschil (level playing field).
- **Mogelijke voordelen:** enige voorstel zonder publieke garanties.
- **Mogelijke nadelen:** zowel Noord- als Zuid-Europese lidstaten zijn tegen deze variant om fundamentele en praktische redenen. Fundamenteel zijn twijfels over de werking in crisistijd en de zorgen over de prudentiële behandeling van de junior tranche (kredietwaardige landen willen hier geen 0% risicoweging aan toekennen, minder kredietwaardige landen hechten ook voor deze tranche aan de 0% risicoweging). Ook zijn er in sommige landen, waaronder Nederland, zorgen dat er weliswaar geen formele publieke garanties nodig zijn, maar dat een verandering in de prudentiële kapitaalvereisten ten gunste van het promoten van één specifiek product (zijnde SBBS) door sommige marktpartijen toch als een impliciete publieke garantie wordt opgevat. Praktische bezwaren beslaan twijfels over commerciële aantrekkelijkheid (zelfs bij 0% risicogewicht voor de securitisatie zouden de samenstellingskosten, zoals bijvoorbeeld de kosten voor de periode waarin de staatsobligaties worden gekocht totdat de securitisatie obligatie in de markt gezet kan worden (warehousing), het product te duur maken), angst voor een te grote complexiteit van het instrument en zorgen om verminderde aantrekkelijkheid – en dus hogere financieringslasten – van de schulden die landen nationaal uitgeven.

### Eurobills (Tumpell Gugerell en anderen, 2014).

- **Beschrijving:** gezamenlijke uitgifte van de korte termijn schuld (tot 1 jaar of tot 2 jaar) door de EMU-leden tegen joint en several garantie of pro rata garantie. Het korte termijn karakter is een alternatieve manier om een materiële preferentie voor gezamenlijk gegarandeerde schuld boven nationale schuld te realiseren
- **Voordelen:** Omdat korte termijnschulden snel aflopen kan het als experiment worden geprobeerd. Landen die zich niet aan de Europese begrotingsregels houden kunnen relatief snel worden uitgesloten van nieuwe uitgiftes. Hierdoor wordt moral hazard beperkt. In plaats van automatische uitsluiting kan ook worden gedacht aan automatische verhoging van de rente voor landen die zich niet aan de begrotingsregels houden.
- **Nadelen:** het is onzeker of het niet prolongeren van een dergelijk experiment geen verkeerd signaal richting financiële markten geeft. Step-up marges maken het daarbij juist lastiger de begroting op orde te krijgen als gevolg van de stijgende rentelasten. Ook zal het vanwege deze signaalwerking lastig zijn om landen uit te sluiten als ze zich niet aan vooraf afgesproken Europese begrotingsregels houden.

### Schuld uitgegeven door de EU (SURE vanaf 2020, NGEU vanaf 2021)

- **Beschrijving:** De Europese Unie geeft (in eigen naam) schulden uit. Aflossingen en rentebetalingen komen uit afgezonderde inkomstenstromen (bijvoorbeeld nog te definiëren eigen middelen voor de EU) of de jaarlijkse afdrachten van de lidstaten. Juridisch kan dit binnen het VWEU, zolang de integriteit van het systeem van uitgaven en eigen middelen niet wordt aangetast. Dergelijke integriteit zou wel worden aangetast als bijvoorbeeld de uitgegeven schulden zo groot zouden zijn dat terugbetaling (nog) niet zeker is.

<sup>92</sup> Hiervoor heeft de Europese Commissie in 2018 een concreet voorstel gedaan n.a.v. een onderzoek o.l.v. de European Systemic Risk Board (ESRB): dit is nooit in behandeling genomen door de lidstaten; bij alle lidstaten was hier weerstand tegen.

- Het nakomen van rente- en aflossingsverplichtingen wordt gegarandeerd door de ruimte onder het eigenmid-delenplafond. Indien individuele lidstaten in gebreke blijven op hun jaarlijkse afdrachten, kan bij de andere lidstaten voor maximaal hun BNI-aandeel van de marge onder het eigenmiddelenplafond worden gevorderd door de Europese Commissie. In de EU-begroting worden dan voor toekomstige jaren de noodzakelijke inningen van de lidstaten navenant aangepast (de in gebreke blijvende lidstaat moet dan dus meer betalen in toekomstige jaren).
- **Mogelijke voordelen:** Geen ingewikkelde nieuwe juridische constructie, geen fragmentatie van de nationale schulduitgifte in senior en junior (dergelijke fragmentatie ligt wel ten grondslag aan aantal andere varianten in publieke debat,<sup>93</sup> die daarom door schuldagentschappen doorgaans negatief worden gezien). Bij kleinere schulduitgiften is er geen discussie over de preferente status van de Europese Unie, die formeel niet is vastge-legd. Een reden hiervoor is dat een beroep op de EU-begroting kan worden gedaan voor aflossing van leningen en rentebetalingen. Dit waarborgt ook lage rentes.<sup>94</sup>
- **Nadelen.** Bij grotere uitgaven zou de (niet formele) preferente status onder druk kunnen komen te staan. Ook komt dan mogelijk de integriteit van inkomsten en baten van de EU onder druk als er geen of onvoldoende kasstromen specifiek worden geoormerkt voor terugbetaling. De komst van een grote AAA-uitgevende instelling zorgt voor meer aanbod voor investeerders die een specifieke voorkeur hebben voor uitgevende instellingen zoals lidstaten, de Europese Commissie en gelieerde instellingen, maar als er minder geld beschik-baar is op de markt – bijvoorbeeld als de ECB haar opkoopprogramma's afbouwt – zullen beleggers moeten kiezen waar zij hun geld aan uitlenen waardoor rentes kunnen toenemen.

**Het grootste nadeel van mutualisatie betreft de ondermijning van nationale prikkels voor een gezond begrotingsbeleid.** Uiteindelijk kan mutualisatie leiden tot een hogere gemiddelde publieke schuld, hogere reële rentes voor kredietwaardige landen en persisten-te impliciete inkomensoverdrachten tussen kredietwaardige en minder kredietwaardige landen. Met dit doel is in het VWEU opgenomen dat lidstaten niet kunnen instaan voor elkaars schuld, de zogenaamde no-bailout clausule.<sup>95</sup>

**Invoering van een vorm van preferente schuld is een manier om moreel risico te beperken.** De gezamenlijk uitgegeven of gegarandeerde schuld wordt bij een dergelijke benadering preferent aan de publieke schuld die landen (nog) zelf uitgeven. Voor de preferente schuld wordt een bepaald percentage geprikt, zoals bijvoorbeeld X% van de schuld als percentage van BBP. Omdat bij betalingsproblemen van een land eerst de bezitters van achtergestelde nationaal uitgegeven schuld worden geraakt kan het effect op de marginale tarieven van nieuw uit te geven nationale schuld begrotingsdiscipline afdwingen. Omdat bij betalingsproblemen een relatief grote afslag zal volgen neemt de gevoeligheid van het rentetarief bij de achtergestelde schulden relatief toe, en komen prijssignalen aangaande de algehele kredietwaardigheid van een land eerder en beter door. Mogelijk wordt een ander type meer risicozoekende beleggers aangetrokken door de achtergestelde nationale schuld (met het hogere rendement) en dit kan het doorgeven van prijssignalen verder versterken. Voorstellen als *blue bonds* en *e-bonds* maken een splitsing tussen preferente gezamenlijk uitgegeven schuld en achtergestelde nationale schuld expliciet. *Purple bonds* maakt een impliciete koppeling door via een ESM-verdragswijziging

<sup>93</sup> E-bonds, blue bonds, mogelijk ook bij SBBS (hoewel daar niet juridisch)

<sup>94</sup> Op 21 juni 2021 was de rente op 10 jaarsleningen voor de Europese Unie 6 basispunten (spread met Duitsland is 28 basispunten). Nederland financiert zich tegen -16 basispunten. De Europese Unie leent dus goedkoop, maar niet goedkoper dan enkele landen die garanties geven.

<sup>95</sup> Artikel 125 VWEU: *De Unie is niet aansprakelijk voor de verbintenissen van centrale overheden, regionale, lokale of andere overheden, andere publiekrechtelijke lichamen of openbare bedrijven van de lidstaten en neemt deze verbintenissen niet over, onverminderd de wederzijdse financiële garanties voor de gemeenschappelijke uitvoering van een specifiek project. De lidstaten zijn niet aansprakelijk voor de verbintenissen van centrale overheden, regionale, lokale of andere overheden, andere publiekrechtelijke lichamen of openbare bedrijven van een andere lidstaat en nemen deze verbintenissen niet over, onverminderd de wederzijdse financiële garanties voor de gemeenschappelijke uitvoering van een specifiek project.*

een commitering af te geven voor een deel van de schuld (de *purple bonds*) hoe dan ook geen herstructurering af te dwingen.

**Invoering van een crediteurenhiërarchie voor publieke schuld gaat gepaard met diverse risico's.** Preferentie is geen gebruikelijk concept voor publieke schulden, behoudens uitzonderingen zoals het IMF en het ESM. Deze organisaties opereren als lender-of-last-resort en bieden financiering van overheden gedurende moeilijke tijden. Omdat het hier gaat om uitzonderingen, is een preferente positie van deze specifieke schuld makkelijker te rechtvaardigen. Wanneer een groot deel van de publieke schulden ook in normale tijden preferent wordt, zal formulering van de scheidingslijn heel belangrijk zijn. Daarbij spelen meerdere elementen: om te waarborgen dat de kredietwaardige landen geen hogere rentes zullen moeten betalen dan in het geval dat ze hun volledige schuld nog zelfstandig zouden uitgeven kan waarschijnlijk maar een klein deel van de publieke schulden preferent worden gemaakt. Hierdoor is maar de vraag in hoeverre het doorloopt risico echt substantieel wordt beperkt. Ook is de vraag wat een preferente status voor waarde heeft als landen daadwerkelijk in de financieringsproblemen komen, of zelfs uit de eurozone treden. Landen blijven in dit model in eerste instantie zelf verantwoordelijk voor de inning van belastingen, waarbij een uitgever van de gezamenlijke schuld behoudens rechtszaken geen harde instrumenten heeft om overdracht van middelen door een sovereign af te dwingen. Het zal dus volledig van de politieke bereidheid van het land in de problemen afhangen of de preferente status ook wordt gerespecteerd. Een illustratie van hoever landen hierin kunnen gaan is dat in 2015 Griekenland ook tijdelijk in gebreke bleef bij het IMF, ondanks de preferente status van het IMF. Om dit probleem te beperken zullen alle deelnemende landen mogelijk extra kapitaal aan een uitgever van gezamenlijke schuld beschikbaar moeten stellen (zoals bij het ESM) of zal een eventuele uitgever van preferente obligaties over eigen inkomstenbronnen moeten beschikken (zoals de EU via de EU-begroting).

**Het valt te betwijfelen of gezamenlijk uitgegeven schuld moreel risico effectief kan verminderen.** In crisistijden kan het maximum percentage aan preferente gezamenlijk gegarandeerde schuld ter discussie komen te staan. Partijen zouden kunnen pleiten dit op te hogen omwille van de financiële stabiliteit. Marktpartijen zouden ook, voordat er al een crisis is, op dergelijke ophogingen kunnen anticiperen. Naast de mogelijkheid om elkaars schulden te garanderen zou – om moreel risico te voorkomen – bijvoorbeeld daarom ook het maximale percentage collectieve schuld in het VWEU kunnen worden opgenomen, zodat aanpassingen van dit percentage in crisistijd onmogelijk worden gemaakt. Er wordt veelvuldig gesuggereerd om participatie in (nieuwe) gezamenlijk gegarandeerde schuld te koppelen aan naleving van de begrotingsregels (eurobills, blue bonds, purple bonds). Dit heeft echter ook beperkingen, met name omdat, zoals reeds aangegeven onder maatregel #4 (koppeling naleving begrotingsregels aan financiële instrumenten), de begrotingsregels en het toezicht erop momenteel onvoldoende basis bieden voor een bijtende koppeling. Een extra risico is dat het uitsluiten van een land van (nieuwe) uitgiftes een sterk negatief marktsignaal kan geven.

**Een radicale oplossing om twijfels over de kredietwaardigheid van gezamenlijk uitgegeven schuld te ondervangen en het belang van de begrotingsregels te verminderen is het overdragen van de concrete verantwoordelijkheid van het innen van sommige belastingen, alsook de uitvoering van publieke taken, naar centraal Europees niveau.** Zelfs als lidstaten juridisch niet volledig soeverein zijn, zijn ze door controle over de uitvoeringsapparaten wel materieel soeverein. Financiers zullen bij grote bedragen naar verwachting rekening houden met de controle over de uitvoeringsapparaten zoals bijvoorbeeld de belastingdienst. Van NGEU, dat op dit moment nog beperkt middelen heeft ingeleend, wordt verwacht dat het gefinancierd kan worden zonder eigen Europese belastingdienst en zonder ingelegd kapitaal. Dit kan omdat een beroep op de Europese begroting kan worden gedaan voor terugbetaling van aflossingen en rente. Hoe groter de bedragen, hoe lastiger deze te financieren zijn zonder voldoende eigen middelen voor de



EU en zonder eigen uitvoeringsapparaat ter inning van de eigen middelen. Financiers zullen er bijvoorbeeld rekening mee willen houden dat politieke voorkeuren in landen kunnen veranderen.

#### **Maatregel #9 Erosie van reële schulden via verrassingsinflatie**

*Het weg eroderen van schulden via verrassingsinflatie is onder geen enkele omstandigheid een verstandige zet.*

**Het (onverwachts) verhogen van de inflatie, bijvoorbeeld door monetaire financiering, maakt bestaande publieke schulden beter houdbaar.** Hogere inflatie zorgt ervoor dat de noemer (BBP) van de publieke schuld in verhouding tot de teller (de schuld) stijgt, waarmee de schuld als deel van BBP verlaagd wordt, en de bestaande schuld effectief houdbaarder wordt. Een verhoging van de inflatie is effectiever als ze niet verwacht is. Bij uitgifte van nieuwe schulden zullen de hogere inflatieverwachtingen zich vertalen in hogere rentes om voor een mogelijke reële waardedaling te compenseren.

**Verassingsinflatie kan bijvoorbeeld worden veroorzaakt door aan te kondigen dat de publieke schulden permanent op de balans van de ECB zullen blijven zonder dat ze hoeven te worden afgelost.** Het geld dat met de opkoop van de obligaties door de ECB is gecreëerd kan dan niet meer worden vernietigd, hetgeen tot positieve inflatieverwachtingen kan leiden. Er gaan inmiddels stemmen op om de schulden als gevolg van de COVID-19 pandemie permanent op de ECB balans te houden.<sup>96</sup>

**De Commissie ziet het weg eroderen van schulden via verrassingsinflatie onder geen enkele omstandigheid als een verstandige zet.** Allereerst is dergelijke monetaire financiering verboden volgens het Verdrag. Een dergelijke strategie zou het publieke vertrouwen in de ECB en de euro zwaar ondermijnen. Daarnaast is het weg eroderen van publieke schulden via verrassingsinflatie geen duurzame beleidsstrategie, vanwege de aanpassingen van de inflatieverwachtingen door marktpartijen. Tenslotte kan het tot een willekeurige herverdeling van spaarders naar debiteuren leiden.

#### **Maatregel #10 financiële repressie**

*Financiële repressie, waarbij de reële rente artificieel laag wordt gehouden op andere manieren dan via verrassingsinflatie of sectoren worden gedwongen de overheid te financieren, is in strijd met het Europese principe van het vrije verkeer van kapitaal tussen landen.*

**Er zijn in het verleden periodes geweest waarin schuldenafbouw plaats heeft gevonden middels financiële repressie.** Dit betekent dat reële rentes artificieel laag worden gehouden via andere manieren dan verrassingsinflatie. Een lagere reële rente dan de marktrente maakt een schuld houdbaarder. Dit kan door financiële instellingen te dwingen staatsobligaties aan te houden en beperkingen ten aanzien van verkeer van kapitaal op te leggen. De Verenigde Staten heeft op deze manier een aanzienlijk deel van de publieke schuld na WOII afgebouwd.

**Voor individuele landen in de EU is financiële repressie lastig te verenigen met het Europese principe van het vrije verkeer van kapitaal.** Gezien de grote divergentie in de schuld niveaus tussen verschillende landen is een beleidsmatige inzet op financiële repressie onwenselijk.

<sup>96</sup> Financial Times, Soaring eurozone government debt reignites call for cancellation, december 2020.

### Handelingsperspectief vervoeding banken en overheden

In de jaren volgend op de financiële crisis zijn in korte tijd enorme stappen gezet naar een gemeenschappelijk Europees institutioneel kader voor banken. Inmiddels stagneert de voortgang. Hoewel er brede consensus is dat verdere integratie wenselijk is, zijn volgende beleidsmatige stappen politiek exponentieel ingewikkelder. Dat is het gevolg van enerzijds het feit dat de onderwerpen waar makkelijk overeenstemming over viel te bereiken als eerste zijn overeengekomen, terwijl anderzijds de gevoelde urgentie van de noodzaak tot voltooiing van de bankenunie is afgenomen. Bij de nog ontbrekende elementen speelt dat de voorwaarden voor voltooiing die een deel van de bankenunielanden opwerpt niet opwegen tegen de baten van invoering voor de anderen (en vice versa).

**De grote diversiteit aan belangen maakt verdere voortgang op het dossier van de bankenunie ingewikkeld.** Lidstaten hebben fundamenteel verschillende bankensectoren, variërend van lidstaten met vooral grote, internationale banken tot lidstaten met vooral kleinere en middelgrote banken, waaronder ook semi-publieke banken. Bovendien staat de bankensector er in sommige lidstaten beter voor dan in andere lidstaten, wat zorgt voor uiteenlopende belangen bij het delen van risico's. Tenslotte wordt de inzet van sommige lidstaten gedomineerd door de rol van hun bankensector voor hun economie, terwijl in andere lidstaten de risico's voor de nationale belastingbetalers voorop staan.

**Tegelijkertijd is voortgang in de bankenunie wenselijk voor de stabiliteit en weerbaarheid van de Europese economie.** Er zit een zekere inherente instabiliteit in de bankensector, door de grote hefboom (verhouding vreemd/eigen vermogen) op de balans en het verschil in looptijd tussen activa en passiva. Om deze reden is de sector sterk gereguleerd. Door de omvang van de bankensector kunnen problemen in een financiële crisis in korte tijd weer overslaan op de hele Europese economie. Daarmee blijft de Europese economie dus kwetsbaar voor negatieve schokken die de bankensector raken.

**In deze subsectie brengen we de handelingsperspectieven inzake de vervoeding tussen banken en overheden in kaart.** Preventieve maatregelen voorkomen vervoeding tussen overheden en banken in going concern. Het crisisaanwerk heeft betrekking op het smoren van de effecten van bankfalen om spillovers naar andere delen van de financiële sector te voorkomen als banken niet levensvatbaar meer zijn. Van een goed functionerend crisisaanwerk gaat een sterk preventieve werking uit: vertrouwen in het functioneren van het raamwerk beperkt stress en vergroot de stabiliteit. Voor niet-significante banken, waar Europa er veel van kent, is het huidige crisisaanwerk nog onvolledig. In de paragraaf "Aanpassingen in het crisisaanwerk" wordt hierop ingegaan. Voor significante banken is het de vraag of het crisisaanwerk overeind zal blijven als zich een nieuwe systeemcrisis voordoet. In de paragraaf "Maatregelen voor een systeemcrisis" worden maatregelen verkend die dit kunnen adresseren.

Beleidssterrein	Handelingsperspectief
Preventieve maatregelen	#1 Verhogen kapitaaleisen #2 Prudentiële behandeling van staatsobligaties #3 Slechten barrières voor internationaal opererende banken
Aanpassingen in het crisisaanwerk	#4 Europees depositogarantiestelsel #5 Beperken staatssteun en gelijkere behandeling niet-significante banken in faillissement
Maatregelen voor een systeemcrisis	#6 Resolutie in een systeemcrisis #7 Europese publieke bad bank #8 Europese verplichte herkapitalisatie

### Preventieve maatregelen

#### **Handelingsperspectief #1: verhogen kapitaaleisen**

*Door banken meer kapitaal aan te laten houden, zijn banken beter in staat zelf tegenvallers op te vangen en wordt de kans dat publieke steun nodig is verkleind.*

**Hoewel de buffers van banken de afgelopen jaren flink zijn toegenomen, is het niveau in breder historisch perspectief gezien nog altijd laag.**<sup>97</sup> Een manier om de weerbaarheid van banken te versterken is door hen meer eigen vermogen (ook wel: kapitaal) te laten aanhouden. Hoe meer eigen vermogen banken hebben, hoe beter ze in staat zijn om verliezen zelf op te vangen, en hoe kleiner dus de kans dat overheden dienen bij te springen. Het is van belang om daarbij oog te hebben voor de specifieke kenmerken van de activa en passiva van de balans. Daarom gelden er voor banken zowel risico-gewogen als een risico-ongewogen (“leverage ratio”) kapitaaleisen. Voor risico-gewogen eisen houden banken kapitaal aan op basis van hoe risicovol de activiteiten op haar balans zijn. Bij de risico-ongewogen leverage ratio houden banken kapitaal aan op basis van de omvang van haar balans. Deze leverage ratio dient als achtervang op de risico-gewogen eisen en zorgt ervoor dat er altijd een zeker minimum aan kapitaal beschikbaar is, ongeacht de risico’s op de balans.

**Vanuit het perspectief van het verminderen van de vervlechting tussen overheden en banken is het verder verhogen van kapitaaleisen een logische maatregel.** Idealiter vindt een transitie naar hogere kapitaaleisen plaats in een conjunctureel gunstige periode. Verhoging van de kapitaaleisen kan de kredietgroei beperken. Banken moeten bij verhoging van de kapitaaleisen verhoudingsgewijs extra kapitaal aantrekken. Omdat kapitaal voor banken “duurder” is, maakt dat de kosten van kredietverlening hoger (zie paragraaf 2.1.4 over financieringskosten). Hoewel het aanhouden van meer eigen vermogen dus geen “free lunch” is, wijzen studies erop dat vanuit maatschappelijk perspectief hogere kapitaaleisen wenselijk zijn.<sup>98</sup>

**In die context kunnen de risico-gewogen kapitaaleisen verder worden verhoogd, via de Europese implementatie van het internationale Bazel 3,5-akkoord.** Tevens kan een verhoging van de leverage ratio een bodem leggen onder het kapitaal van Europese banken. In de EU is die voor alle banken vastgelegd op 3%. Nu kennen alleen de grootste banken (G-SIBs) een opslag in hun leverage ratio. Die kan verbreed worden naar andere significante banken.

#### **Maatregel #2: prudentiële behandeling van staatsobligaties**

*Door banken kapitaal aan te laten houden voor blootstellingen op overheden via een risicoweging voor staatsobligaties (Regulatory Treatment of Sovereign Exposures, RTSE), worden banken geprikkeld om de blootstelling aan hun eigen overheid te verminderen.*

**Op dit moment kennen blootstellingen aan overheden een nulweging in het risico-raamwerk.** Dat betekent dat banken geen risico-gewogen kapitaal hoeven aan te houden voor blootstellingen aan overheden. Blootstelling aan de eigen overheid vindt vooral plaats via het aanhouden van staatsobligaties (zie paragraaf 2.1.6). Het ontbreken van een prudentiële behandeling voor het aanhouden van staatsobligaties bij banken veronderstelt dat staatsobligaties beleggingen zijn zonder kredietrisico. We hebben eerder gezien dat hoge publieke schulden wel degelijk onhoudbaar kunnen worden.

**Dit kan worden aangepast door banken eigen vermogen te laten aanhouden voor (risicovolle) staatsobligaties.** Een alternatief is om concentratielimiten voor het

<sup>97</sup> Zie bijvoorbeeld Admati and Hellwig (2014)

<sup>98</sup> Zie bijvoorbeeld ECB (2021)

aanhouden van staatsobligaties op te leggen.<sup>99</sup> De twee maatregelen kunnen apart (een van beide) of onder één noemer gebracht worden door een risicoweging toe te passen op de bijdrage van de deelportefeuille in staatsobligaties aan het risico van de totale asset portefeuille.<sup>100</sup> Daarbij kunnen beleidsmatige keuzes gemaakt worden over de zwaarte van de weging en transitiepaden voor een reductie in de hoeveelheid overheidsschuld op de bankbalansen. Een lichtere maatregel is het verder vergroten van transparantie over blootstellingen aan overheden. Middels meer transparantie kunnen markten druk zetten op banken om kwetsbare blootstellingen af te bouwen.

**Prudentiële regelgeving voor banken ten aanzien van publieke blootstellingen verbetert de prijsvorming van staatsobligaties.** Adequate beprijzing is het startpunt van marktdiscipline voor lidstaten om hun publieke schulden houdbaar te maken. Spiegelbeeldig daaraan verhoogt het opleggen van kapitaaleisen voor staatsobligaties de financieringslasten van overheden. Banken zullen hun behoefte aan liquide staatsobligaties (deels) verleggen naar obligaties van andere eurolanden of een hogere vergoeding vragen. Voor lidstaten met hoge overheidsschuld kan dit leiden tot minder vraag naar hun staatsobligaties en/of hogere financieringslasten, met name in tijden van stress.

**Bij een transitie naar een nieuw prudentieel regime voor banken moet worden gewaakt voor prijschokken.** Een abrupte verandering van de prudentiële regelgeving kan zorgen voor een schok in de prijzen van staatsobligaties. De financierbaarheid van overheden kan hierdoor direct in gevaar komen. Zelfs bij een lange transitieperiode is het denkbaar dat er meteen al prijseffecten ontstaan doordat markten de aanpassingen in kapitaaleisen en concentratielimieten direct meenemen in de beprijzing van nieuw uit te geven langlopende obligaties.

**Abrupte schokken in de beprijzing van staatsobligaties kunnen worden verkleind door afbouw van schulden en eventuele gezamenlijke schulduitgifte.** Zolang publieke schulden in sommige landen (nog) te hoog zijn, lijken landen de risico's voor de financierbaarheid van de staatsschuld te groot te vinden om aanpassing van de prudentiële regelgeving te overwegen.

### **Handelingsperspectief #3: slechten barrières voor internationaal opererende banken**

*Door barrières te slechten binnen de bankenunie en de interne markt, wordt het voor banken aantrekkelijker om grensoverschrijdend actief te zijn. Dat zorgt voor ontvlechting tussen banken en overheden en vergroot de financieringsmogelijkheden voor bedrijven. Voorkomen moet worden dat banken too-big-to-fail worden en gewaakt moet worden voor behoud van de diversiteit binnen het bankenlandschap.*

**Hoewel het macro-economische beleid in toenemende mate een Europees karakter heeft gekregen, is de Europese bankensector sinds de wereldwijde financiële crisis “nationaler” geworden.** Europese banken hebben hun grensoverschrijdende activiteiten sterk afgebouwd, met name de blootstellingen op andere eurozone landen.<sup>101</sup> Er vinden maar in beperkte mate internationale fusies en overnames in de eurozone plaats, zowel in aantal als in termen van transactiewaarde. Er is een hoge mate van concentratie op de nationale markten: in de meeste grote economieën in Europa is het aandeel van de grootste drie banken toegenomen.

**Een handelingsperspectief is om barrières af te bouwen voor grensoverschrijdende consolidatie en activiteiten van banken.** Dit kan zorgen voor een verdere ontvlechting tussen banken en overheden. Banken die actief zijn in verschillende landen zullen minder

<sup>99</sup> Dit gaat gepaard met cliff-effecten

<sup>100</sup> Naar analogie van het Nederlandse pensioentoezicht waar het opnemen van extra risicodragende titels leidt tot hogere buffer eisen, maar waarbij de stijging van de buffereisen gedempt wordt door de diversificatiewinst die deze nieuwe titels opleveren.

<sup>101</sup> Zie bijvoorbeeld ECB (2017)

binnenlandse staatsobligaties aanhouden. Daarbij stelt het banken in staat portefeuilles beter te diversifiëren: geografische diversificatie van de leningen en depositobases maakt banken minder kwetsbaar voor binnenlandse schokken. Andersom kan het binnenlandse bedrijven en consumenten meer opties geven om aan financiering te komen en de financieringslasten beperken door toegenomen concurrentie.

**Er zijn veel “gewone” interne marktbarrières, niet gerelateerd aan de bankenunie, die grensoverschrijdende activiteiten van banken in de weg staan.** Deze komen elders in dit rapport ook al aan de orde, zoals in paragraaf 3.1. Bancaire activiteiten vergen specifieke kennis van bijvoorbeeld het (nationale) faillissements- en fiscaal recht. Voor sommige activiteiten is een speciale vergunning nodig. Het verkrijgen van landspecifieke kennis en de benodigde vergunning(en) is kostbaar voor banken.

**Lidstaten zijn terughoudend om resterende barrières te slechten en houden graag invloed op de banken binnen hun landsgrenzen.** In de crisis bleken ‘banken internationaal bij leven, maar nationaal in de dood’: de rekening van het redden van grote internationale banken kwam bij nationale belastingbetalers te liggen. Nationale toezichhouders kunnen nog altijd sterke invloed uitoefenen op kapitaaleisen die dochterondernemingen moeten aanhouden. Lidstaten zijn bang dat bij het omvallen van een bank, liquiditeit en kapitaal van de dochter overgeheveld worden naar de lidstaat van het moederbedrijf. Dat betekent dat de depositohouders van de buitenlandse dochter minder snel hun geld terugzien. En dat betekent dat de lidstaat waar deze dochter is gevestigd sneller wordt aangesproken op de depositogaranties. Lidstaten en hun toezichhouders willen daarom grip houden op de activiteiten van de eigen banken en dochterbedrijven van buitenlandse banken binnen de landsgrenzen. Hieruit blijkt ook dat de bankenunie nog niet af is en er grenzen zijn aan het vertrouwen in het bestaande Europese resolutieraamwerk. Een Europees depositogarantiestelsel zal veel koudwatervrees bij lidstaten wegnemen, omdat er dan mutualisatie plaatsvindt van verliezen op depositogaranties, en lidstaten dus zelf niet meer aangesproken kunnen worden als een buitenlandse bank verplichtingen aan de nationale depositohouders niet nakomt (zie maatregel 4).

#### **Box 6: wenselijkheid van diversiteit in het bankenlandschap**

Een risico van toenemende Europese integratie van de bankensector is dat het leidt tot grote Europese bankconglomeraten, die de diversiteit van het bankenlandschap kan inperken. Banken die too-big-to-fail (of te complex) zijn, kunnen makkelijker leunen op impliciete staatsgaranties bij het ondernemen van risicovolle activiteiten. Diversiteit in de bankensector is nodig om kuddegedrag tegengaan.<sup>102</sup> Diversiteit kan de concurrentie tussen kredietverleners vergroten, wat gunstig is voor de financieringscondities van bedrijven.

Het huidige systeem bevoordeelt significante banken en maakt het lastig voor nieuwkomers. Systeemrelevante banken hebben financieringsvoordelen ten opzichte van niet-significante instellingen, bijvoorbeeld doordat het makkelijker is om bail-inbare buffers op te halen (zie box 8). Bovendien zorgt het uitgebreide toezicht en de gedetailleerde regelgeving ook voor schaalvoordelen. Tenslotte kunnen grote banken door hun omvang verlieslatende activiteiten kruissubsidiëren, waarmee ze toetreding van nieuwe bedrijven kunnen verhinderen.

Met de toetreding van (fin)tech bedrijven, de opkomst van non-banking financial intermediairs (schaduwbanken), de ontwikkeling van digitaal geld door centrale banken en een verdere doorontwikkeling van de kapitaalmarktunie wordt de diversiteit in de financiële sector verder vergroot. Dit kan grote gevolgen hebben voor de ordening van het bankenlandschap.

<sup>102</sup> WRR (2019)

**Consolidatie en groei van banken buiten de landsgrenzen kan gepaard gaan met groeiende bankbalansen.** Na de crisis was het politieke mantra juist dat banken niet te groot moeten worden, om te voorkomen dat ze too-big-to-fail worden. Grensoverschrijdende banken zijn complexer om af te wikkelen. In dat kader speelt de toezichthouder ook een rol bij de goedkeuring van fusies en overnames.

### 3.3.2

#### *Versterken van het crisisraamwerk*

##### **Handelingsperspectief #4: Europees depositogarantiestelsel**

*Een Europees depositogarantiestelsel zorgt voor een gelijke depositogarantie in alle landen van de bankenunie. Dit helpt in tijden van stress de band tussen overheden en banken te verkleinen en kapitaalvlucht van zwakkere naar sterkere lidstaten te voorkomen.*

**Depositogarantiestelsels zijn in het leven geroepen om bankrups te voorkomen en spaarders te beschermen.** Met een depositogarantie krijgen depositohouders tot een bepaald bedrag gegarandeerd hun geld terug,<sup>103</sup> ook als hun bank failliet gaat. Dit neemt voor depositohouders de prikkel weg om hun middelen op te nemen bij twijfel aan de kredietwaardigheid van een bank ('bankrups') – wat op zichzelf weer bijdraagt aan de stabiliteit van het financiële systeem als geheel. Een nationaal depositogarantiefonds (DGS) wordt gevuld door de bijdragen van banken zelf en eventuele verliezen worden ook verhaald op de bankensector.

**De wetgeving voor depositogaranties is momenteel op Europees niveau geharmoniseerd, maar de fondsen zijn nog nationaal.** Als het depositogarantiefonds ontoereikend is, wordt er in het uiterste geval een beroep op de Staat gedaan om tegoeden te garanderen en een krediet te verstrekken. In tijden van grote stress kan hier de link tussen banken en overheden opspelen. Een veelbesproken manier om deze band te verbreken is via een Europees depositogarantiefonds (European Deposit Insurance Scheme - EDIS). Met een EDIS worden depositohouders in de hele bankenunie via een gemeenschappelijk fonds beschermd, ongeacht waar de bank gevestigd is. Meer dan bij een nationaal DGS kan een EDIS besmetting naar andere binnenlandse banken voorkomen, doordat de houdbaarheid van het DGS of de kredietwaardigheid van de lender-of-last-resort van het DGS (de lidstaat) niet in het geding zal komen. Dit kan voorkomen dat tijdens een crisis kapitaalvlucht plaatsvindt van zwakkere naar sterkere lidstaten. Met de bijdrage van een EDIS aan het ontvlechten van banken en overheden, kan een EDIS herstructurering van de overheids-schuld overzichtelijker maken.

**Een EDIS zal vooral effect hebben op niet-significante banken.** Significante banken gaan namelijk in resolutie.<sup>104</sup> Voordat er sprake is van een faillissement, wordt eerst getoetst of het in het publiek belang is om (delen van) de bank te redden door de bank in resolutie te plaatsen. Middelen uit depositogarantiefondsen zullen in de praktijk dus niet of nauwelijks gebruikt bij significante banken, omdat deze in noodgevallen steun kunnen krijgen uit het resolutiefonds (SRF).

**Op depositogaranties wordt doorgaans weinig verlies gemaakt, wat een EDIS minder risicovol maakt dan vaak wordt aangenomen.** Een depositofonds staat als crediteur vooraan als de boedel van de failliete bank verdeeld wordt. Dat zorgt ervoor dat op depositogaranties doorgaans geen of beperkt verlies gemaakt wordt, op voorwaarde dat de faillissementswetgeving niet leidt tot *fire sales* (zie maatregel 5). Een garantiefonds, en dus ook een EDIS, zorgt dus vooral voor voorfinanciering: het depositofonds compenseert deposito-

<sup>103</sup> In 2015 zijn substantiële wijzigingen doorgevoerd op Europees niveau waardoor spaarders in alle lidstaten tot 100.000 euro uitgekeerd worden door het DGS in het geval van bankfalen.

<sup>104</sup> Hoewel ook delen van significante banken in een faillissement kunnen worden geplaatst, als onderdeel van een resolutieplan

houders op het moment van curatele en krijgt na afloop van de faillissementsprocedure deze middelen weer terug.

**Er zijn verschillende varianten van een EDIS denkbaar.** In de lichtste vorm kunnen nationale DGS'en kredietlijnen met elkaar aangaan, bijvoorbeeld via een Europees fonds, wanneer het eigen DGS is uitgeput. In dit rapport noemen we dat een EDIS-light.<sup>105</sup> Kosten als gevolg van het oproepen van de depositogarantie blijven dan verhaald worden op de bankensector van de falende bank. In de meest ambitieuze vorm van een EDIS wordt een gezamenlijk fonds gevuld en worden uitkeringen uit gezamenlijke gelden betaald. Bankfalen in Europa wordt zodoende opgevangen door banken in alle lidstaten, in plaats van door de bankensector van de lidstaat waar de betreffende bank actief is. In dit model is er sprake van private risicodeling. Bij het opzetten van een Europees fonds kan ook gedacht worden aan een Europese publieke achtervang, waarbij middelen vanuit een Europees publiek vangnet zoals het ESM gebruikt kunnen worden als kredietlijn bij uitputting van het EDIS-fonds.<sup>106</sup> In dit rapport noemen we dat een volledig EDIS.<sup>107</sup>

#### ***Maatregel #5: beperken staatssteun en gelijkere behandeling niet-significante banken in faillissement***

*Door niet-significante banken in faillissement gelijk te behandelen, kan staatssteun worden teruggebracht en zal het speelveld tussen banken in de bankenunie zuiverder worden.*

**Na de financiële crisis is er voor falende banken op Europees niveau speciale resolutiewetgeving opgesteld.** Banken kunnen in resolutie worden gebracht als een bankfaillissement sterk negatieve effecten op het publieke belang heeft. Bij resolutie grijpt een resolutieautoriteit in bij een falende bank met als doel de kritieke onderdelen te laten voortbestaan, terwijl bij een faillissement de curator ingrijpt met als doel de opbrengst voor de schuldeisers te maximaliseren. Bij resolutie wordt de inzet van publieke middelen tot een minimum beperkt. Een belangrijk instrument van het resolutieraamwerk is "bail-in": voordat een bank steun kan ontvangen, wordt eerst 8% van passiva van de bank afgeschreven of omgezet in eigen vermogen. Eventuele resterende steunbehoefte wordt verleend vanuit een door banken gevuld Europees resolutiefonds, het SRF.

**Voor het toepassen van resolutie zijn resolutieautoriteiten opgericht.** Significante banken gaan in beginsel in resolutie als ze in de problemen komen. Resolutie voor deze banken is gecentraliseerd. Hiervoor bestaat sinds 2016 de gemeenschappelijke resolutieautoriteit, de SRB. De SRB heeft voor haar taken de beschikking over het SRF. Voor banken die niet significant en niet grensoverschrijdend actief zijn, is de verantwoordelijkheid aan de nationale resolutieautoriteiten gedelegeerd.

<sup>105</sup> In beleidsdiscussies ook wel 'hybride EDIS' genoemd

<sup>106</sup> Merk op dat de kosten hierbij ook op de bankensector worden verhaald; er is dus sprake van "voorfinanciering"

<sup>107</sup> In beleidsdiscussies ook wel 'fully fledged EDIS' genoemd

### Box 7: omgang met falende banken in de VS

De Federal Deposit Insurance Company (FDIC) is in de VS verantwoordelijk voor de afwikkeling van banken en het beschermen van depositohouders tot \$250,000. Anders dan in de Europese Unie betekent dit ook dat ingrepen door het depositogarantiefonds (DGS) voor niet-significante banken in de gehele VS vergelijkbaar zijn.

De FDIC is – net als DGSen in de EU – verantwoordelijk voor het beschermen van depositohouders. Daarnaast neemt de FDIC na falen van een niet-significante bank het beheer over, waar dat in Nederland de curator is. Om depositohouders te beschermen kan de FDIC er zowel voor kiezen om alleen gedekte depositohouders schadeloos te stellen, maar ook om activa en passiva van de falende bank over te dragen aan een andere (gezonde) bank. Daarbij hanteert de FDIC het zogenoemde “least cost”-principe: een ingreep moet zo goedkoop mogelijk zijn voor de FDIC. Anders dan in de EU staat de claim van de FDIC in faillissement gelijk aan de claims van andere deposanten. De overdracht van activa en passiva aan een gezonde financiële partij is daardoor vrijwel altijd de goedkoopste oplossing voor de FDIC. Tijdens en na de financiële crisis hebben er daardoor vrijwel alleen overdrachten aan andere banken plaatsgevonden. De FDIC kent daarbij een uitgebreide procedure om de verkoop van gezonde onderdelen van de bank (al voor falen) te bevorderen, om zo de boedelopbrengst te vergroten. Tevens bevordert dit de consolidatie van en markt-exit van falende banken.

In de EU verschilt het ingrijpen door het DGS sterk per lidstaat. Zo kennen sommige lidstaten mogelijkheden om het DGS preventief (voor het falen van een bank) te laten ingrijpen. Er zijn ook DGSen die – net als in de VS – mogelijkheden hebben om activa en passiva over te dragen. Tot slot geldt ook dat de institutionele inrichting van DGSen in de EU sterk per lidstaat verschilt. Zo kennen sommige lidstaten DGSen die privaatrechtelijk zijn ingericht, terwijl anderen publiek beheerd worden.

Onder de Dodd-Frank Act heeft de FDIC ook resolutiebevoegdheden gekregen voor grote systeemrelevante instellingen (zo’n 8 tot 10 instellingen). Deze bevoegdheden zijn sterk vergelijkbaar met het resolutieraamwerk voor significante banken in de EU. Deze bevoegdheden deelt de FDIC met de Amerikaanse centrale bank (FED), die verantwoordelijk is voor het toezicht op systeemrelevante instellingen. Samen zijn zij verantwoordelijk voor de resolutieplannen die instellingen moeten opstellen in voorbereiding op een eventueel bankfalen. De FDIC’s Orderly Liquidation Authority (OLA) is opgericht ten behoeve van de afwikkeling van deze instellingen. De OLA biedt de FDIC verscheidene bevoegdheden die niet allemaal beschikbaar zijn in het kader van een faillissement, zoals de bevoegdheid om schuld om te zetten in eigen vermogen (bail-in). De FDIC heeft in haar hoedanigheid als resolutie-autoriteit tot op heden nog nooit een instelling hoeven af te wikkelen.

**Als er gekozen wordt voor een faillissementsprocedure, dan gelden nationale wetten en procedures.** Sinds de start in 2016 is het resolutieraamwerk nog maar beperkt gebruikt. In veel gevallen is gekozen voor een gewone faillissementsprocedure. Ook in faillissement kunnen in sommige landen delen van de bank worden verkocht aan een andere, gezonde bank (“deposit book transfer”). Dat heeft vaak de voorkeur van autoriteiten boven de liquidatie van een bank. Bij een liquidatie komen de niet gegarandeerde deposito’s “vast” te zitten, waardoor lokale depositohouders niet direct bij hun geld kunnen, met gevolgen voor de lokale economie en mogelijke besmetting naar andere banken. Door alle deposito’s onder te brengen bij een andere bank, wordt de hinder van het bankfalen voor de economie en financiële stabiliteit beperkt (zie box 7). Voor een gezonde bank is het overnemen van activa niet interessant als de portefeuille een negatieve marktwaarde heeft. In sommige lidstaten bestaan mogelijkheden om middelen uit het depositogarantiestelsel te gebruiken om overdracht mogelijk te maken, in andere gevallen zal de Staat gedwongen zijn steun te verlenen.

**Volgens de staatssteunregels van de Europese Commissie kan een lidstaat bij faillissement staatssteun verlenen om een exit van een bank ordentelijk te laten verlopen.** Hierbij stelt de Commissie wel eisen aan de lastendeling: aandeelhouders en bepaalde obligatiehouders moeten hun verlies nemen (bail-in). Dat is tot nu toe in alle gevallen waar staatssteun is gebruikt ook gebeurd. Er geldt echter niet op voorhand de eis van 8% van de



balans, die bij resolutie geldt. Daarmee zijn de regels ten aanzien van bail-in minder streng bij staatssteun dan bij een resolutie.

**Het naast elkaar bestaan van het resolutie-regime en nationale faillissementsregimes zorgt voor arbitrage tussen regimes bij met name niet-significante banken.** Per bankcasus worden afwegingen gemaakt op basis van het instrumentarium dat kan worden ingezet, kosten en financiering, de effecten van bail-in en de consequenties voor het juridische principe dat crediteuren in een resolutie niet slechter af mogen zijn dan in een faillissement (“no creditor worse off”). Omdat nationale faillissementsregimes verschillen, verschilt die afweging van land tot land. Een gevolg van deze arbitrage is dat vaker gekozen wordt voor oplossing in het faillissementsregime, waardoor er beperktere lastendeling plaatsvindt en er vaker wordt gekozen voor een oplossing met publieke gelden.

**Een oplossing hiervoor is het meer gelijk trekken van procedures voor falende niet-significante banken.** De nationale ruimte voor het bepalen van het publiek belang van een niet-significante bank – en daarmee de afwikkelstrategie - kan verder worden ingeperkt. Daarnaast kan in Europees verband worden afgesproken om middelen uit het depositogarantiestelsel (DGS) te kunnen gebruiken om delen van de bank te laten voortbestaan om de hinder van het bankfalen op de lokale economie te beperken, in plaats van het geven van staatssteun. Hiermee komt de rekening alsnog te liggen bij de banksector, in plaats van bij belastingbetalers. Hierbij is wel van belang dat de inzet van het DGS beperkt blijft tot het doel waarvoor het is opgericht: het beschermen van gedekte deposanten. Voorkomen moeten worden dat het DGS gebruikt wordt om risicodragende investeerders te beschermen. Door het raamwerk verder in te kaderen kunnen de mogelijkheden voor het staatssteunkader verder worden ingeperkt.

#### **Box 8: ‘Bail-inbaar’ vreemd vermogen (Minimum Requirement for own funds and Eligible Liabilities, MREL)**

Om depositohouders in resolutie te ontzien bouwen banken sinds de crisis speciaal ‘bail-inbaar’ vreemd vermogen op (MREL). Dit zijn schulden die eenvoudig omgezet kunnen worden in kapitaal. Bij het ontbreken van MREL, kan het toepassen van 8% bail-in leiden tot het afschrijven van claims van depositohouders. Dat is voor veel lidstaten, om zowel politieke als economische redenen, geen aantrekkelijk alternatief.

Tegelijkertijd is het voor niet-significante banken verhoudingsgewijs duurder om MREL op te bouwen. Dit speelt bijvoorbeeld bij banken die alleen spaargeld aantrekken, en dat uitlenen aan lokale ondernemers en consumenten. MREL wordt gekenmerkt door meer geavanceerde schuldinstrumenten, waarvoor niet-significante banken beperkt de infrastructuur hebben en de volumes beperkt zijn. Dergelijke banken waarschuwen dat de verplichting tot het opbouwen van bail-inbare buffers de diversiteit van het bankenlandschap negatief kan beïnvloeden (zie box 6).

**Een verdergaande stap kan het harmoniseren van faillissementswetgeving zijn specifiek voor banken die niet van publiek belang zijn.** Dat is echter niet eenvoudig. Faillissementsrecht is nauw verweven met bijvoorbeeld bedrijfsrecht en arbeidsrecht. Op dit moment verschilt zelfs per lidstaat de definitie van wanneer er sprake is van een faillissement. Een eerste stap kan zijn om triggers voor het bepalen van insolventie en de hiërarchie van crediteuren te harmoniseren, het uitgangspunt van “laagste kosten” als criterium vast te leggen (zie box 7) en de rangorde van depositohouders gelijk te trekken. Het ontbreken van dergelijke harmonisatie kan een barrière zijn voor een EDIS. Lidstaten zijn terughoudend om hun banken te laten bijdragen aan een EDIS als de kosten van depositogarantie per land significant (kunnen) verschillen als gevolg van verschillen in nationale wetgeving.

### *Maatregelen voor een systeemcrisis*

**Het huidige resolutieraamwerk is ingericht voor een crisis waarbij de problemen beperkt zijn tot een aantal banken in een aantal landen.** In een EU-wijde systeemcrisis, is het de vraag hoe het raamwerk zich zal houden. Het eerder benoemde staatssteunraamwerk van de Europese Commissie biedt namelijk een uitzonderingsclausule voor een systeemcrisis: als de financiële stabiliteit in het geding is, kunnen lidstaten hun banken onder voorwaarden (alsnog) preventief kapitaliseren. Vanuit het perspectief van vervlechting van banken en overheden is dat onwenselijk. Hierbij kan de doom-loop uit de financiële crisis de kop weer opsteken: landen met een zwakkere financieringspositie kunnen zelf weer in de problemen komen.

**In deze paragraaf bekijken we drie maatregelen die op Europees niveau een alternatief kunnen bieden.** De eerste maatregel is een uitbreiding van het bestaande resolutieraamwerk (maatregel #6). Hierin vormt het bestaande raamwerk het uitgangspunt, waarbij significante banken door de resolutieautoriteit ordentelijk afgewikkeld worden, indien nodig met steun uit het SRF. Hoewel de maatschappelijk relevante delen van de bank blijven bestaan, vindt er wel een exit plaats van de bank zoals we die kennen.

**In twee alternatieve maatregelen ontvangen banken vanuit een Europees kader steun, maar worden de uitgangspunten van het resolutieraamwerk verlaten.** In beide gevallen vindt er geen exit van de bank zoals we die kennen plaats. Bij een Europese publieke bad bank (maatregel #7) ontvangen alleen banken die er slecht voor staan steun, doordat slechte leningen door een Europees vehikel worden opgekocht. Europese lidstaten staan gezamenlijk garant voor risico's en verliezen. In het laatste alternatief (maatregel #8: massale preventieve herkapitalisatie) ontvangen alle banken steun, ongeacht hun daadwerkelijke financiële positie, vanuit een gezamenlijk Europees kader.

#### *Maatregel #6: Resolutie in een systeemcrisis*

*Om het alternatief van staatssteun in een systeemcrisis de pas af te snijden, kan het resolutieraamwerk worden uitgebreid. In deze maatregel wordt de slagkracht vergoot (uitbreiding van het SRF en/of de publieke achtervang), wordt besluitvorming op afstand gezet van de politiek en krijgt de resolutieautoriteit meer discretionaire bevoegdheden om de financiële stabiliteit te waarborgen.*

**In het resolutieraamwerk kan een soort “financiële stabiliteitsuitzondering voor een systeemcrisis” voor het gebruik van het SRF worden ingevoerd.** In een systeemcrisis kan druk ontstaan op het verplichte toepassen van de 8% bail-in voordat aanvullende steun verleend kan worden vanuit het resolutiefonds SRF, mede gegeven het alternatief van het preventief herkapitaliseren met staatssteun waarbij de 8% bail-in eis niet geldt. Bail-in is economisch wenselijk: het legt risico's bij eigenaren en schuldeisers neer, waarmee moreel gevaar wordt tegengegaan. Tijdens een systeemcrisis kan bail-in op zichzelf echter ook besmetting veroorzaken en daarmee de crisis vergroten. Relevante vragen bij bail-in zijn: op wat voor type passiva moet worden afgeschreven, welke financiële instellingen hebben deze vorderingen in handen, wat betekent bail-in voor hun solvabiliteit en welke functie hebben zij in het Europese financiële systeem? Dit vergt een afweging tussen het zoveel mogelijk verhalen op aandeelhouders en crediteuren van de desbetreffende bank, en het beperken van de economische schade van een systeemcrisis. Op dit moment laat het raamwerk beperkt ruimte voor die afweging: de bail-in eis van 8% is een harde voorwaarde voor steun uit het SRF. Dit kan voor lidstaten aanleiding zijn om staatssteun te willen verlenen, met de risico's op het herleven van de doom-loop tussen banken en overheden. Lidstaten kunnen vanuit het perspectief van een “gelijk speelveld” zich gedwongen voelen mee te gaan in het verlenen van staatssteun aan “hun” bank. Met een soort “financiële stabiliteitsuitzondering”<sup>108</sup> voor een systeemcrisis kan aan de resolutieautoriteit en de toezichthouder discretionaire ruimte worden gegeven om de mate van bail-in casus-voor-

<sup>108</sup> Het IMF heeft eerder iets dergelijks voorgesteld, zie: IMF (2018)

casus op een economisch verstandige manier te bepalen, om zo het Europese resolutieraamwerk leidend te laten zijn in het oplossen een systeemcrisis.

**Daarbij kan de vuurkracht van het resolutieraamwerk verder worden vergroot.** De SRB beschikt momenteel over een door banken gevuld fonds oplopend tot ruim EUR 70 miljard in 2024 om significante banken met een publiek belang te “redden”. Daarnaast zal het per 2022 de beschikking krijgen over een kredietlijn van het ESM oplopend tot EUR 68 miljard (gemeenschappelijke achtervang). Voorts beschikt de SRB over mogelijkheden om zelfstandig financiering aan te trekken, die het kan terugbetalen met heffingen in de bankensector. Al met al beschikt de SRB dus over diepe zakken. Het is desalniettemin de vraag of deze middelen voldoende zullen zijn in een systeemcrisis, waarbij meerdere *significante*-banken parallel kapitaal- en of liquiditeitssteun dienen te krijgen, zeker bij de hierboven beschreven “financiële stabiliteitsuitzondering” voor een systeemcrisis.<sup>109</sup> Bij een aantal resolutiecasussen in korte tijd kan de grens van financiële mogelijkheden in zicht komen. Door het SRF te vergroten en/of de publieke achtervang<sup>110</sup> uit te breiden, kan er in geen geval twijfel ontstaan over de capaciteit van het resolutieraamwerk, waar op zichzelf een stress-verlagende werking van uit kan gaan.

**Tot slot kan gekeken worden naar de institutionele inbedding van de resolutieautoriteit.** De resolutie van een bank is een impopulaire en technisch ingewikkelde beslissing die onder grote tijdsdruk genomen moet worden. Hoewel er een Europese resolutieautoriteit is, zijn bij het besluitvormingsproces rond de resolutie van een significante bank veel actoren betrokken: de Europese Commissie, de SRB, de Raad, de ECB en in sommige gevallen het ESM. Daarnaast staat de SRB zelf als agentschap van de Europese Commissie op afstand van de ECB, die over veel informatie ten aanzien van de gezondheid van de financiële sector beschikt. De vraag is of het bestaande proces zorgt voor voldoende doorzettingskracht als onder grote druk besluiten genomen moeten worden, en of dat dan zal leiden tot de optimale uitkomst. Dit geldt zeker wanneer de resolutieautoriteit, zoals in de vorige alinea besproken, meer discretionaire bevoegdheid zou krijgen bij resolutie. Een handelingsperspectief is om de Europese resolutieautoriteit onafhankelijker van politieke belangen te positioneren, en meer autonomie te verlenen in de besluitvorming, naar voorbeeld van de positie van de ECB. Dit kan tevens bijdragen aan de informatiedeling tussen de toezichthouder en de resolutieautoriteiten.

**Deze maatregelen dienen logischerwijs gepaard te gaan met het inperken van mogelijkheden tot het verlenen van nationale staatssteun.** Dit zal er wel toe leiden dat banken die voor het uitbreken van de crisis mogelijk nog gezond waren, ophouden te bestaan in de vorm zoals die er voor de crisis was. Een risico van dit voorstel is dat de scheidslijn tussen een “idiosyncratische-” en een “systeemcrisis” komt te vervagen, en dat er in alle situaties druk zal ontstaan om bail-in te beperken. Tot slot kan in een systeemcrisis de operationele capaciteit van de resolutieautoriteit onder druk komen te staan, als meerdere banken in korte tijd parallel in resolutie moeten worden gebracht.

#### **Maatregel #7: Europese bad bank**

*Een Europese bad bank helpt probleebanken in een systeemcrisis om probleemleningen van de balans te krijgen. Een Europese bad bank ondermijnt het uitgangspunt dat de private sector opdraait voor risico's en verliezen van de bankensector.*

**In een grote economische crisis zullen veel banken te maken krijgen met niet-presterende leningen.** Een hoog aantal *non-performing loans* (NPL's) drukt op de winstgevendheid van banken. Om NPL's van de bankbalans af te krijgen, kan een bank de NPL's verkopen aan partijen die zich specialiseren in dergelijke leningen, zoals banken of investeerders (zie box

<sup>109</sup> ECB (2020)

<sup>110</sup> Dit gaat om leningen, die middels heffingen door de bankensector weer worden terugbetaald.

9). Dit wordt ook wel een “bad bank” genoemd. Deze kunnen zowel privaat als publiek worden opgezet. Het opschonen van bankbalansen kan bijdragen aan het algehele vertrouwen in de bankensector. De afname van onzekerheid over de werkelijke financiële positie van de bank kan het makkelijker maken nieuwe financiering aan te trekken.

#### **Box 9: bestaande toepassingen van bad banks**

Tijdens de vorige financiële crisis hebben bad banks in sommige gevallen bijgedragen aan het oplossen van NPL-problematiek door ze problemleningen van banken over te laten nemen, deze uit te winnen, of na een tijd te verkopen. Bijvoorbeeld in Spanje (Sareb) en Ierland (Nama) werden na de financiële crisis publieke bad banks opgezet.

Het kader voor vanuit overheidswege opgezette bad banks is sinds de bankenunie veranderd sinds de crisis. Overheden kunnen nog steeds (helpen) bad banks op (te) zetten, maar de Europese Commissie stelt daar strenge eisen aan. Ook voor falende banken zijn er beperkte mogelijkheden in resolutie, maar ook daar geldt dat het resolutiefonds (SRF) pas kan bijdragen na een diepe bail-in van 8%.

Ook zonder overheidsbemoeienis kunnen bad banks actief zijn. Een private investeerder kan marktconform NPL's overnemen. Dit kan voor beide partijen rendabel zijn: de private investeerder kan zich specialiseren in het uitwinnen van “moeilijke kredieten” en de bank kan haar interne middelen weer inzetten voor “gewone kredietverlening”.

**Tijdens de financiële crisis is een bad bank door een aantal lidstaten toegepast om hun bankensector op te schonen.** Het toepassen van een bad bank is sinds de bankenunie nog steeds mogelijk, maar moet passen binnen alle kaders, zoals bail-in en staatssteun (zie box). Daarmee is het instrument in een systeemcrisis minder effectief om de bankensector overeind te houden.

**Om vanuit een Europees kader de financiële stabiliteit in een systeemcrisis te waarborgen, kan de roep ontstaan om een Europese bad bank op te richten die buiten het bestaande resolutieraamwerk om kan opereren.** Hierbij leggen lidstaten gezamenlijk in (of staan ze garant) voor deze Europese bad bank. Verliezen (of winsten) worden gezamenlijk gedragen. Deze Europese bad bank opereert buiten de bestaande regels voor staatssteun en bail-in, die voor de duur van de crisis tijdelijk buiten haken worden gezet. De bad bank neemt dan NPL's van probleembanken over tegen een geschatte (lees: hoger dan op dat moment marktconforme) waarde, vanuit de gedachte dat de crisis leidt tot fire sales en marktprijzen die onder de economische waarde liggen.

**Een dergelijk vehikel is geen lonkend perspectief.** Een dergelijke constructie kan gezien worden als het verlenen van staatssteun. Het precedent van het kapitaliseren van een bank zonder bail-in maakt het toepassen van dit laatste in de toekomst lastiger. Dit gaat ten koste van toekomstig gedrag; het ontnemt banken een prikkel om in de toekomst aan goed kredietrisicomanagement te doen. Het overeind houden van probleembanken is slecht voor de veerkracht van de economie.

#### **Handelingsperspectief #8: Europese verplichte herkapitalisatie**

*Een Europese verplichte herkapitalisatie van banken kan in geval van een zeer diepe financiële crisis het vertrouwen in het financiële systeem doen terugkeren. Dit is budgettair risicovol en er gaat een slechte precedentwerking vanuit.*

**Een ander voorstel is het opzetten van een Europees programma om banken in een systeemcrisis massaal preventief te herkapitaliseren.** Met het massaal (verplicht) herkapitaliseren van alle Europese banken kan het in een systeemcrisis aangetaste vertrou-

wen terugkeren. De herkapitalisatie kan worden gefinancierd of gegarandeerd vanuit een Europese pot, zoals het ESM of de ruimte onder het eigenmiddelenbesluit. Met een dergelijke vormgeving kan ze bijdragen aan het beperken van de verschillen in het oplopen van publieke schulden tussen lidstaten, wat gunstig uit kan pakken voor de stabiliteit van de eurozone. Een alternatief is dat ieder land zijn eigen banken herkapitaliseert volgens een Europees programma (eventueel met steun voor zwakke landen).

**Het gedwongen herkapitaliseren vindt bij dit voorstel zowel bij sterkere als zwakkere banken plaats.** Zo'n benadering voorkomt een stigma voor banken, waarbij het ontvangen van steun gezien kan worden als een teken van zwakte, wat een zichzelf versterkend negatief effect op de gezondheid van een bank kan hebben. Anders dan bij een bad bank, waarbij de zwakste banken de meeste steun krijgen, wordt het speelveld tussen banken minder verstoord.

#### Box 10: TARP

Het massaal verplicht herkapitaliseren is door het Amerikaanse ministerie van Financiën toegepast tijdens de vorige crisis. Tussen 2008 en 2009 hebben ruim 700 Amerikaanse banken voor meer dan 200 miljard dollar kapitaalsteun ontvangen van de Treasury vanuit het Troubled Asset Relief Program (TARP).<sup>111</sup>

Door extra kapitaal in het financiële systeem te injecteren is onder TARP de onzekerheid erover weggenomen. Na de terugkeer van het vertrouwen, is het Amerikaanse ministerie van Financiën weer uit deze rol gestapt en werd de rol van het verschaffen van kapitaal weer door private partijen opgepakt.

Het TARP-programma kan als “succesvol” bestempeld worden. De VS herkapitaliseerde het bankensysteem sneller en agressiever dan Europa. In beide blokken zijn banken sinds de crisis van nieuw kapitaal voorzien, maar in de V.S. werd 90% hiervan tussen 2008 en 2010 opgehaald, terwijl dat in Europa maar 50% was (en de rest dus pas na 2010 werd opgehaald). Dat heeft eraan bijgedragen dat de Amerikaanse bankensector snel weer terugkeerde naar de situatie van voor de crisis, terwijl de Europese bankensector op achterstand is geraakt en gebleven.

Onderaan de streep heeft dit programma in de V.S. een positief nettoresultaat opgeleverd.

**Deze maatregel is relatief eenvoudig uit te voeren.** In tegenstelling tot een gerichte aankoop van specifieke activa (zoals bij een bad bank), hoeft bij een dergelijke aanpak de overheid niet te bepalen welke activa overgenomen moeten worden en wat daarbij een redelijke prijs is. Daarnaast geldt dat het massaal verplicht herkapitaliseren operationeel veel eenvoudiger is dan het toepassen van resolutie in een systeemcrisis, omdat niet per bank de daadwerkelijke financiële waarde hoeft te worden bepaald.

**Het massaal verlenen van publieke steun aan de bankensector zal zeer impopulair zijn.** Vanuit het perspectief van de belastingbetaler is dit erg kostbaar en risicovol. Overigens hoeft een dergelijk programma op langere termijn niet per se verlieslatend te zijn (zie box 10). Door in te stappen op een moment dat de waarde van de bankensector zich op een dieptepunt bevindt, is er perspectief op waardevermeerdering bij terugkeer van het vertrouwen in het stelsel. Door dit over de breedte van de bankensector te doen, worden de risico's gespreid.

**Anders dan bij resolutie, worden bestaande aandeelhouders niet afgeschreven (hun aandeel verwatert wel).** Een ander verschil met resolutie is dat iedere bank in de bestaande structuur blijft voortbestaan. Op termijn heeft dat een negatief effect op de marktwerking, omdat inefficiënte banken en banken met slecht risicobeheer niet met een exit worden

<sup>111</sup> Bernanke et al (2019)

“gestraft”. Daardoor gaat van deze maatregel een slecht precedent uit. De wetenschap dat de overheid “toch wel” instapt als het fout gaat geeft een onwenselijke prikkel tot het nemen van meer risico. Dit is daarom een maatregel waartoe alleen in een systeemcrisis zelf besloten kan worden, als alle andere opties om het vertrouwen te doen terugkeren zijn uitgeput.

### 3.4

#### Handelingsperspectief ten aanzien van het monetair beleid

**De ECB heeft de taak om prijsstabiliteit in het eurogebied te borgen.** Onverminderd het doel van prijsstabiliteit moet de ECB het algemene economische beleid van de EU ondersteunen. Bij de uitvoering van het prijsstabiliteitsmandaat is de ECB onafhankelijk. Dat wil zeggen dat overheden en de Europese Commissie geen invloed mogen uitoefenen op het monetaire beleid van de ECB. Centrale bank onafhankelijkheid is belangrijk om ervoor te waken dat overheden de centrale bank onder druk zetten om te helpen bij de financiering van haar uitgaven, hetgeen tot hogere inflatie kan leiden (fiscal dominance). Het is niet uitgesloten dat de inflatiedruk op langere termijn zal oplopen. De ECB moet dan “de handen vrij hebben” om de rente te verhogen in de mate die ze nodig acht om prijsstabiliteit te borgen. De democratische legitimiteit van het ECB-beleid wordt geborgd door het gelimiteerde mandaat van de ECB voor prijsstabiliteit en de kaders die in het Verdrag zijn vastgelegd, zoals het verbod op monetaire financiering.

**Voor de invulling van de definitie van prijsstabiliteit en de instrumenten die daarvoor ingezet worden heeft de ECB veel vrijheid gekregen.** Bij de start van de euro heeft de ECB prijsstabiliteit gedefinieerd als een prijsstijging lager dan 2%. In 2003 is daar een *streven* aan toegevoegd: de ECB streeft naar een inflatie beneden, maar dichtbij de 2%. Ook de instrumenten die de ECB inzet, zoals de aankoopprogramma's, bepaalt de ECB zelf. Hierbij moet de ECB wel rekening houden met de begrenzings uit het Verdrag, zoals het verbod voor de ECB om staatsobligaties direct van eurozone overheden te kopen (artikel 123). De obligaties die de ECB koopt in het kader van de aankoopprogramma's worden daarom gekocht op de secundaire markt.<sup>112</sup>

**Omdat de inflatie in het eurogebied al lange tijd achterblijft bij het streven van de ECB, van dichtbij maar beneden de 2% op de middellange termijn, voert de ECB al jaren een zeer ruim monetair beleid.** Dit roept vragen op over de effectiviteit van het monetaire beleid, omdat het de ECB al acht jaren niet is gelukt om haar inflatiestreven te halen. De ramingen van de staf van de ECB laten bovendien zien dat dit ook de komende jaren mogelijk niet het geval zal zijn. Zoals in hoofdstuk 2 is beschreven zorgt dit beleid voor kwetsbaarheden in de economie, onder andere door de negatieve neveneffecten en risico's voor de financiële stabiliteit. Bovendien heeft de ECB door het langdurig ruime beleid minder beleidsruimte om bij een volgende schok bij te kunnen dragen aan de stabilisering van de economie.

**Gegeven de verwevenheid van economisch en monetair beleid hebben de ECB-maatregelen ook gevolgen voor andere economische beleidsterreinen en de reële economie.** Zeker op de korte termijn kan monetair beleid reële gevolgen hebben vanwege (nominale) fricties in de economie, zoals neerwaartse rigiditeit in de lonen of vertraging in de prijsdoorwerking van economische schokken. Door in te spelen op deze fricties kan monetair beleid bijdragen aan conjunctuurstabilisatie. Het Europese Hof van Justitie (HvJ) heeft daarom in één van zijn uitspraken over de legaliteit van het ECB-beleid (uitspraak Weiss, 2018) toegelicht dat indirecte effecten op het economisch beleid zijn toegestaan en

<sup>112</sup> Hiermee worden de financieringskosten voor de overheden gedrukt waardoor de effecten materieel feitelijk hetzelfde zijn als het op de primaire markt kopen van overheidsschuld – zie Van Spronsen en Beetsma (2021).

niet betekenen dat de ECB buiten haar mandaat treedt. Het HvJ redeneert dat het feit dat de ECB onverminderd prijsstabiliteit ook het economisch beleid in de Unie moet ondersteunen aantoont dat de auteurs van het Verdrag geen volstrekte scheiding tussen monetair en economisch beleid hebben willen maken.

**Aangezien het Verdrag de ECB ook oplegt het algemeen economisch beleid van de Unie te ondersteunen is het ook passend dat haar beleid de economie beïnvloedt.** De doelen die de ECB moet ondersteunen staan beschreven in artikel 3 van het Verdrag betreffende de Europese Unie (VEU). Hiertoe behoren onder andere “een evenwichtige economische groei”, “een sociale markteconomie met een groot concurrentievermogen die gericht is op volledige werkgelegenheid en sociale vooruitgang” en “een hoog niveau van bescherming en verbetering van de kwaliteit van het milieu” (art. 3.3 VEU).

**Over de concrete uitvoering van deze doelstelling bestaan onder economen en beleidsmakers verschillende interpretaties.** In het Nederlandse publieke debat wordt het mandaat vaak zeer nauw geïnterpreteerd en wordt er vooral gelet op de vraag of de ECB niet buiten haar mandaat treedt. De belangrijkste bijdrage van de ECB aan de doelen van de EU wordt dan vooral gezien als het borgen van prijsstabiliteit, aangezien stabiele prijzen een belangrijke voorwaarde zijn voor economische welvaart en groeipotentieel van de economie. Daarnaast kan de ECB de Europese economie ondersteunen door rekening te houden met macro-economische omstandigheden bij het nastreven van prijsstabiliteit, bijvoorbeeld door na een diepe schok meer tijd te nemen om inflatie terug te brengen.

**Tegelijkertijd is het belangrijk dat ook de taak van de ECB om het algemene beleid van de Unie te ondersteunen niet uit het oog wordt verloren.** Door gunstige financieringscondities te realiseren in economisch slechtere tijden kan de ECB de economie tijdens een recessie op gang houden. En zolang het niet ten koste gaat van prijsstabiliteit kan de ECB beleid inzetten om werkgelegenheid te stimuleren of om de klimaatdoelstellingen van de EU te ondersteunen. Om het draagvlak voor deze rol van de ECB te versterken kunnen overheden duidelijk communiceren over het belang van deze doelstelling. Door duidelijk te maken dat de ECB juist ook een bijdrage kan leveren aan de brede economische doelen van de EU, kunnen overheden de deur voor de ECB verder openen om te helpen de gemeenschappelijke doelen te behalen. Door de langere centrale bankbalansen wordt de rol van de ECB in de reële economie groter. Dit onderstreept het belang van het niet uit het oog verliezen van de plicht van de ECB om het algemene beleid van de Unie te ondersteunen.

**In de uitvoering van haar beleid moet de ECB – net als alle EU-instellingen – zich houden aan het proportionaliteitsbeginsel.** Dit houdt in dat de maatregelen die de ECB neemt geschikt moeten zijn om het beoogde doel te behalen, noodzakelijk zijn om het doel te bereiken en dat het beoogde doel niet buiten verhouding staat met de ernst van de mogelijke gevolgen van de maatregel (art. 5 VEU).

**Het Europese Hof van Justitie (HvJ) en het Duitse Constitutioneel Hof (Bundesverfassungsgericht, “BVG”) hebben de afgelopen jaren geoordeeld over de proportionaliteit van het aankoopprogramma voor staatsobligaties (PSPP).** Het HvJ heeft geoordeeld dat het PSPP proportioneel was, omdat het geschikt was om de doelen ervan te verwezenlijken en niet verder ging dan noodzakelijk gelet op de vormgeving ervan. Het BVG heeft in 2020 kritiek geuit op het oordeel van de HvJ. Het BVG stelde dat de maatregelen significante gevolgen hebben voor vrijwel alle aspecten van de economie van de eurozone en dat de ECB niet voldoende kon aantonen dat de economische gevolgen van het beleid voldoende zijn meegewogen in de besluitvorming.<sup>113</sup> Als gevolg van deze

<sup>113</sup> De Europese Commissie heeft in juni 2021 een inbreukprocedure gestart tegen het Duitse Constitutionele Hof over deze uitspraak, omdat zij stelt dat het BVG de uitspraak van het HvJ niet aan de kant had mogen schuiven.

uitspraak heeft de ECB een aanvullende onderbouwing verschaft voor het PSPP, waardoor het aankoopprogramma niet afgebroken hoefde te worden.<sup>114</sup>

**Doordat het monetair beleid zo'n sterke invloed heeft op de Europese economie, rijst soms de vraag of de ECB niet buiten haar mandaat treedt.** Met name de aankoopprogramma's van staatsobligaties hebben negatieve neveneffecten en risico's, zoals beschreven in hoofdstuk 2.1.2. De afgelopen tijd is er daarom steeds meer aandacht gekomen voor de rol van de ECB, onder andere in de Tweede Kamer.<sup>115</sup> Politici maken zich zorgen over de steeds grotere negatieve gevolgen van de maatregelen, terwijl de inflatie al lange tijd onder het streven van de ECB blijft steken. In dit kader wordt de vraag soms opgeworpen of het proportioneel is om de verregaande maatregelen te nemen om de inflatie een half procentpunt te verhogen, aangezien deze afwijking van het inflatiestreven economisch geen significante betekenis heeft. Tegelijkertijd kan het niet behalen van het inflatiestreven de geloofwaardigheid van de ECB schaden en komt de verankering van de inflatieverwachtingen in het geding. Dit kan de effectiviteit van het monetair beleid verder belemmeren.

**Door de onafhankelijkheid van de ECB is het handelingsperspectief voor de Nederlandse overheid met betrekking tot het monetair beleid beperkt.** Om de onafhankelijkheid te bewaken verbiedt het Verdrag overheden en overheidsfunctionarissen om het monetaire beleid proberen te beïnvloeden (art. 130 VWEU). Gegeven deze beperkingen ziet de Commissie twee types maatregelen die de kwetsbaarheden door het monetaire beleid kunnen beperken.

Beleidssterrein	Maatregelen
Verduidelijken ECB-mandaat	#1 Definitie prijsstabiliteit in Verdrag opnemen
Ontlasten monetair beleid	#2 Grotere rol budgettair beleid #3 Schulden verlagen om ECB te bevrijden van debt trap ("schulden valkuil")

### 3.4.1

#### Verduidelijken ECB-mandaat

##### Maatregel #1 Definitie prijsstabiliteit in Verdrag opnemen

*Om te voorkomen dat de ECB tijdelijk hogere inflatie toestaat, kunnen overheden de definitie van prijsstabiliteit in het Verdrag opnemen.*

**Door de ruimte die het Verdrag de ECB laat, is het soms niet vooraf duidelijk hoe ver de ECB kan gaan zonder buiten haar mandaat te treden.** Aangezien de ECB geacht wordt het algemene economische beleid van de EU te ondersteunen gaan er daarom bijvoorbeeld stemmen op de ECB een rol te geven in het verduurzamen van de Europese economie, bijvoorbeeld vanuit het Europees Parlement. Tegelijkertijd blijkt uit de verschillende rechtszaken<sup>116</sup> die de afgelopen jaren over het ECB beleid zijn aangespannen dat de interpretatie van het mandaat niet eenduidig is. Daarom moet de ECB steeds rekening blijven houden met de mogelijkheid dat zij wordt teruggeroepen door de rechter, wat haar daadkracht kan verminderen. Tegelijkertijd kunnen de discussies over de rol van de ECB in het ondersteunen van het algemene EU beleid voor twijfels over de democratische legitimiteit van de ECB zorgen.

**Het spanningsveld tussen onafhankelijkheid en democratische legitimiteit is momenteel zeer actueel, omdat de ECB werkt aan een evaluatie van haar monetaire strategie.** Hierbij wordt onder andere gekeken naar de doelstelling en de instrumenten. De uitkomst

<sup>114</sup> Zie voor uitgebreide analyse hiervan het rapport van de Studiegroep ECB (2021)

<sup>115</sup> Idem

<sup>116</sup> Zie voor een uitgebreide uiteenzetting van de rechtszaken Gauweiler (2015) en Weiss (2018) het rapport van de Studiegroep ECB (2021).



van deze evaluatie wordt in september verwacht. Gegeven de vrijheid die de ECB heeft om prijsstabiliteit te definiëren, zou zij ervoor kunnen kiezen om meer ruimte in te bouwen om tijdelijk hogere inflatie toe te staan. Op die manier zou de ECB het risico kunnen verminderen dat zij in een spagaat komt tussen prijs- en financiële stabiliteit, als de inflatie aantrekt. De Amerikaanse Centrale Bank (Federal Reserve) heeft vorig jaar de eigen strategie aangepast naar het nastreven van een *gemiddelde* inflatie van 2%. Als de ECB ook een dergelijke strategie zou omarmen, dan zou zij haar monetaire beleid niet hoeven te verkrappen als de inflatie voor een bepaalde tijd beperkt boven de 2% uit zou komen. Sinds 2013 is de inflatie in het eurogebied immers ruim onder de 2% gebleven, wat met een dergelijke strategie voor een bepaalde tijd ruimte zou bieden voor hogere inflatie. Een hogere inflatie in combinatie met de huidige lage rente pakt positief uit voor schuldenaren en heeft juist negatieve gevolgen voor spaarders. Zeker in Nederland speelt dat laatste sterk, omdat het grote pensioenvermogen in waarde zou verminderen.

**Aangezien het mandaat van de ECB vastgelegd is in het Verdrag, kunnen overheden ervoor kiezen om duidelijker te zijn over de doelstelling van de ECB.** Om te voorkomen dat de ECB meer ruimte inbouwt in haar monetaire strategie en zeer langdurig een ruim monetair beleid voert zou in het Verdrag bijvoorbeeld een definitie van prijsstabiliteit opgenomen kunnen worden. De ECB zou dan prijsstabiliteit volgens deze definitie na moeten streven en zou niet de vrijheid hebben om daarvan af te wijken. Omdat het Verdrag door gekozen politieke leiders wordt gesloten zou een meer afgebakend kader voor het monetair beleid de democratische legitimiteit van de ECB kunnen versterken.

**Het expliciet verduidelijken van het mandaat wordt door sommigen gezien als het inperken van de mogelijkheden van de ECB.** Het inperken van het mandaat van de ECB brengt zowel politieke als economische risico's met zich mee. Terwijl in Nederland zorgen bestaan over de neveneffecten van het ruime monetaire beleid, concentreren de zorgen in veel andere Europese landen zich meer op de langdurig te lage inflatie. Door de Verdragsteksten over de rol van de ECB en de definitie van prijsstabiliteit open te breken ontstaat ook ruimte voor andere lidstaten om hun wensen op dit gebied te realiseren. Gegeven het krachtenveld in Europa is het daarbij onwaarschijnlijk dat er consensus over een beperkter mandaat wordt bereikt.

**Bovendien kan het inperken van het mandaat de veerkracht van de economie verkleinen.** In de afgelopen crises heeft de ECB een grote bijdrage geleverd aan het stabiliseren van de financiële markten en het borgen van de financiële stabiliteit. Het feit dat de ECB onafhankelijk is in het bepalen van haar strategie heeft hiervoor de ruimte geboden. Tegelijkertijd wordt de handelingsvrijheid van de ECB wel ingeperkt door het verbod op monetaire financiering. Bovendien kan de ECB, in tegenstelling tot bijvoorbeeld de Federal Reserve en de Bank of England, niet rekenen op coördinatie met het budgettaire beleid, aangezien deze op een ander bestuurlijk niveau is belegd. Het verder inperken van de bevoegdheden van de ECB brengt daarom het risico mee dat het monetair beleid een kleinere rol op zich zal kunnen nemen bij het stabiliseren van de economie na economische schokken.

**De vrijheid die de ECB heeft om zelf haar instrumenten te kiezen staat voor de Commissie hierbij niet ter discussie.** Het op de secundaire markt opkopen van staatsobligaties van eurozonelanden wordt – ondanks dat het volgens het Verdrag kan - in sommige landen als een van de meer controversiële maatregelen van de ECB gezien. Hoewel in theorie in het Verdrag een beperking of volledig verbod aan de ECB op het aankopen van staatsobligaties van eurolanden zou kunnen worden vastgelegd, zou het hierdoor voor de ECB nog moeilijker worden om te leveren op haar mandaat van prijsstabiliteit.

**Ontlasten monetair beleid**

**Naast oplossingen in het monetair beleid zelf, kunnen overheden met hun eigen beleid bijdragen aan het verminderen van de kwetsbaarheden en risico's die het beleid van de ECB momenteel met zich meebrengt.**

**Maatregel #2 Grotere rol voor budgettair beleid**

*Door actiever te sturen op stabilisatie van de economie door middel van budgettair beleid, kunnen overheden de ECB ontlasten en op die manier de negatieve neveneffecten van het monetair beleid verminderen.*

**De ECB heeft bij de stabilisatie in de afgelopen crises een grote rol gespeeld.** Zeker na de Europese schuldencrisis was de monetaire verruiming een belangrijke factor in de beleidsmix. Door de institutionele inrichting van de EU, waarbij begrotingsbeleid door nationale overheden wordt bepaald terwijl monetair beleid gecentraliseerd is, is er in de EU minder coördinatie in de beleidsmix dan bijvoorbeeld in de Verenigde Staten. De ECB heeft op verschillende momenten gecommuniceerd dat door het gebrek aan een gezamenlijke budgettaire reactie een grotere last op het monetair beleid is gelegd dan optimaal zou zijn.

**Met de oprichting van het gezamenlijke herstellfonds als reactie op de COVID-19 crisis is ook in de EU een gezamenlijke budgettaire beleidsrespons op een grote economische schok gekomen.** Door ook in de toekomst meer samen te werken in de stabilisatie of herstel van schokken, waarvoor verschillende opties staan beschreven in hoofdstuk 3.1.2, zou het monetaire beleid ontlast kunnen worden, waardoor een minder ruim monetair beleid nodig zou kunnen zijn. De kosten en risico's van mogelijke gezamenlijke budgettaire instrumenten moeten daarbij worden afgewogen tegen de negatieve neveneffecten van het aanhoudend ruime monetaire beleid. Dit neemt niet weg dat de onafhankelijkheid van de ECB een belangrijke voorwaarde is voor een stabiele economie. Daarom is wel van belang om expliciete coördinatie door middel van afspraken tussen budgettaire en monetaire autoriteiten te voorkomen.

**Maatregel #3 Schulden verlagen om ECB te bevrijden van de debt trap**

*Het afbouwen van overheidsschulden (zoals omschreven in paragraaf 3.2) kan helpen voorkomen dat de ECB in een spagaat komt tussen prijsstabiliteit en financiële stabiliteit.*

**Door het aanhoudend ruime monetaire beleid, en met name de grote hoeveelheid staatsobligaties die de ECB op de balans heeft staan, kan de ECB bij aantrekkende inflatie in een spagaat tussen prijsstabiliteit en financiële stabiliteit terecht komen.** De ECB kan zich niet uit deze situatie bevrijden en is hierbij afhankelijk van overheden zelf. Alleen door publieke schulden af te bouwen kunnen overheden ervoor zorgen dat de ECB de mogelijkheid heeft om de rente te verhogen zonder dat financiële stabiliteit in het geding komt. Afbouw van publieke schulden kan daarmee de onafhankelijkheid van de ECB versterken.

## 4.

# Integratievoorkeuren

### 4.1

#### Inleiding

**De Commissie is gevraagd advies uit te brengen over hoe de stabiliteit en veerkracht van de Europese economie verbeterd kunnen worden.** Hierbij is de commissie gevraagd om verschillende opties voor te stellen voor de uitvoering van beleid met verschillende impact op de Europese integratie. In Hoofdstuk 2 zijn kwetsbaarheden in de Europese economie benoemd. Het verminderen van deze kwetsbaarheden draagt bij aan het vergroten van de stabiliteit en veerkracht van de Europese economie. In Hoofdstuk 3 is daarom t.a.v. een viertal beleidsterreinen een breed scala met *potentiële maatregelen* die kunnen bijdragen aan het verminderen van deze kwetsbaarheden besproken, waarbij sprake is van meer of minder integratie. Zoals eerder in hoofdstuk 1 beschreven, zien we integratie als het proces van het verplaatsen van autoriteit van nationaal naar Europees niveau op basis van verdragen en onderliggende regelgeving die door de lidstaten worden aangenomen.<sup>117</sup>

**In dit hoofdstuk staat de weging van de verschillende maatregelen uit hoofdstuk drie centraal.** Er zijn geen magische oplossingen voor het vergroten van stabiliteit en veerkracht. Een belangrijke les uit hoofdstuk drie is dat de meeste maatregelen gepaard gaan met nadelen, kosten en risico's. Of een maatregel eventueel toch de moeite waard is, vergt ook een politieke weging van onzekere en lastig te kwantificeren baten en kosten.

**Er komt de komende jaren veel op ons af.** Veel Europese beleidsvoorstellen komen tot stand via enerzijds de wensen en ideeën van andere lidstaten en anderzijds de noodzaak onverwachte ontwikkelingen en schokken op te vangen. Nederland zit dan al snel in een reactieve modus. Zoals reeds aangegeven in Hoofdstuk 3, verwacht de Commissie als gevolg van de ervaring tijdens de COVID-19 pandemie hernieuwde pleidooien voor stabilisatiemechanismen, een permanente of tijdelijke opvolger voor het EU-herstelfonds, het aangaan van collectieve schulden alsook voorstellen om de begrotingsregels aan te passen. Ook zal er worden gesproken over nieuwe eigen middelen voor de EU, zoals afgesproken als onderdeel van het akkoord over de meerjarenbegroting 2021-2027. Bij de bankenunie staan er wetgevende onderhandelingen op de rol over het crisisraamwerk en de kapitaaleisen voor banken. Daarnaast lopen er onderhandelingen over het vervolmaken van de bankenunie, zoals over de invoering van een Europees Depositogarantiestelsel. Nederland zal op dergelijke thema's dus positie moeten innemen.

**Weging en positionering is eenvoudiger op basis van een overkoepelende strategie.** Het lijkt aantrekkelijk om maatregelen in isolement te beoordelen en dan een oordeel te vellen of ze voor Nederland acceptabel zijn en onder welke voorwaarden. De langere termijn gevolgen van de verschillende maatregelen en de samenhang ertussen zijn echter moeilijker te overzien. Bij veel maatregelen bestaat een zekere padafhankelijkheid, omdat deze moeilijk terug te draaien zijn. Het beschikken over een overkoepelende strategie, die gebruikt kan worden bij het bepalen van de Nederlandse inzet bij individuele voorstellen, zal niet alleen helderheid verschaffen bij de positionering van Nederland maar kan ook de invloed van Nederland in de Europese besluitvorming vergroten.

<sup>117</sup> Het hoeft daarbij niet perse om verplaatsing naar de Europese Unie te zijn. Ook het sluiten van verdragen zoals bijvoorbeeld het ESM verdrag, wat buiten het EU-recht valt maar een belangrijke rol speelt in de Europese economische architectuur, zien we als een vorm van integratie.

**De kern van dit hoofdstuk bestaat daarom uit de formulering van vier consistente beleidspakketten, zogenaamde integratievoorkeuren.** De beleidspakketten verschillen in de manieren waarop ze bijdragen aan veerkracht en stabiliteit van de Europese economie. Integratievoorkeuren worden daarbij benaderd vanuit het perspectief van *markt* versus *beleidscoördinatie* als sturend mechanisme om economische problemen aan te pakken. Daarnaast wordt er een onderscheid gemaakt tussen uniforme of pluriforme integratie. We gebruiken daarbij bewust het woord “voorkeur” omdat de mate van integratie niet enkel iets is wat ons “overkomt” en wat door externe factoren wordt gedreven. Het is ook een proces waar Nederland bewuste keuzes in kan en moet maken. Het is aan politici om een voorkeur uit te spreken, de voor- en nadelen en risico’s te wegen en daar beleid aan te verbinden.

**Niet alle maatregelen uit hoofdstuk 3 komen terug in dit hoofdstuk.** Er zijn maatregelen in het publieke debat waar de Commissie in geen geval voorstander van is: zogenaemde “regrets”. In hoofdstuk 3 hebben we aangegeven dat een green golden rule, de overstap van begrotingsregels naar begrotingsnormen, het (op korte termijn) afschaffen van begrotingsregels, financiële repressie en het wegeroderen van publieke schulden van landen via verrassingsinflatie, bijvoorbeeld door eeuwig doorrollen van overheidsobligaties op de ECB-balans, onverstandig zijn.

**Ook zijn er zogenaemde “no-regrets”.** Maatregelen die hoe dan ook verstandig zijn. Ze passen bij elke integratievoorkeur. In hoofdstuk 3 is aangegeven dat alle lidstaten vanuit economisch perspectief profiteren van het verminderen van barrières op de interne markt. Datzelfde geldt voor verdere verdieping van de kapitaalmarktunie. Dit is belangrijk voor het functioneren van de financiële sector, voor het verbreden van de financieringsmogelijkheden voor bedrijven en burgers en voor het schokbestendiger maken van de Europese economie. Groei kan daarnaast duurzamer worden gemaakt via het beprijzen van CO<sub>2</sub>-uitstoot. De EU-begroting kan zich nog meer dan nu richten op publieke goederen die EU-brede welvaartseffecten opleveren.

**De Nederlandse inzet begint met een integratievoorkeur, maar de uitkomst hangt ook af van de ambities en wensen van andere landen.** Juist ten aanzien van de no-regrets is Nederland door Brexit een belangrijke economische geestverwant kwijtgeraakt. Het VK hechte net als Nederland aan zaken als versterking van de interne markt (verdieping van de dienstenmarkt, verbeteren arbeidsmobiliteit), verdieping van de kapitaalmarktunie, en het moderniseren van de EU-begroting door meer nadruk op collectieve doelen te leggen. Het zwaartepunt van de economische besluitvorming in de EU is met Brexit dus in zekere zin naar het Zuiden opgeschoven.

**De politieke en economische invloed van Duitsland in Europa is groot en is post-Brexit nog belangrijker geworden.** De Duitse politiek is zeer pro-Europees en men voelt de verantwoordelijkheid bij te dragen aan versterking van zowel de interne als de externe positie van Europa. Vaak acteert Duitsland in tandem met Frankrijk. Tegelijkertijd kijkt Duitsland in deze constellatie relatief vaak naar Nederland voor assistentie als de oplossingen via de Duits-Franse as iets te veel afwijken van de eigen uitgangspunten, met name op de financieel-economische dossiers.

**Een EU zonder het Verenigd Koninkrijk en waarin Duitsland meer dan voorheen bereid is stappen richting verdere integratie te zetten, zorgt dat de Nederlandse positie meer in de schijnwerpers komt te staan.** Nederland had als vijfde economie in de eurozone de afgelopen jaren een zichtbare rol in coalities met gelijkgestemde landen binnen de Hanzeliga of de “Frugal4”. Dat Nederland hierin effectief kan zijn, blijkt uit de duidelijke Nederlandse vingerafdrukken op het herstelfonds, zoals het beperken van de omvang van het fonds en de sterke nadruk op hervormingen. Tegelijkertijd moet de invloed van samenwerking met kleine lidstaten niet overschat worden. Het is niet zeker dat de andere

kleinere lidstaten bereid zijn zelf het voortouw te nemen. Juist als middelgrote lidstaat kan Nederland een belangrijke brugfunctie vervullen tussen grotere lidstaten als Frankrijk, Duitsland, Spanje en Italië enerzijds, en de meer Noordelijke lidstaten anderzijds.

**De relatief grote baten die Nederland ontleent aan de interne markt zouden een belangrijke pijler van een overkoepelende strategie moeten zijn.** Nederland heeft als middelgrote, op internationale handel gerichte en centraal gelegen economie een relatief groot belang bij verdere versterking van de interne markt.<sup>118</sup> Het wegnemen van resterende (regelgevende maar in belangrijke mate ook niet-regelgevende) belemmeringen bij het functioneren van de interne markt, is echter complex en vergt een lange adem. Om allerlei praktische, administratieve of binnenlands-politieke redenen, zijn landen die in mindere mate dan Nederland van de interne markt profiteren ook minder bereid extra maatregelen te nemen, ondanks dat zij als land als geheel uiteindelijk wel van de extra welvaartseffecten van dergelijke maatregelen profiteren.

**De relatief hoge baten die Nederland ontleent aan verdere versterking van de interne markt en verdieping van de kapitaalmarktunie, kunnen eventuele kosten van andere maatregelen rechtvaardigen.** Een nieuwe regering zou kunnen beginnen met de meest kansrijke verbeterpunten voor het versterken van de interne markt scherp in kaart te brengen en deze, waar opportuun, nadrukkelijker onderdeel te maken van de onderhandelingsinzet op andere terreinen.

## 4.2

### Vier integratievoorkeuren

**De Commissie bekijkt integratie vanuit verschillende perspectieven.** Allereerst verschillen integratievoorkeuren in het leidende mechanisme dat veerkracht en stabiliteit in de Europese economie bewerkstelligt: ofwel via marktprikkels ofwel via Europese beleidscoördinatie. Onder Europese beleidscoördinatie verstaan we onderlinge beleidsafspraken en/of regels voor het aanpakken van kwetsbaarheden. Verdere integratie, door het ontwikkelen van collectieve publieke financiële arrangementen, is een manier om beleidscoördinatie te versterken of aan te vullen. Partijen die sterk hechten aan de eigen verantwoordelijkheid van lidstaten, zullen de voorkeur geven aan het vergroten van stabiliteit en veerkracht via marktmechanismen. Daarbij staan zij wel open voor afspraken die het optimaal functioneren van marktmechanismen bevorderen, bijvoorbeeld als deze de werking van de interne markt verbeteren. Partijen die betwijfelen of marktwerking tot voldoende maatschappelijk wenselijke uitkomsten leidt, zullen eerder geneigd zijn tot beleidscoördinatie en integratie. De keuze tussen marktwerking en beleidscoördinatie is daarbij natuurlijk niet zwart-wit. De commissie ziet in alle integratievoorkeuren ruimte voor beide, maar in verschillende gradaties.

**Ook verschillen de integratievoorkeuren in de mate van uniformiteit in beleid tussen lidstaten.** Vanwege de grote verschillen tussen lidstaten, wordt er op veel economische EU-dossiers slechts langzaam voortgang geboekt. Als het (juridische of politieke) uitgangspunt is dat stappen enkel door alle lidstaten tegelijkertijd kunnen worden genomen, vergt dit consensus. Dat is in de EU nu eenmaal tijdrovend en complex. Discussies vervallen al snel in “meer” of “minder” Europa. Het vergt voor economische dossiers ook een bepaalde

<sup>118</sup> Vanwege haar kleine thuismarkt zijn de baten van de interne markt voor Nederland groter dan voor de grote lidstaten. Ter illustratie, de Nederlandse cumulatieve additionele groei als gevolg van de interne markt was volgens het CPB in 2008 ca. 4-6%, tegenover (de reeds genoemde) 2-3% voor de EU als geheel. In de media wordt deze schatting ook wel omschreven als een “maandloon” voor een modaal inkomen (1500-2200 Euro). De ook in het vorige hoofdstuk genoemde CEPR studie geeft netto baten van 7,6% BBP voor Nederland t.o.v. de genoemde 4,4% voor de EU als geheel.

mate van convergentie. Meer pluriformiteit in de deelname aan nieuwe Europese instrumenten kan mogelijkheden scheppen om voortgang te boeken.

**Deze perspectieven worden in dit rapport gecombineerd in vier verschillende integratievoorkeuren.** Dat zijn ideaaltypische combinaties van beleidskeuzes die aansluiten bij (brede politieke) voorkeuren voor de toekomst van Europese samenwerking:

1. Gestaag door
2. Doorpakken
3. Meerdere snelheden
4. Meer markt

**Per integratievoorkeur wordt een aantal coherente uitgangspunten geformuleerd die de grondslag vormen voor de desbetreffende integratievoorkeur.** De uitgangspunten weerspiegelen verschillende overtuigingen – passend bij de integratievoorkeur - over hoe stabiliteit en veerkracht van de Europese economie het beste kunnen worden gerealiseerd. Vervolgens worden, soms met de nodige kanttekeningen, maatregelen uit hoofdstuk 3 gekoppeld aan de verschillende integratievoorkeuren. Figuur 4.1 aan het eind van dit hoofdstuk geeft een overzichtstabel van deze koppelingen. Ook bevat elke integratievoorkeur advies over de mogelijke Nederlandse opstelling tijdens onderhandelingen over die maatregelen.

**Bij de samenstelling van de vier integratievoorkeuren is ook gekeken naar criteria als juridische haalbaarheid, politieke haalbaarheid, democratische legitimiteit, en mogelijke gevolgen voor de (onderhandelings)positie van Nederland.** Deze criteria komen echter alleen expliciet in de tekst terug waar ze knellen. Bijvoorbeeld: de effecten voor de bredere toekomstige positie van Nederland in de EU spelen vooral bij de integratievoorkeur *meer markt*, en worden daar dan ook specifiek benoemd. Het gevaar van gebrekkige democratische legitimiteit wordt daarentegen juist genoemd bij de integratievoorkeur *doorpakken*, omdat deze in de grootste mate gepaard gaat met verlies van nationale beleidsautonomie.

**In de zoektocht naar de integratievoorkeuren heeft de Commissie gewerkt binnen een aantal randvoorwaarden.** Lidmaatschap van de EU is daarbij van cruciaal belang voor Nederland. Nederland dankt haar welvaart mede aan de interne markt. Bij veel van de vraagstukken waar Nederland de komende tijd voor staat, speelt de EU een essentiële rol: klimaatverandering, demografische veranderingen, migratie, en geopolitieke uitdagingen. Tegen de achtergrond van ingrijpende geopolitieke veranderingen staan de lidstaten samen sterker. Samenwerking binnen de Europese Unie voorkomt bovendien een “wedstrijd naar de bodem” binnen Europa bij het aantrekken van bedrijvigheid. Gezamenlijk kunnen de lidstaten standaarden zetten op het gebied van duurzaamheid, privacy of goede arbeidsomstandigheden, waarbij het voor bedrijven binnen en buiten de EU lastig is om die standaarden niet te volgen vanwege de omvang van de interne markt. Het behouden van deze voordelen ziet de Commissie als een *sine qua non* voor welke integratievoorkeur dan ook.

**De Nederlandse deelname aan de eurozone is net als het lidmaatschap van de EU een fundament bij alle vier de integratievoorkeuren.** De euro biedt Nederland zowel economische als politieke voordelen. Tegelijkertijd brengt lidmaatschap van de muntunie voor de individuele landen aanzienlijke uitdagingen ten aanzien van hun economisch beleid en de noodzakelijke binnenlandse aanpassingsmechanismen met zich mee. Niet alle landen zijn in staat hier op vergelijkbare manier invulling aan te geven, hetgeen bijdraagt aan verdere divergentie in welvaart, publieke schulden en gezondheid van banken. Dergelijke divergentie gaat gepaard met financiële risico's en potentiële kosten voor de eurozone als geheel. De integratievoorkeuren bevatten een aantal verschillende denkrichingen voor de omgang met dit vraagstuk.

**De situatie omtrent de Nederlandse EMU-lidmaatschap is daarbij complexer dan de situatie t.a.v. het Nederlandse EU-lidmaatschap.** In de integratievoorkeuren (1) *gestaag door*, (2) *doorpakken* en (3) *meerdere snelheden* worden maatregelen hoe met divergentie in groei en publieke schulden om te gaan voorgesteld. Tegelijkertijd bestaat ook het risico dat Nederland, bij het uitblijven van betekenisvolle stappen in het verminderen van divergentie, als een van de meest welvarende landen binnen de eurozone, uiteindelijk in een situatie terechtkomt waarin de economische stabiliteit binnen de zone alleen geborgd kan worden met grote inkomensoverdrachten, zonder dat er echt perspectief op economische convergentie is. Dit is een situatie die we graag zouden vermijden, want in een dergelijke situatie kan de balans tussen de baten en lasten van het Nederlandse EMU-lidmaatschap negatief uitpakken. Tegelijkertijd is ook het alternatief, een doelbewust vertrek van Nederland uit de eurozone, onaantrekkelijk. Een dergelijk vertrek kan de Europese economie stevig destabiliseren en het einde van de eurozone betekenen. Alleen speculatie hierop kan al voor grote instabiliteit zorgen. Omdat een dergelijke situatie economisch gezien alleen maar verliezers kent, ziet de Commissie een bewust vertrek van Nederland uit de eurozone niet als een plausibele integratievoorkeur. In de vierde integratievoorkeur, (4) *meer markt* stuurt Nederland actief op het niet deelnemen aan toekomstige publieke arrangementen waardoor bovengenoemde kosten (deels) kunnen worden vermeden. Nederland zal hier naar verwachting wel een politieke prijs betalen. In de uitleg bij deze variant zal via een box verder worden ingegaan op de consequenties, voor- en nadelen van een Nederlandse eurozone-exit.

#### 4.2.1

#### *Gestaag door*

##### *Uitgangspunten*

- Landen hebben in eerste instantie zelf de verantwoordelijkheid via nationaal beleid publieke schulden terug te brengen binnen de kaders van het SGP en potentiële groei te verhogen.
- Om druk op lidstaten te houden om hun eigen verantwoordelijkheid te nemen, worden geen grote, aanvullende maatregelen op Europees niveau genomen om economische kwetsbaarheden aan te pakken. Het opzetten van preventieve instrumenten op Europees niveau brengt moreel gevaar met zich mee: het risico dat lidstaten zelf geen politiek lastige maatregelen nemen maar meeliften op Europese solidariteit.
- Integratie vindt plaats via kleine stappen die kunnen bijdragen aan het geleidelijk terugbrengen van divergentie en het beter opvangen van schokken. Daarbij is Nederland bereid Europese instituties te versterken en te zoeken naar maatregelen waar alle lidstaten zich in kunnen vinden. Om het draagvlak in alle landen te behouden, is tijd nodig. Er kan alleen vooruitgang worden geboekt als elk land steeds zijn afspraken nakomt.
- Begrotingsdiscipline is een leidend motief voor Nederland.
- Nederland beseft dat er nieuwe crises kunnen ontstaan waar de bestaande instituties niet op toegerust zijn en zal in dat geval naar bevind van zaken moeten handelen. Dit wordt benaderd met een houding van constructieve ambiguïteit: Nederland is enerzijds bereid bij te dragen aan het dempen van de effecten van crises, maar behoudt tegelijkertijd ruimte om in een crisissituatie voorwaarden te stellen, bijvoorbeeld met het oog op het beperken van moreel gevaar.
- Economische erfenissen uit het verleden, zoals hoge publieke schulden of een hoog aandeel niet-presterende leningen in de bankensector, dienen zelf te worden opgelost.

##### *Risico's t.a.v. stabiliteit en veerkracht van de Europese economie*

- Nederland houdt rekening met de mogelijkheid dat een groep lidstaten zelf onvoldoende hervormt. Divergentie kan hierdoor toenemen. Het crisissysteem voor banken en overheden biedt een basis om een eventuele crisis op te vangen.
- In een crisis kan er (economische en politieke) druk ontstaan onder grote tijdsdruk vergaande maatregelen te nemen. Het risico bestaat dat er in dat geval tot economisch

suboptimale oplossingen wordt besloten. Het zal in een dergelijke situatie lastiger zijn om, in ruil voor een bijdrage aan noodmaatregelen, iets substantieels terug te vragen. De ECB kan zich genoodzaakt voelen om in te grijpen omwille van de financiële stabiliteit.

#### Onderhandelingen

- Nederland heeft er onvoldoende vertrouwen in dat lidstaten gemaakte afspraken nakomen en Europese instituties voldoende daadkracht zullen tonen bij het handhaven daarvan. Nederland stelt zich daarom terughoudend op t.a.v. nieuwe collectieve arrangementen en verdere risicodeling via bijvoorbeeld de bankenunie.
- Nederland vertrouwt op de bestaande raamwerken om schokken in de bankensector en t.a.v. de overheidsfinanciën op te vangen.
- Veel landen in Noord-West Europa hebben een vergelijkbare integratievoorkeur, ook al wordt deze niet altijd expliciet naar voren gebracht. In Zuid-Europese landen en bij Europese instituties is er een voorkeur voor *doorpakken* (de tweede integratievoorkeur). Het risico bestaat dat deze groep landen verder uitgewerkte integratievoorstellen hebben en het momentum van een crisis daardoor beter kunnen benutten om deze ideeën om te zetten in beleid – zonder dat daar potentieel acceptabele Nederlandse voorstellen tegenover staan.
- Concrete voorstellen van andere partijen worden per geval beoordeeld aan de hand van een aantal uitgangspunten, zoals “geen overheveling van middelen zonder overheveling van verantwoordelijkheden” en “eerst risicoreductie, dan risicodeling”. Er worden alleen volgende stappen richting verdere integratie gezet als eerdere afspraken zijn nagekomen.
- Nederland is geen voorstander van het ex ante opzetten van instrumenten die staatrisico's zouden moeten ondervangen. Hierdoor wordt, ook buiten een crisissituatie, moreel gevaar beperkt. Als anderen hier wel voorstellen voor doen, worden deze per geval beoordeeld.
- Nederland bepaalt haar positie op basis van wat er mogelijk is binnen het huidige Verdrag.

#### Maatregelpakket (bovenop no regret maatregelen)

Stabiele en duurzame groei	<ul style="list-style-type: none"> <li># Bij EU-begroting nadruk op bijsturen cohesiegelden (focus op hervormingen, innovatie, klimaat), bepleiten afbouw pijler 1 landbouwgelde (inkomenssteun boeren).</li> <li># Kleine stappen op het gebied van harmonisatie van belastingbeleid.</li> <li># Voor stabilisatie vertrouwen op ad-hoc reacties bij grote schokken.</li> <li># Eventueel via meerjarenbegroting en eigenmiddelenbesluit of via apart verdrag inbouwen van alleen met unanimitieit in te zetten financiële ruimte voor stabilisatie van onbekende schokken (“noodpot”).</li> </ul>
Publieke schulden	<ul style="list-style-type: none"> <li># Aanpassingen in de Europese begrotingsregels .</li> <li># Onafhankelijker toezicht in naleving van de begrotingsregels door de nationale begrotingsraden en/of door een onafhankelijker opererende Europese Commissie en/of op afstand daarvan geplaatste European Fiscal Board.</li> <li># Vertrouwen op ordentelijk proces voor de herstructurering van onhoudbare overheidsschuld, waarborgen IMF participatie, ESM volledig verantwoordelijk maken voor schuldhoudbaarheids-analyse als onderdeel van aanpassing Europese begrotingsregels.</li> </ul>
Banken	<ul style="list-style-type: none"> <li># Verhoging kapitaaleisen.</li> <li># EDIS-light, waarbij depositogarantiestelsels elkaar van noodfinanciering kunnen voorzien, maar verliezen blijven worden verhaald op de banken in de lidstaat.</li> <li># Verhoogde eisen aan transparantie over blootstellingen aan overheden.</li> <li># Beperken staatssteun en gelijkere behandeling niet-significante banken in faillissement.</li> <li># Vertrouwen in ad-hoc reacties bij systeemcrisis.</li> </ul>

#### Uitwerking op beleidsterreinen

- Het SGP kan worden verbeterd via beperkte wijzigingen in de begrotingsregels en op afstand plaatsen van toezicht erop. Een focus op de uitgavenregel met correctie voor de benodigde schuldafbouw als enige operationele variabele, waarbij de 1/20e regel kan worden aangepast en eventueel naar land gedifferentieerd zodat landen meer tijd hebben schulden af te bouwen, kan zorgen voor een simpeler SGP met realistischer schuldaf-



bouwpaden. Een op afstand geplaatste EFB en sterkere nationale begrotingsraden versterken het toezicht op naleving.

- Ten aanzien van de eventuele herstructurering van overheidsschulden bestaat deze integratievoorkeur vooral uit het toepassen van het bestaande raamwerk voor onhoudbare overheidsschulden. De Commissie ziet weinig mogelijkheden voor substantiële verdere verbeteringen in het raamwerk in aanvulling op de komende wijziging van het ESM-verdrag, waarvan ratificatie beoogd is voor eind 2021. De elementen die het het moeilijkst maken actief op herstructurering van publieke schulden aan te dringen, zoals de vraag of daadwerkelijk van een solvabiliteitsprobleem sprake is, en niet van een liquiditeitsprobleem, alsook de angst voor economische besmetting, zijn inherent aan sovereign defaults. Wel kan gepoogd worden de rol van het ESM verder te vergroten ten koste van de rol van de Europese Commissie.
- Voor staatrisico's zou het een mogelijkheid zijn om extra ruimte onder de meerjarenbegroting en het eigenmiddelenplafond te benutten voor de introductie van een bij een noodsituatie passend instrument. Hierbij wordt vertrouwd op een combinatie van het beschikken over een veto en politieke constructieve ambiguïteit of, en wanneer een dergelijk instrument wordt ingezet. Landen moet er niet met te veel zekerheid op kunnen rekenen. De extra ruimte onder het eigenmiddelenplafond zou zowel voor overheden als voor banken kunnen worden aangewend. Als binnen het Verdrag geen unanimitieit voor de inzet van deze middelen kan worden gevonden zou gekeken kunnen worden naar een aanvullend verdrag.
- Bij deze integratievoorkeur kan ingezet worden op kleine stappen ter verdieping van de bankenunie; grote stappen zijn op korte termijn onwaarschijnlijk. Over een volledig Europees Depositogarantiestelsel, met verliesdeling tussen landen en een gemeenschappelijke publieke achtervang, wordt geen overeenstemming bereikt. Wel kan worden toegewerkt naar een "EDIS-light",<sup>119</sup> waarbij nationale depositogarantiestelsels leningen aan elkaar verstrekken als een depositogarantiestelsel in een crisis uitgeput raakt. In een dergelijke EDIS is er geen sprake van wezenlijke risicodeling, omdat de kosten van het inzetten van de depositogarantie bij het falen van banken in de betreffende lidstaat worden terugbetaald en er geen Europese publieke achtervang is. Hierbij kunnen voorwaarden worden gesteld aan het type ingrepen waarvoor de leningen gebruikt kunnen worden. In ruil daarvoor kan Nederland bij de prudentiële behandeling van staatsobligaties (RTSE) genoeg nemen met nadere transparantie over blootstellingen aan overheden. Voor blootstellingen op overheden hoeven banken dus geen eigen vermogen aan te houden, maar middels nadere transparantie kunnen markten meer druk zetten op banken om blootstellingen af te bouwen. Daarnaast kan worden ingezet op het gelijk behandelen van niet-significante banken in faillissement, waarmee de mogelijkheden voor het geven van staatssteun worden ingeperkt in ruil voor ruimere mogelijkheden voor het gebruik van middelen uit het door banken zelf gefinancierde depositogarantiestelsel. Verder wordt er vertrouwd op het bestaande crisisraamwerk om schokken in de bankensector op te vangen. In een systeemcrisis kan het resolutieraamwerk onder druk komen te staan. In geval van nood worden er ad hoc maatregelen genomen (zie hoofdstuk 3). Om de kans hierop te verkleinen, wordt ingezet op het verder verhogen van de kapitaaleisen voor banken.

#### *Risico's en kwetsbaarheden bij deze integratievoorkeur*

- Met deze integratievoorkeur wordt de kern van de Nederlandse inzet van de afgelopen jaren voortgezet. Hierbij wordt niet gewerkt vanuit een concrete visie over het uiteindelijke eindpunt van de economische integratie, maar vanuit algemenere uitgangspunten als "eerst risicoreductie, dan risicodeling", en "geen overheveling van middelen zonder

<sup>119</sup> Ook wel een "hybride EDIS" genoemd. Hierbij kan overigens ook gedacht worden aan het betalen van verzekeringspremies door DGS'en voor lidstaten met een hoger risicoprofiel die als buffer kunnen dienen voor noodsituaties dan wel andere DGS'en kunnen compenseren voor het extra risico dat ze lopen bij het verschaffen van een lening aan een DGS met hoger risicoprofiel.

overheveling van bevoegdheden". Deze strategie heeft tot nu toe gemengde resultaten opgeleverd. Positief is bijvoorbeeld dat de oprichting van het ESM en de Griekse herstructurering hebben bijgedragen aan het in redelijke mate in stand houden van de no-bailout clausule. Tegelijkertijd is duidelijk geworden dat de begrotingsregels in de praktijk niet hebben gezorgd voor een substantiële reductie van de publieke schulden in verschillende landen. De vrees dat landen met hoge schulden onvoldoende ruimte hebben voor anticyclisch begrotingsbeleid, leidt steeds opnieuw tot discussie over nieuwe collectieve arrangementen, zoals recentelijk nog de oprichting van NGEU en het ESM pandemic crisis support instrument.

- De kans is reëel dat bestaande divergentie blijft bestaan en dat substantiële versterking van veerkracht als gevolg van afbouw van publieke schulden uitblijft. Bovengenoemde wijzigingen in het SGP kunnen in theorie leiden tot een bijdragen aan een geloofwaardiger pad van schuldafbouw en aan het creëren van meer ruimte voor het optimaal stabiliseren van economieën tijdens schokken. Naleving van de SGP-regels valt of staat echter met de bereidheid van lidstaten ze na te leven. Er is geen aanleiding te veronderstellen dat deze bereidheid beter wordt bij andere regels dan de huidige. Extra uitdaging hierbij is dat het politieke krachtenveld de implementatie van een gebalanceerd pakket aan SGP-wijzigingen bemoeilijkt. Binnen het kader van het VWEU worden veel beslissingen met gekwalificeerde meerderheid genomen. Veel landen lijken vooral geïnteresseerd in versoepeling van de begrotingsregels.
- Door kwetsbaarheden niet bij de wortel aan te pakken, kunnen er crises ontstaan die nieuw beleid vergen. Tot een bepaald niveau hoeft divergentie in publieke schulden en potentiële output de stabiliteit en veerkracht van de Europese economie niet te ondermijnen. Het is goed mogelijk dat aanzienlijke financieringsproblemen ook bij divergentie uitblijven, met name wanneer de rente nog lang laag blijft. Er is echter ook een risico dat de inflatie aantrekt, bijvoorbeeld door te kort schietend aanbod aan grondstoffen en intermediaire goederen en diensten. In dat geval zal de ECB de rente moeten verhogen, met gevolgen voor de financierbaarheid van de opgebouwde schulden. Beleid dat dan ad hoc en onder druk ontwikkeld wordt, kan gepaard gaan met grotere instabiliteit en om die reden uiteindelijk leiden tot hogere kosten. Een nieuwe economische schok kan Nederland net als bij de COVID-19 pandemie opnieuw in een lastige positie brengen, waarbij uit angst voor besmetting of politiek isolement omvangrijkere collectieve arrangementen worden geaccepteerd dan waar in Nederland draagvlak voor is. Daarnaast kan bij sterke divergentie binnen het eurogebied het gemeenschappelijke monetaire beleid in individuele landen substantiële negatieve neveneffecten hebben. Het risico dat de ECB in een spagaat tussen financiële stabiliteit en prijsstabiliteit belandt, wordt hierdoor vergroot. Zeker wanneer een grotere lidstaat in de problemen komt, kan dit tot onwenselijke resultaten leiden. Deze spanningen kunnen publieke steun op diverse beleidsterreinen ondermijnen en beleidsmakers in een lastige positie plaatsen.

#### 4.2.2

#### Doorpakken

##### *Uitgangspunten*

- Nederland is in dit scenario een voortrekker op het gebied van sterkere Europese uniforme integratie. Een uitgangspunt is dat economische divergentie binnen de eurozone aanzienlijke risico's en kosten met zich meebrengt. Een sterke en evenwichtige Europese economie is echter nodig om Nederlandse belangen te behartigen, zowel in de EU als bij wereldwijde geopolitieke uitdagingen.
- In deze integratievoorkeur speelt beleidscoördinatie een belangrijke rol voor het aanpakken van economische kwetsbaarheden.
- Via nieuwe collectieve Europese faciliteiten, een grotere EU-begroting en een volledig geïntegreerde bankenunie kan stabiliteit en veerkracht gezamenlijk/via EU-niveau verder worden versterkt. Nederland wil, in ruil voor hervormingen gericht op het verminderen van economische kwetsbaarheden, hier ook financieel aan bijdragen. Nederland is bereid

economische erfenissen bij andere lidstaten op te helpen lossen en risico's te delen om de divergentie beheersbaar te houden.

- De stabiliteit van de eurozone wordt, in ieder geval op korte termijn, vergroot door mutualisatie van schulden en risico's. Financiële en economische problemen in één lidstaat slaan niet meer over op andere landen. Het uitgangspunt is daarbij "voorkomen is beter dan genezen". Door preventief in te zetten op convergentie via collectieve arrangementen, worden divergentie en de problemen die daaruit volgen, voorkomen.

#### *Risico's t. a. v. de stabiliteit en veerkracht van de Europese economie*

- Door het opzetten van collectieve instrumenten op Europees niveau blijft moreel gevaar bestaan, onafhankelijk van de eventuele tegenprestaties die ermee gepaard gaan. Zowel de noodzaak als effecten van specifieke structurele hervormingen zijn door de landspecifieke elementen en de politieke weerstand die ermee gepaard gaan vaak lastig te overzien voor derden. Structurele hervormingen hebben daarnaast een lange doorlooptijd en zijn omkeerbaar. Het gevaar bestaat hierdoor dat er risicodeling plaatsvindt zonder dat economische kwetsbaarheden aangepakt worden. Als dit gebeurt, gaat dit ten koste van de veerkracht van de Europese economie en kunnen de kosten voor Nederland hoog oplopen.
- De stabiliteit en veerkracht van de Europese economie op lange termijn hangt daarom sterk samen met het politieke draagvlak en de resultaten op het gebied van het adresseren van de kwetsbaarheden en het aanmoedigen van hervormingen in ruil voor mutualisatie van schulden en risico's.

#### *Onderhandelingen*

- Vanuit een aantal lidstaten en Europese instituties bestaat ook druk tot *doorpakken*. De nadruk zal daarom liggen op het zoeken naar de juiste randvoorwaarden voor op integratie gericht beleid. Een positieve grondhouding ten opzichte van verdere integratie biedt mogelijkheden om meer in te zetten op andere voor Nederland gewenste uitkomsten, zoals verbeteringen van de interne markt, ontvlechting tussen banken en overheden en verdieping van de kapitaalmarktunie.
- Daarbij veronderstelt Nederland omwille van de eenheid binnen de EU dat alle landen gelijktijdig vervolgstappen zetten en/of gelijktijdig aan nieuwe arrangementen zullen deelnemen.
- Nederland staat bij deze integratiekeuze ook open voor mogelijke wijzigingen in het Verdrag van de werking van de Europese Unie (VWEU).

### Maatregelenpakket (bovenop no regret maatregelen)

Stabiele en duurzame groei	<ul style="list-style-type: none"> <li># Accepteren grotere EU-begroting in ruil voor een EU-begroting die zich primair richt op collectieve goederen en niet op cohesie- en landbouw.</li> <li># Permanente stabilisatiefunctie voor ex-ante gedefinieerde extreme economische schokken.</li> <li># Herstelfonds omzetten in een voor alle landen toegankelijk permanent fonds voor economische structuurversterking.</li> <li># Harmonisatie van belastingbeleid op specifieke terreinen, zoals bij het terugbrengen van private schulden.</li> </ul>
Publieke schulden	<ul style="list-style-type: none"> <li># Een vorm van preferente permanente collectieve financiering van schulden tot een bepaald niveau van het BBP van landen.</li> <li># Als potentieel eindpunt mogelijke begrotingsunie via overhevelen aanzienlijke verantwoordelijkheden voor inning belastingen en financiering publieke taken naar centraal niveau met verantwoordelijkheid voor het Europees parlement.</li> </ul>
Banken	<ul style="list-style-type: none"> <li># Volledig Europees depositogarantiestelsel.</li> <li># Beperken staatssteun en gelijke behandeling niet-significante banken in faillissement.</li> <li># Prudentiële behandeling van blootstellingen aan overheden (RTSE).</li> <li># Slechten barrières voor internationaal opererende banken.</li> <li># Resolutie in een systeemcrisis.</li> </ul>
ECB	<ul style="list-style-type: none"> <li># Ontlasten monetair beleid.</li> </ul>

#### *Uitwerking op beleidsterreinen*

- Om Europese integratie verder te brengen en divergentie tegen te gaan, wordt gestreefd naar meer beleidscoördinatie. Hiertoe kan ingezet worden op een permanente macro-economische stabilisatiefunctie voor het opvangen van omvangrijke asymmetrische schokken en symmetrische schokken met asymmetrische doorwerking. Meer beleidscoördinatie en gezamenlijk budgettair beleid leiden tot een meer gebalanceerde beleidsmix en kunnen daarmee het monetair beleid ontlasten, waardoor de ECB minder accommoderend beleid nodig zou hebben om haar mandaat te borgen. Het bezwaar dat het lastig is bij onbekende schokken ex-ante een goede stabilisatiefunctie te definiëren, weegt in deze variant niet op tegen de voordelen van een betere macro-economische beleidsmix in een crisissituatie. Een permanent fonds voor economische structuurversterking zou daarnaast kunnen bijdragen aan convergentie door gemeenschappelijke middelen beschikbaar te stellen in ruil voor het verbeteren van onderliggende economische structuren.
- Bij deze integratievoorkeur past ook het collectief financieren of garanderen van een deel van de bestaande schulden om het doorlofrisico te verminderen en de financieringskosten in sommige landen te verlagen. Hiervoor is waarschijnlijk een wijziging van het VWEU of een apart aanvullend verdrag nodig zodat landen structureel, eventueel tot een bepaald maximum, elkaars verplichtingen kunnen garanderen.
- In deze variant wordt de bankenunie vervolmaakt, waarmee de vervlechting tussen banken en overheden sterk zal afnemen. Op zowel het gebied van risicodeling als risicoreductie zet Nederland in op grotere stappen. Nederland is bereid erfenissen uit het verleden in de bankensector in andere landen mede te helpen redresseren, omwille van het vergroten van de stabiliteit en weerbaarheid. De Nederlandse bereidheid om bij te dragen aan collectieve financiering van schulden en een Europees depositogarantiestelsel maakt de totstandkoming van een risicoweging op staatsschuld bij banken (RTSE) mogelijk. Invoering van RTSE zorgt voor een prikkel om niet-gegarandeerde publieke schulden verder af te bouwen. Het Europese resolutieraamwerk wordt verder versterkt, zodat bankcrises niet meer leiden tot een bank-sovereign doom-loop. Nationale discretionaire ruimte wordt in deze integratievoorkeur verder ingeperkt en private en publieke risicodeling worden vergroot. De afwikkeling van falende banken wordt nog verder op afstand gezet van politieke besluitvorming. Beleid wordt verder geharmoniseerd, zoals op het gebied van faillissementen voor niet-significante banken. Met deze maatregelen hebben lidstaten voldoende vertrouwen om resterende nationale barrières voor banken af te breken, zoals nationale bevoegdheden tot het stellen van prudentiële eisen aan dochters van banken binnen hun landsgrenzen. De bankensector zal bij gevolg

daarvan versneld grensoverschrijdend integreren, wat de efficiëntie en winstgevendheid van banken ten goede zal komen.

- Maatregelen in deze voorkeursvariant moeten worden genomen onder randvoorwaarden die de risico's en neveneffecten kunnen beperken. Deze staan beschreven in Hoofdstuk 3. Bij een permanente stabilisatiefunctie voor grote schokken valt dan te denken aan mitigerende voorwaarden waarbij er duidelijke afspraken zijn over de omvang van schokken waarvoor de functie kan worden aangewend. Ook moet er een onafhankelijke analyse en/of objectieve data beschikbaar zijn voordat middelen worden uitgekeerd. Verrekeningen over de tijd moeten plaatsvinden om te voorkomen dat er grote verschillen in profijt op de lange termijn optreden. Randvoorwaarden hoeven daarbij niet noodzakelijkerwijs op hetzelfde beleidsterrein te slaan, zoals bij de hierboven beschreven koppeling tussen collectieve financiering van schulden en de prudentiële behandeling daarvan bij banken. Op deze manier kunnen pakketten van maatregelen ontstaan waarbij andere landen gewenste instrumenten krijgen in ruil voor door Nederland gewenste randvoorwaarden en vooruitgang op andere terreinen, zoals de versterking van de interne markt en de verdieping van de kapitaalmarktunie.
- Cruciaal is de balans tussen het doel van de instrumenten en de striktheid van de voorwaarden. Verkeerd geformuleerde voorwaarden kunnen ertoe leiden dat collectieve arrangementen niet of door de verkeerde landen worden gebruikt. Idealiter worden voorwaarden strikt en objectief geformuleerd. Met name het koppelen van toegang tot collectieve middelen aan de mate waarin landen zich aan begrotingsregels houden, kan er op een bepaald moment toe leiden dat landen dieper in de economische problemen geraken. Tegelijkertijd zou het invoeren van collectieve arrangementen ook moeten betekenen dat er minder noodzaak is voor maximale flexibiliteit voor de nationale begroting. Er zouden dan strengere voorwaarden aan het begrotingsbeleid kunnen worden gesteld.

#### *Risico's en kwetsbaarheden bij deze integratievoorkeur*

- Bij deze integratiekeuze wordt bewust een bepaalde mate van moreel gevaar en eventuele permanente transfers geaccepteerd, maar wordt wel via de juiste randvoorwaarden geprobeerd deze te minimaliseren. Permanente transfers kunnen voortvloeien uit expliciete overdrachten via de EU begroting, structureel onevenredig gebruik van instrumenten met een verzekeringskarakter, zoals een stabilisatiefunctie of een Europees depositogarantiestelsel, of uit hoger dan noodzakelijke inleenkosten voor kredietwaardige overheden vanwege de garanties op de schuld van andere landen. De kans op overdrachten wordt ook vergroot door moreel gevaar, waarbij lidstaten die gebruik maken van collectieve arrangementen minder prikkel hebben de eigen economie te versterken vanwege de politieke kosten die daarmee gepaard gaan. Hoewel randvoorwaarden kunnen bijdragen aan het beperken van de risico's, bestaat de kans dat de permanente transfers hoger worden dan Nederland bereid zou zijn te accepteren. In deze situatie kan het moeilijk zijn om nieuwe instrumenten weer af te bouwen.
- Sommige instrumenten onder versnelde integratie kunnen – hoewel formeel door nationale parlementen goedgekeurd – al snel worden gepercipieerd als dat ze nationale beleidsovereïntiteit ondermijnen. Collectieve instrumenten vereisen voorwaarden om moreel risico en permanente transfers tegen te gaan. Daarbij worden ze bij de integratievoorkeur *doorpakken* ook opgelegd aan landen die in principe de instrumenten niet nodig hebben. Een goed voorbeeld is het vereiste dat Nederland, om door haar zelf ingelegde middelen terug te krijgen, een herstelplan met structurele hervormingen moet indienen terwijl er geen politieke consensus is dat in een dergelijk herstelplan nodig is voor de Nederlandse economie. Ook is er mogelijk geen consensus over de vraag of het geheel aan voorgestelde potentiële beleidsmaatregelen, die hun oorsprong hebben in de landspecifieke aanbevelingen voor Nederland, het juiste is. Het kan dan al snel lijken alsof de hervormingen uit de herstelplannen 'moeten van Brussel', wat de duurzaamheid van de plannen niet noodzakelijkerwijze ten goede komt. Andere landen kunnen op vergelijkbare wijze van mening zijn een soort nationaal beleid te moeten maken omdat

het moet van Brussel. De perceptie van verlies aan soevereiniteit over nationaal beleid kan steun voor Europese integratie en hervormingen op termijn ondermijnen.

#### 4.2.3

#### Meerdere snelheden

##### Uitgangspunten

- Het eindbeeld bij deze variant is hetzelfde als bij uniforme versnelde integratie. Alleen de route ernaar toe is anders. Nederland kiest er ook hier bewust voor om een voortrekker te zijn op het gebied van sterkere Europese integratie omwille van de economische en politieke baten voor Nederland. Via nieuwe collectieve Europese faciliteiten en een grotere EU-begroting kan stabiliteit en veerkracht van de Europese economie verder worden versterkt.
- Lidstaten dienen in tegenstelling tot bij uniforme versnelde integratie echter eerst hun eigen economische erfenissen op te lossen voor ze aan nieuwe faciliteiten kunnen deelnemen. Nederland wil alleen risico's delen als de risico's bij opzet van de faciliteit voor alle lidstaten grofweg vergelijkbaar zijn. Lidstaten mogen "pas" meedoen aan faciliteiten als ze op basis van objectieve criteria als financieel en economisch voldoende gezond kunnen worden beschouwd. Er kunnen dus *achterblijvers* ontstaan. Op deze manier ontstaat een "Europa van meerdere snelheden".
- Hoewel door het stellen van strenge criteria een aantal zwakkere landen tijdelijk wordt uitgesloten van deelname, is deze integratievoorkeur er op gericht deze landen ertoe te bewegen om aan de criteria te voldoen. De (tijdelijke) uitsluiting is juist bedoeld om achterblijvers te stimuleren hun economische en begrotingsbeleid op orde te brengen. Er moet voor achterblijvers perspectief zijn om toe te treden. Door echter wel hoge eisen te stellen aan landen om te kunnen deelnemen aan arrangementen, wordt de veerkracht van de Europese economie als geheel vergroot.
- Het risico dat sommige achterblijvers langdurig niet aan arrangementen mee kunnen doen, vindt Nederland daarom politiek en economisch acceptabel.

##### Risico's t. a. v. het verbeteren van de stabiliteit en veerkracht Europese economie

- Het risico bestaat dat landen permanent niet mee kunnen doen aan bepaalde arrangementen. Dat kan de divergentie verder vergroten en ten koste gaan van de stabiliteit. Aan de andere kant bestaat ook het risico dat het in de praktijk niet lukt om lidstaten uit te sluiten van collectieve arrangementen, terwijl deze op grond van economische indicatoren geen toegang zouden moeten krijgen.
- Er bestaan risico's op destabiliserende speculatie en risico's op aantasting van de integriteit van de interne markt. Dit speelt bijvoorbeeld sterk in de bankensector. Bij de bankenunie zijn veel maatregelen die wel bij *doorpakken* passen maar niet geschikt zijn voor een benadering van *meerdere snelheden*. Hoewel een volledig geïntegreerde bankenunie past bij het einddoel van deze variant, wordt het tempo van (uniforme) voortgang in de bankenunie bepaald door de mate van succes van deze variant op andere terreinen.

##### Onderhandelingen

- De focus zal - naast het formuleren van de juiste randvoorwaarden - liggen op het formuleren van de juiste toegangs- en exit-criteria. Exit-criteria zijn minstens even belangrijk als toetredingscriteria omdat ze een waarborg vormen tegen de mogelijkheid dat landen hun gedrag weer veranderen nadat ze toegang hebben verkregen tot bepaalde arrangementen.
- Nederland waakt er daarnaast voor dat er geen impliciete of expliciete deadlines worden gesteld waarop alle landen mee zouden moeten doen, en dat deelname van nieuwe landen aan arrangementen met unanimiteit door reeds bestaande deelnemers moet worden goedgekeurd of automatisch is op basis van objectief meetbare strenge criteria.
- Nederland staat open voor verdragswijzigingen die pluriformiteit in samenwerkingsverbanden tussen landen toelaten zolang de toegang tot de interne markt maar voor alle landen gewaarborgd is.

### Maatregelenpakket (bovenop no regret maatregelen)

Stabiele en duurzame groei	<ul style="list-style-type: none"><li># Op onderdelen van de EU-begroting die geen evidente gemeenschappelijke doelen betreffen, zoals een deel van de structuur- en cohesiefondsen, hard inzetten op inrichting op basis van zware toegangscriteria.</li><li># Herstelfonds omzetten in een permanent fonds voor economische structuurversterking voor landen met lage schulden of die schulden voldoende hebben teruggebracht.</li><li># Permanente stabilisatiefunctie voor ex-ante gedefinieerde extreme economische schokken voor landen met lage schulden of die schulden voldoende hebben teruggebracht.</li></ul>
Publieke schulden	<ul style="list-style-type: none"><li># Een vorm van gezamenlijke financiering van schulden voor een groep landen met relatief lage schulden. Toetreding mogelijk nadat landen schulden hebben teruggebracht.</li><li># Op basis van strengere regels dan het huidige SGP voorwaarden stellen aan deelname nieuwe gemeenschappelijke instrumenten.</li></ul>
Banken	<ul style="list-style-type: none"><li># Beperkt Europees depositogarantiestelsel tussen sterkere landen op basis van vrijwilligheid.</li></ul>

#### *Uitwerking op beleidsterreinen*

- Bij deze variant wordt gezocht naar mogelijkheden om versnelde integratie in te zetten met landen die daaraan toe zijn, en op die manier te werken naar verdere integratie. Dergelijke constructies van economisch beleid met meerdere snelheden zijn binnen de EU niet helemaal zonder precedents. Landen kunnen pas toetreden tot de eurozone als ze aan de formele convergentiecriteria hebben voldaan.<sup>120</sup> Zo is Griekenland, dat al lid was van de EU, drie jaar later dan andere landen tot de EMU toegetreden. Ook onder de meest recente EU-toetreders vindt een geleidelijke toetreding tot de EMU plaats op basis van objectieve criteria.
- Een recenter voorbeeld waarbij gebruik wordt gemaakt van selectiviteit is de ESM PCCL kredietlijn. Toegang van landen met hoge publieke schulden tot deze preventieve kredietlijn is aanzienlijk moeilijker gemaakt via het formuleren van objectieve kwantitatieve criteria voor schuldreductie in de jaren voorafgaand aan een aanvraag voor de PCCL. Zoals aangegeven in hoofdstuk 3 zijn de criteria bewust strenger gemaakt dan de eis te voldoen aan de eisen van het SGP, omdat de ervaring heeft geleerd dat landen hier formeel te makkelijk aan voldoen. Tegelijkertijd is geen enkel land formeel uitgesloten van de ESM PCCL.
- Bij publieke schulden zouden landen met een hoge kredietwaardigheidsrating en relatief lage schulden kunnen beginnen met collectieve schuldtoelating, om zo te profiteren van de liquiditeitspremie die gepaard gaat met grote uitgaves. Landen met een minder hoge kredietwaardigheidsrating en schulden die relatief hoog zijn, zouden dan mee kunnen doen nadat schulden voldoende zijn teruggebracht. Ook kan met een stapsgewijze interactie worden gewerkt: er kan meer schuld collectief worden uitgegeven wanneer de schuld van deelnemende landen verder is teruggebracht.
- Gedifferentieerde integratie kan ook binnen een specifieke maatregel worden ingebouwd. Schuldenafbouw kan worden beloofd met een deel gezamenlijke schuldtoelating. Er kan bijvoorbeeld aan drie of vier groepen gedacht worden. Landen die snellere schuldenafbouw realiseren of een lager niveau kennen, doen mee onder gunstigere voorwaarden. Hiermee worden landen geprikkeld om beter economisch beleid te voeren zodat ze uiteindelijk "eerste keus"-voorwaarden kunnen krijgen.
- Deze variant leent zich niet goed voor voortgang in de bankenunie. Met pluriforme integratie zijn er risico's op destabiliserende speculatie en voor de integriteit van de interne markt. Alleen al het niet toelaten van een bepaalde lidstaat tot de kopgroep kan een signaal geven dat de banken in de betreffende lidstaat minder "veilig" zouden zijn. Dit kan verplaatsing van spaargeld tot gevolg hebben. Daarnaast zorgt het toepassen van een verschillend prudentieel regime voor een ongelijk speelveld tussen banken, wat concurrentie ondermijnt. Om voortgang te forceren, is het onder deze integratievoorkeur wel denkbaar dat lidstaten een beperkte gezamenlijke depositogarantie opzetten. In de huidige wetgeving voor depositogarantiestelsels bestaat al de mogelijkheid tussen

<sup>120</sup> Artikel 140 VWEU

landen om, op vrijwillige basis, middelen uit elkaars depositogarantiestelsel te lenen. Een eerste stap zou zijn dat een groep landen met vergelijkbare bankensectoren, om een signaal af te geven, deze mogelijkheid invult.

- Ook andere beleidsterreinen zijn minder geschikt voor meerdere snelheden. Hoe meer een EU-begroting gericht is op het bereiken van gemeenschappelijke doelen als het opvangen van klimaatverandering en de bewaking van de buitengrenzen, hoe minder logisch uitsluiting is omdat deelname van landen juist nodig is om de gemeenschappelijke doelen te verwezenlijken.
- Uitwerking binnen de verdragen kent beperkingen. Regels t.a.v. deelname aan collectieve faciliteiten binnen de EU-verdragen vereisen objectieve criteria op basis waarvan kan worden bepaald of landen wel of niet kunnen deelnemen.<sup>121</sup> De gebruikte criteria moeten daarbij aansluiten bij het doel van het instrument. Het kan contraproductief zijn om juist landen die door hoge schulden de meeste behoefte hebben aan een instrument, zoals bijvoorbeeld een stabilisatiefunctie omdat ze door hun beperkte budgettaire ruimte onvoldoende in staat zijn tot een zelfstandig anticyclisch begrotingsbeleid, uit te sluiten omdat ze hoge schulden hebben. Criteria zullen bij vormgeving dus primair moeten worden gericht op de kwetsbaarheid van de effectiviteit van het instrument voor moreel gevaar. Aanvullende uitdaging bij het vormgeven van meerdere snelheden binnen het VWEU is dat verordeningen aangaande de inzet van Europese middelen – waarin toegang aan bepaalde criteria kan worden gekoppeld - weliswaar met gekwalificeerde meerderheid worden aangenomen maar dat potentiële achterblijvers een politiek akkoord op dergelijke verordeningen kunnen dwarsbomen door hun vetorecht op de meerjarenbegroting of het eigenmiddelenbesluit in te zetten. Een voorbeeld van een dergelijke blokkade speelde bij de rechtstatelijkheidsverordening die bij het recente akkoord over de meerjarenbegroting werd afgesproken.<sup>122</sup> Een alternatieve manier om binnen het Verdrag meerdere snelheden toe te staan is via versterkte samenwerking, maar het nadeel hiervan is dat lidstaten niet kunnen worden uitgesloten. Samenwerking moet voor iedereen open staan. Voorts is er nog de mogelijkheid dat economisch gezonde landen via een apart verdrag verder gaan dan het *acquis communautaire*, maar dit kan alleen in geval de EU nog geen beleid maakt op een dergelijk terrein. Verdragswijzigingen zijn daarom mogelijk nodig om uit het uniforme karakter van de EU te komen.

#### *Risico's en kwetsbaarheden bij deze integratiekeuze*

- De ervaring met de EMU-toetreding van verschillende landen laat zien dat een model van meerdere snelheden niet eenvoudig te implementeren is. Niet goed geformuleerde toegangscriteria ondermijnen selectiviteit en geven op die manier toch toegang tot lidstaten met een te magere track record t.a.v. gedegen economisch beleid, zelfs als de toegangscriteria op zichzelf goed objectief te meten zijn, zoals tekort en schuldniveau's in het geval van de EMU convergentiecriteria.
- Strenge toegangscriteria vormen ook geen waarborg dat landen goed economisch beleid zullen blijven volhouden na toetreding tot een arrangement. Om de risico's van de meerdere snelheden geloofwaardig te beheersen moet Nederland bij deze integratievoorkeur daarom ook bereid zijn harde, waar mogelijk automatische, criteria af te dwingen om landen die zijn toegetreden weer uit te sluiten als ze niet meer voldoen aan de oorspronkelijke toetredingsvoorwaarden. Ter illustratie: voor de preventieve kredietlijnen van het ESM zijn specifieke exit-criteria geformuleerd: ter beschikking gestelde kredietlijnen worden automatisch geannuleerd als landen niet meer aan objectieve kwantitatieve criteria voor de overheidsfinanciën voldoen.<sup>123</sup> Voor geloofwaardige

<sup>121</sup> Een voorbeeld van een dergelijk objectief criterium is bijvoorbeeld "deelname aan de EMU". Op basis hiervan was de voorgestelde verordening voor het *Budgetary Instrument for Convergence and Competitiveness* (BICC) niet van toepassing op landen die geen deel uitmaakten van de EMU (zie ook de door de Eurogroep opgestelde *term sheet on the budgetary instrument for convergence and competitiveness* uit juni 2019).

<sup>122</sup> Verordening (EU) 2020/2092 van het Europees Parlement en de raad van 16 december 2020 betreffende een algemeen conditionaalsregime ter bescherming van de Uniebegroting.

<sup>123</sup> Het nieuwe artikel 14 lid 7 van het aan te passen ESM verdrag.



exit-criteria moet Nederland ook bereid zijn deze op belangrijke momenten, ook als de financiële markten hier sterk op reageren, toch toe te passen. Het beste is dat landen het goede beleid bij toetreding goed verankeren. Een voorbeeld is het verankeren van budgettaire discipline in wetgeving voordat een land toetreedt tot een collectief schuldfinancieringsmechanisme.

- Tegenover het voordeel dat strenge selectiecriteria bepaalde maatregelen acceptabeler maken in Nederland staat het nadeel dat het de eenheid in de EU onder druk kan zetten. De politieke druk om landen toch alle vanaf hetzelfde moment te laten participeren in een arrangement zal zeer hoog zijn.
- Uitsluiting van landen voor of tijdens de rit kan bovendien een negatief signaal richting financiële markten geven. Bij instrumenten voor banken zullen gezonde banken in lidstaten met een gemiddeld genomen zwakke bankensector bijvoorbeeld nadeel ondervinden van dergelijke selectiviteit. Dit was een van de afwegingen om de gemeenschappelijke achtervang van het bankresolutiefonds voor alle banken in alle landen tegelijk toegankelijk te maken, onafhankelijk van de gemiddelde gezondheid van de nationale bankensector. Bij overheden zijn de uitdagingen t.a.v. het beheersen van marktverwachtingen minder groot dan bij banken. Hier kunnen duidelijke exit-criteria markten ook helpen bij het formuleren van de juiste verwachtingen.

#### 4.2.4

#### Meer markt

##### Uitgangspunten

- Veerkracht vereist in de eerste plaats sterke nationale economieën. Het subsidiariteitsbeginsel wordt strikt toegepast. Er wordt gestreefd naar decentralisatie en beleidsconcurrentie waar mogelijk. Dit stimuleert structurele hervormingen door achterblijvers.
- Nederland wil dat lidstaten zelf economische problemen aanpakken onder druk van marktkrachten. Er wordt maximale ruimte gegeven aan nationale budgettaire autonomie. De no-bail-out clause wordt nieuw leven ingeblazen. Op deze manier komt een houdbare, en dus veerkrachtige en stabiele EMU op basis van de oorspronkelijke convergentiecriteria tot stand.
- Er is in Nederland – mede gezien de ervaringen in het verleden – uiteindelijk onvoldoende vertrouwen dat onderhandelen en afspraken maken over het economisch- en begrotingsbeleid van lidstaten een structurele bijdrage kan leveren aan een houdbare EMU.
- Nederland zal in eerste instantie andere landen proberen mee te krijgen in deze zienswijze. Het is echter mogelijk dat de meerderheid van de lidstaten via nieuwe collectieve arrangementen verder zal willen integreren. Nederland koerst in dat geval aan op opt-outs voor nieuwe arrangementen. De voordelen in termen van financiële en economische stabiliteit die dergelijke collectieve arrangementen kunnen bieden, wegen wat Nederland betreft niet op tegen het risico's van aanzienlijke toename in moreel risico, permanente transfers en verkleining van budgettaire autonomie.
- Nederland hecht, meer dan in de integratievoorkeur *gestaag door*, zeer aan snelle afbouw van publieke schulden. Het ziet in de huidige hoge publieke schulden een aanzienlijk risico dat de ECB in een spagaat tussen prijsstabiliteit en financiële stabiliteit zal belanden. Zo zal Nederland, zolang het schuldenprobleem niet is opgelost, tegen haar wil steeds weer gedwongen worden onder druk van financiële crises stappen richting verdere budgettaire integratie te zetten.
- Idealiter zou per direct worden overgestapt op een geloofwaardige no-bailout clause en functionerende marktmechanismen. Dit is echter lastig zonder eerst schulden uit het verleden af te bouwen. Nederland is daarom bereid te kijken naar tijdelijke garanties of giften die heel specifiek gekoppeld zijn aan het afbouwen van publieke schulden, via bijvoorbeeld een schuldaanbouwfonds. Dit stelt landen in staat op termijn met een schone lei te beginnen en de ECB te bevrijden uit de debt trap.

#### Risico's t. a. v. de stabiliteit en veerkracht van de Europese economie

- Er kan spanning bestaan tussen een geloofwaardige no-bailout clause en het idee dat de euro onomkeerbaar is. Als onderdeel van deze integratievoorkeur ziet Nederland het no-bail-out principe als belangrijker dan onomkeerbaarheid van de euro voor individuele landen. Het accepteert dat een land (tijdelijk) uit de euro kan treden als het de voorwaarden voor een macro-economisch hulpprogramma te zwaar vindt.
- Uittreding van een land heeft echter risico's voor de stabiliteit van de overblijvende leden. Als Nederland niet actief meewerkt aan het binnen de eurozone houden van een land, zal dat Nederland niet in dank worden afgenomen en kan dat politieke kosten hebben.

#### Onderhandelingen

- Omwille van het verwachtingsmanagement moet worden benadrukt dat de inzet van reeds bestaande permanente faciliteiten, zoals het ESM, alleen zal worden toegestaan als een land de toegang tot de kapitaalmarkt heeft verloren of dreigt te verliezen en na het doorlopen van een ESM aanpassingsprogramma schuldhoudbaarheid is verzekerd. Nederland geeft aan dat – hoewel op korte termijn het ESM zijn nut heeft - het ESM op termijn ook moet worden afgebouwd omdat een permanent noodfonds landen teveel ontmoedigt preventief schulden af te bouwen en te beheersen.
- Er worden geen nieuwe (permanente) collectieve Europese faciliteiten ingericht om de economische divergentie tussen de lidstaten tegen te gaan. In het geval er vanuit andere partijen wordt ingezet op dergelijke faciliteiten, claimt Nederland een opt-out. Uitzondering hierop is een tijdelijk fonds om schuldafbouw te faciliteren.
- Nederland bepleit een verdragswijziging gericht op een verduidelijking van het ECB-mandaat. Hierbij wordt voorkomen dat de ECB zichzelf meer vrijheid geeft om het monetair beleid ruim te houden bij oplopende inflatie en om te voorkomen dat er impliciet publieke risico's worden gedeeld via de balans van de centrale banken.
- Nederland bepleit wel actief het vergroten van private risicodeling in de bankenunie en kapitaalmarktunie, om wederzijdse negatieve spillovers tussen landen te beperken. Nederlandse bereidheid om bij te dragen aan een schuldafbouwfonds kan gekoppeld worden aan de eis tot een betere prudentiële behandeling van staatsobligaties door banken.

#### Maatregelenpakket (bovenop no regret maatregelen)

Stabiele en duurzame groei	<ul style="list-style-type: none"><li># Harde inzet op reduceren cohesiegelden en landbouwvrijstellingen. Geen EU-begroting accepteren waar deze posten niet substantieel krimpen.</li><li># Opt-out macro-economische stabilisatiefunctie.</li><li># Opt-out permanent fonds voor economische structuurversterking.</li></ul>
Publieke schulden	<ul style="list-style-type: none"><li># Niet meewerken aan uitkeren kredieten op basis van preventieve kredietlijnen van het ESM.</li><li># Alleen nog meewerken aan goed geformuleerde macro-economische aanpassingsprogramma's mits het IMF hier ook op substantiële wijze aan meedoet en schuldhoudbaarheid is verzekerd.</li><li># Streven uitspreken dat ESM op termijn moet worden afgeschaft en dat IMF volstaat.</li><li># Opt-out gezamenlijke schulduitgifte m.u.v. schuldafbouwfonds met voldoende waarborgen dat schulden echt worden afgebouwd.</li><li># Streven uitspreken dat op termijn Europese begrotingsregels kunnen worden afgeschaft als landen zelf een adequaat nationaal begrotingsproces hebben ingericht.</li></ul>
Banken	<ul style="list-style-type: none"><li># Verhoging kapitaaleisen banken.</li><li># Private risicodeling in bankenunie vergroten, om spillovers uit banken op de reële economie op te kunnen vangen. Denk aan een Europees depositogarantiestelsel met enkel private risicodeling en het vergroten van het door banken gevulde resolutiefonds.</li><li># Prudentiële behandeling van staatsobligaties (RTSE).</li></ul>
ECB	<ul style="list-style-type: none"><li># Verduidelijken mandaat ECB.</li><li># Afbouwen publieke schulden om ECB te bevrijden uit <i>debt trap</i>.</li></ul>

#### *Uitwerking op beleidsterreinen*

- Er is een spanningsveld tussen een geloofwaardige no-bail-out clause en de onomkeerbaarheid van de euro. Het VWEU veronderstelt dat landen lid worden van de eurozone wanneer ze voldoen aan de daarvoor noodzakelijke voorwaarden. Er bestaat - i.t.t. de artikel 50 procedure voor EU-lidmaatschap - geen formele manier om vervolgens (tijdelijk) uit te treden. In die zin is de euro onomkeerbaar. Tegelijkertijd bestaat er een spanningsveld tussen de no-bail-out clause en het idee van een onomkeerbare euro. Bij geloofwaardige marktwerking hoort het principe dat landen in wanbetaling kunnen gaan. Hoewel wanbetaling juridisch niet tot eurozone-exit hoeft te leiden, kan een dergelijke wanbetaling voor het land in kwestie zulke aanzienlijke gevolgen hebben dat het voorstelbaar is dat een land liever de eurozone (tijdelijk) verlaat. Zo kan het beleidsautonomie terugwinnen en formele herstructurering van schulden voorkomen.<sup>124</sup> Vooropgesteld: de kans dat dit gebeurt is klein, omdat een land in financieringsproblemen nog steeds niet snel baat heeft bij uittreding. Het idee van onomkeerbaarheid kan er echter voor zorgen dat andere lidstaten in de eurozone zich verplicht voelen een land in financieringsproblemen uiteindelijk toch te hulp te komen via een bail-out met te lichte voorwaarden. Dit laatste ondermijnt in aanzienlijke mate marktwerking. Om een dergelijke situatie te voorkomen, accepteert Nederland onder deze integratievoorkeur expliciet dat een land de keuze kan maken om uit te treden. Bij onderhandelingen over een schuldafbouwfonds kan worden gekeken of het opnemen in het Verdrag van de mogelijkheid van een euro-exit voor een land in financieringsproblemen hieraan kan worden gekoppeld.
- De positie van Nederland t.a.v. de preventieve kredietlijnen van het ESM en de rol van het IMF wordt aangescherpt. Nederland zal geen preventieve kredietlijnen meer steunen omdat deze, i.t.t. macro-economische aanpassingsprogramma's, via de beperkte conditionaliteit het moreel risico verhogen. Aan de *pandemic crisis support* van het ESM zou Nederland in deze variant niet hebben meegewerkt. Nederland stemt alleen in met macro-economische aanpassingsprogramma's als het IMF ook op substantiële wijze meedoet en schuldhoudbaarheid is verzekerd. Nederland kan zich een dergelijke kritische stellingname t.a.v. de ESM macro-economische aanpassingsprogramma's veroorloven omdat het – conform de vorige paragraaf - de euro voor economisch zwakke landen niet in alle omstandigheden als onomkeerbaar ziet.
- Effectieve marktwerking betekent dat Nederland wat betreft haar eigen financiële instellingen de consequenties van herstructurering van publieke schulden en/of eurozone-uittreding door een zwakke lidstaat accepteert. Bezittingen in een land in financieringsproblemen – o.a. via blootstellingen van pensioenfondsen en verzekeraars – zullen mogelijk in aanzienlijke mate moeten worden afgeschreven.
- Vanwege potentiële meningsverschillen met andere landen over de ontwikkelingsrichting van de Europese economie is bereidheid tot opt-outs een belangrijk onderdeel van deze integratievoorkeur. Over de manier waarop met divergentie binnen de EU moet worden omgegaan, kunnen landen radicaal andere beleidsconclusies trekken. Sommige landen en instellingen zullen juist aandringen op de inrichting van meer gezamenlijke instrumenten. Het is bij deze integratievoorkeur waarschijnlijk dat Nederland met een voorkeur voor marktoplossingen een minderheids- of een geïsoleerde positie zal innemen. In dat geval worden opt-outs een mogelijkheid. Hoe een opt-out juridisch kan worden gerealiseerd, zal van de specifieke opt-out zelf afhangen, maar dit is in theorie af te spreken tijdens Europese onderhandelingen (zie ook box 4 in hoofdstuk 3). Het feit dat het eigenmiddelenbesluit van de EU en de meerjarenbegroting op basis van unanimiteit moeten worden goedgekeurd, biedt een manier om het belang dat Nederland aan opt-outs hecht, kracht bij te zetten. Landen kunnen bij gebrek aan Nederlandse steun ook kiezen voor versterkte samenwerking. Voor publieke arrangementen waar de EU nog geen

<sup>124</sup> Vanuit het *Lex monetae* zullen onder nationaal recht uitgegeven nationale publieke schulden dan waarschijnlijk automatisch in de nieuwe nationale munt worden omgezet, hetgeen onder een nieuwe minder waardevolle nationale munt tot een waardeverlies voor de bezitter van dergelijke schulden leidt.

competenties over heeft, zoals bijvoorbeeld het gezamenlijk garanderen van de schulden van nationale lidstaten, is het mogelijk om zaken in een apart verdrag, waar Nederland dan niet aan mee zou doen, te regelen.

- Opt-outs van publieke arrangementen zijn te verkiezen boven een eurozone-exit door Nederland. De commissie ziet een bewust vertrek van Nederland uit de Eurozone niet als een plausible integratievoorkeur. Het voorkomen van een situatie waarin Nederland gedwongen is mee te doen aan aanzienlijke inkomensoverdrachten om de economische en financiële stabiliteit binnen de eurozone te handhaven, kan deels worden bewerkstelligd door op opt-outs in te zetten. Box 11 geeft verdere overwegingen bij een Nederlandse eurozone-exit.
- Bij deze nadruk op marktwerking hoort op termijn ook grotere autonomie t.a.v. de nationale begroting. Bij lagere schulden en een geloofwaardige no-bailout clausule zou op termijn daarom het afschaffen van de Europese begrotingsregels kunnen worden overwogen. Landen kunnen dan zelf hun begrotingsinstituten, regels en normen zo vormgeven dat ze aansluiten bij nationale voorkeuren, waardoor binnenlandse steun voor het begrotingsproces kan worden gewaarborgd. Lidstaten zullen hun toegenomen soevereiniteit op begrotingsgebied waarschijnlijk koesteren. Omdat Europa op dit specifieke terrein bevoegdheden teruggeeft, ontstaat er op andere terreinen mogelijk meer politieke ruimte verder te integreren, bijvoorbeeld t.a.v. verdiepen van de interne markt.
- Verdergaande private risicodeling in de bankenunie past binnen deze integratievoorkeur. Met de verwevenheid van de financiële sector bestaat in een crisis de kans op een domino-effect vanuit zwakkere banken in perifere landen naar banken in economisch sterkere landen. Een goed gekapitaliseerde Europese bankensector met een door de sector zelf gefinancierd Europees resolutieraamwerk maakt het makkelijker om persistente divergentie op andere terreinen, zoals hoge publieke schulden, beheersbaar te maken. Buffers en vangnetten, door banken zelf gefinancierd, worden gezien als een soort impliciete marktconforme verzekeringspremie. Deze worden daarom versterkt door banken zelf. Nederland staat open voor grotere private risicodeling via een vorm van een Europees depositogarantiestelsel en het vergroten van een fonds van waaruit resolutie gefinancierd kan worden (SRF). Als lidstaten besluiten om naast private risicodeling ook instrumenten met een publieke achtervang (zoals bij een EDIS of bij gezamenlijke noodmaatregelen in een systeemcrisis) op te zetten voor de bankensector, opt Nederland out. Het is voor Nederland geen probleem dat de bankensector gesegmenteerd blijft langs nationale lijnen.
- Marktdruk op lidstaten wordt vergroot via prudentiële behandeling van blootstellingen op overheden bij banken (RTSE). Nederland kan een geleidelijke invoering van RTSE als voorwaarde stellen voor het tijdelijk garanderen van buitensporige schulden via een schuldaufbouwfonds en het meewerken aan een Europees depositogarantiestelsel. Bij lagere publieke schulden zal de afhankelijkheid van overheden van hun nationale bankwezen voor het opkopen van schulden ook minder een probleem zijn.
- Verduidelijking van het mandaat van de ECB vermindert impliciete risicodeling via de ECB-balans en negatieve neveneffecten van het monetair beleid. Op die manier kan bijvoorbeeld worden voorkomen dat de ECB de mogelijkheid omarmt om tijdelijk hogere inflatie toe te staan. Dit zou negatieve gevolgen kunnen hebben voor lidstaten met hoge spaartegoeden, zoals Nederland, dan voor lidstaten met weinig gespaard vermogen. Om het mandaat van de ECB aan te passen, moet het Verdrag worden gewijzigd. Nederland zou in kunnen zetten op het opnemen van een definitie van prijsstabiliteit in het mandaat, waardoor de ECB aan een duidelijke doelstelling wordt gebonden.

#### *Risico's en kwetsbaarheden bij deze integratievoorkeur*

- Het actief inzetten op opt-outs van begrotingsinstrumenten brengt aanzienlijke politieke kosten voor Nederland met zich mee. De kans wordt kleiner dat nieuwe gedeelde arrangementen tot stand komen als Nederland niet mee wil doen. De kosten van het arrangement zullen moeten worden gedeeld onder andere economisch sterke landen,

bijvoorbeeld via het inrichten van versterkte samenwerking, waardoor ook zij van deelname af kunnen zien. In geval het instrument toch tot stand komt, met een Nederlandse opt-out, hoeft Nederland op voor haar belangrijke terreinen – economisch, geopolitiek of andersoortig - minder medewerking van andere landen te verwachten. Hoewel Nederland als EU-lid niet de toegang tot de interne markt kan worden ontzegd, kan het over een langere periode minder medewerking verwachten bij het gezamenlijk vormgeven van de regels voor de interne markt. Daarnaast kan het bepleiten en/of binnenhalen van een opt-out op een economisch terrein ook een precedent scheppen voor andere lidstaten om op voor Nederland belangrijke onderwerpen niet mee te doen (bijvoorbeeld op het gebied van rechtsstatelijkheid).

- Het bewust afstand doen van het principe dat eurozonedeelname onomkeerbaar is, brengt – naast politieke kosten - ook onvoorziene financiële risico's met zich mee. Aangezien de eurodeelname van landen door marktpartijen als onomkeerbaar wordt gezien, is het lastig te voorspellen hoe groot de gevolgen van uittreding van een euroland zullen zijn en hoe sterk de reactie op de financiële markten zal zijn. Het ligt echter voor de hand dat de economische en financiële gevolgen groot zijn, en negatief voor een deel of het geheel van het huidige eurogebied. Daarbij geldt dat hoe groter het uittredende land is, hoe groter de onvoorziene gevolgen voor de EMU en EU als geheel zouden kunnen zijn. Enkel het inbouwen van deze mogelijkheid of het ter sprake ervan brengen zal al onrust veroorzaken op de financiële markten.

#### Box 11: Eurozone-exit door Nederland

Op dit moment is niet voldaan aan de vereisten voor een stabiele en veerkrachtige EMU. Er zou kunnen worden overwogen om als Nederland uit de euro te treden en een soortgelijke positie als bijvoorbeeld Denemarken, Zweden en Polen in de EU in te nemen. De commissie vindt deze optie niet aan te bevelen.

Door de eurozone te verlaten, wordt de kans dat de houdbaarheid van de eurozone wordt vergroot via het verminderen van de in hoofdstuk 2 benoemde kwetsbaarheden zeker niet groter en kan Nederland deze in het geheel niet beïnvloeden. Nederland zou dan wel zijn uitgetreden maar ook dan is het een illusie te denken dat het zich volledig aan de economische gevolgen van het uiteenvallen van de eurozone of uittreding van een groot land wegens wanbetaling op overheidsschuld, zou kunnen onttrekken. Daarvoor is Nederland economisch te zeer verknoopt met landen uit de eurozone.

Wel zou Nederland buiten de eurozone niet mee hoeven doen aan door overheden opgezette mogelijke transfermechanismen om de eurozone bij elkaar te houden. Dergelijke transfers zouden via een toekomstige eurozonebegroting kunnen lopen, maar ook via de EU-begroting als problemen in enkele eurozonelanden een directe aanleiding vormen voor het opzetten van additionele transfermechanismen binnen het EU begrotingsraamwerk, zoals bijvoorbeeld in geval van NGEU. Hierin wordt echter ook voorzien via de opt-outs onder integratievoorkeur 4 (meer markt).

#### *Juridische overwegingen*

- Er is geen juridisch kader voor een eurozone-exit. Landen die lid zijn van de EU worden volgens het VWEU geacht de euro te hebben, met uitzondering van landen met een tijdelijke uitzondering omdat ze nog niet aan de regels voldoen<sup>125</sup> en Denemarken, dat onder het Verdrag van Maastricht in 1992 een uitzondering heeft bedongen. Een uittreding uit de eurozone verschilt daarmee sterk van een opt-out uit een nieuw op te richten arrangement.

<sup>125</sup> Het betreft EU-lidstaten met een zogenaamde derogatie op basis van artikel 139 VWEU. Ten aanzien van deze lidstaten wordt, conform artikel 140 VWEU, elke twee jaar gekeken of ze aan de macro-economische convergentiecriteria voor de EMU voldoen en kan, voor lidstaten die dan aan de voorwaarden voldoen, een voorstel voor toetreding tot de EMU worden gedaan.

#### *Kosten van een eurozone-exit door Nederland*

- Voor Nederland gaat een euro-exit met additionele niet goed te kwantificeren kosten en risico's gepaard. Die zijn zowel politiek (bijvoorbeeld met betrekking tot de invloed van Nederland in de EU) als economisch (bijvoorbeeld aangaande de waarde van onze buitenlandse activa en passiva). Het betreft zowel tijdelijke als permanente kosten voor Nederland.
- Politieke kosten treden bijvoorbeeld op omdat een uittreding van een economisch sterk land tot fundamentele twijfels leidt over de toekomst van de eurozone. Financiële markten zullen redenomatierisico's in aanzienlijk grotere mate dan nu gaan inprijzen waardoor een aantal landen zelfs bij economisch goed beleid in de financieringsproblemen zou kunnen komen.
- Hiermee wordt uitgelokt wat we nu juist beogen te voorkomen, dat wil zeggen een instabiele en fragiele EMU. Dit zal Nederland niet in dank worden afgenomen. Landen zullen waarschijnlijk actief beleid voeren om de prijs voor Nederland voor het verlaten van de EMU zo hoog mogelijk te maken. Dit is gemakkelijker jegens een relatief klein land als Nederland dan jegens een veel groter land als het Verenigd Koninkrijk. De politieke kosten van een bewuste keuze tot uittreding zijn naar alle waarschijnlijkheid zeer hoog.
- Ook heeft een uittreding aanzienlijke economische kosten. De euro verlaagt de transactiekosten van handel en vergroot daarmee de baten van de interne markt. Dit voordeel zal verloren gaan. Gedurende een overstap zullen daarnaast – onder de veronderstelling dat een nieuwe Nederlandse munt duurder zal zijn dan de euro - Nederlandse bezittingen in andere eurozonelanden moeten worden afgewaardeerd, en zal de Nederlandse exportsector tijdelijk concurrentievoordeel inleveren.
- Tenslotte meent de Commissie dat Nederland zelfstandig geen wezenlijk ander monetair beleid dan de eurozone kan voeren zonder zichzelf schade te berokkenen. Vanwege de aanzienlijke wederzijdse handelsstromen zou Nederland er vermoedelijk na een euro exit voor kiezen de waarde van de eigen munt te koppelen aan die van de euro. Nederland koppelde voor de invoering van de euro de waarde van de gulden succesvol aan die van de toenmalige Duitse Mark. Denemarken koppelt nu de waarde van zijn munt aan de euro. Bij een dergelijke koppeling zal via het wisselkoersbeleid de publieke blootstelling op de andere EMU-landen op deze manier weer terugkomen omdat voor handhaving van de koers aanzienlijke blootstellingen van DNB op in euro's gedenomineerde activa nodig zouden zijn.

#### *Voordelen*

- Nederland zou niet langer bloot staan aan mogelijke verliezen voor de ECB (via Target 2) als gevolg van het uittreden van een groot land uit de eurozone en de mogelijke financiële gevolgen daarvan voor Nederland.

Het uittreden van een groot land uit de eurozone acht de Commissie op de voorzienbare horizon niet plausibel. Mede daarom vindt de Commissie dat het niet meedelen door Nederland in de verliezen van de ECB in geval van uittreding van een land in dat geval niet opwegen tegen de nadelen van het overwegen van een eurozone exit door Nederland. De integratievoorkeur *meer markt*, waar middels opt-outs hetzelfde doel (het voorkomen van publieke risicodeling) wordt beoogd is superieur aan een eurozone exit door Nederland

**Figuur 4.1:** Overzichtstabel van alle maatregelen

**Legenda:**

■ No-regrets   
 ■ Maatregel zoals omschreven in Hoofdstuk 3   
 ■ Maatregel in aangepaste vorm   
 ■ Regrets   
 ■ Nederland bedingt opt-out

	Gestaag door	Doorpakken	Meer snelheden	Meer markt
<b>Maatregelen ten behoeve van stabiele groei en convergentie</b>				
1. Aanpassen dienstenrichtlijn	No regret			
2. Grensoverschrijdend arbeidsmarktbeleid	No regret			
3. Verdieping kapitaalmarkt	No regret			
4. Harmonisatie van belastingbeleid	Kleine stappen op specifieke terreinen	Harmonisatie op specifieke terreinen	Harmonisatie op specifieke terreinen, eventueel eerst alleen voor een deel van de landen	
5. Beperken private schulden		Harmonisatie van fiscaal beleid en meer tanden voor MEOP	Harmonisatie van fiscaal beleid, eventueel eerst alleen voor een deel van de landen	
6. EU-begroting gericht op collectieve goederen	No regret. Nadruk op bijsturen cohesiegelden naar gemeenschappelijke doelen, afbouw steun agrarische sector	No regret. Accepteren grotere EU begroting, primair gericht op gemeenschappelijke doelen i.p.v. cohesie en landbouw	No regret. Onderdelen die geen evidente gemeenschappelijke doelen betreffen inrichten op basis van toegangscriteria	No regret. Harde inzet op reduceren cohesiegelden en landbouwgeden
7. Herstelfonds permanent maken		Permanent fonds voor structuurversterking, randvoorwaarden om moreel gevaar en permanente transfers te beperken	Alleen voor landen met lage schulden of die schulden voldoende hebben teruggebracht	Opt-out
8. Stabilisatiefunctie	Vertrouwen op ad-hoc reacties bij grote schokken, evt ruimte in eigen middelen besluit voor stabilisatie van onbekende schokken	Permanente stabilisatiefunctie voor ex-ante gedefinieerde schokken, randvoorwaarden om moreel gevaar en permanente transfers te beperken	Alleen voor landen met lage schulden of die schulden voldoende hebben teruggebracht	Opt-out
9. CO2-beprijzing	No regret			
10. Green golden rule	Regret			

**Legenda:**

■ No-regrets ■ Maatregel zoals omschreven in Hoofdstuk 3 ■ Maatregel in aangepaste vorm ■ Regrets ■ Nederland bedingt opt-out

	Gestaag door	Doorpakken	Meer snelheden	Meer markt
<b>Maatregelen gericht op het afbouwen van publieke schulden</b>				
1. Aanpassingen in de Europese begrotingsregels	Uitgavenregel, gedifferentieerd schuldpad			
2. Onafhankelijker toezicht op naleving van de Europese begrotingsregels	Versterking nationale begrotingsraden en/of onafhankelijker EC/EFB			
3. Vervanging van begrotingsregels door begrotingsnormen	Regret			
4. Koppeling naleving Europese begrotingsregels aan financiële instrumenten			Op basis van strengere regels dan het huidige SGP voorwaarden stellen voor deelname aan nieuwe gemeenschappelijke instrumenten	
5. Op korte termijn afschaffen van Europese begrotingsregels	Regret			
6. Ordentelijk proces voor herstructurering van onhoudbare overheids-schuld	Met onafhankelijke schuldhoudbaarheids-analyse			Geen preventieve kredietlijnen, wel ESM met aanpassingsprogramma met IMF deelname als voorwaarde
7. Schuldafbouwfonds				met voldoende waarborgen zodat schulden echt worden afgebouwd
8. Gezamenlijke publieke schuld		Vorm van preferente permanente collectieve financiering van schulden tot bepaald niveau BBP	Alleen voor landen met relatief lage schulden, waarbij toetreding mogelijk wordt nadat schulden zijn teruggebracht	Opt-out
9. Erosie van schulden door inflatie	Regret			
10. Financiële repressie	Regret			



**Legenda:**

■ No-regrets ■ Maatregel zoals omschreven in Hoofdstuk 3 ■ Maatregel in aangepaste vorm ■ Regrets ■ Nederland bedingt opt-out

	Gestaag door	Doorpakken	Meer snelheden	Meer markt
<b>Maatregelen gericht op het verminderen van de vervlechting tussen banken en overheden</b>				
<i>(NB: vervolmaking van de bankenunie past wel bij het eindbeeld van variant 3 (integratie), maar niet bij het pluriforme karakter daarvan. Daarom in de tabel grotendeels leeg)</i>				
1. Verhogen kapitaaleisen	Inzetten op hogere buffers banken			Inzetten op hogere buffers banken
2. Prudentiële behandeling van staatsobligaties	Transparantie over blootstellingen aan staatsobligaties vergroten (pillar 3); geen kapitaaleisen	in combinatie met gezamenlijke publieke schuld		RTSE als voorwaarde voor deelname aan schuldaufbouwfonds
3. Slechten barrières voor internationale operaties van banken		Schrappen mogelijkheden prudentiële eisen op niveau van dochters		
4. Europees depositogarantiestelsel	EDIS-light, samenwerking voor noodfinanciering, maar verliezen blijven nationaal	Volledige EDIS (met mutualisatie van verliezen op depositogaranties en gezamenlijke backstop)	Beperkte EDIS tussen sterkere landen op basis van vrijwilligheid	EDIS (met enkel private risicodeling en zonder gezamenlijke backstop)
5. Beperken staatssteun en gelijkere behandeling niet-significante banken in faillissement	Gelijke regels voor DGS-inzet	Gelijke regels voor DGS-inzet + eerste stappen naar gelijktrekken faillissementsprocedures voor niet-significante banken		
6. Resolutie in een systeemcrisis	Vertrouwen op ad-hoc reacties bij systeemcrisis	(doorontwikkelen) resolutieraamwerk systeemcrisis: SRB op afstand, mogelijkheid tot beperken bail-in in systeemcrisis, vergroten vangnet SRF		Alleen vergroten SRF
7. Europese Publieke bad bank				Opt-out
8. Europese verplichte herkapitalisatie van banken				Opt-out

**Legenda:**

■ No-regrets  
 ■ Maatregel zoals omschreven in Hoofdstuk 3  
 ■ Maatregel in aangepaste vorm  
 ■ Regrets  
 ■ Nederland bedingt opt-out

	Gestaag door	Doorpakken	Meer snelheden	Meer markt
<b>Maatregelen ten aanzien van het monetaire beleid</b>				
1. Definitie prijsstabiliteit in Verdrag opnemen				ECB-mandaat inperken door definitie prijsstabiliteit te bepalen
2. Grotere rol budgettair beleid		Gebalanceerdere beleidsmix door stabilisatiefunctie/fonds voor structuurversterking	Budgettaire instrumenten, met voorwaarden voor deelname	
3. Schulden verlagen om ECB te bevrijden van debt trap				Verlaging van publieke schulden, door middel van in Hoofdstuk 3.2 besproken maatregelen.

# Nawoord

Hoewel de Europese Unie niet altijd even duidelijk zichtbaar is in de media en in de nationale politieke debatten, is het moeilijk het belang van de EU voor Nederland te overschatten. De EU heeft bijgedragen aan de vrede en wederopbouw na de Tweede Wereldoorlog, zij is een gemeenschap van gedeelde waarden die helpt de rechtstaat te borgen, en ze heeft substantieel bijgedragen aan onze welvaart. Een groot deel van ons regeringsbeleid wordt gedreven of afgebakend door wat er op EU-niveau besloten wordt. Ondanks dat onze politieke debatten vaak gaan over gebeurtenissen en ontwikkelingen in Nederland en dat ze op Nederlandse bodem worden gevoerd, is het belangrijk voor de Nederlandse regering een heldere en constructieve visie op de EU te hebben en op basis daarvan in te zetten op een consistente positie in de Europese beleidsonderhandelingen. Hiermee kan Nederland haar invloed vergroten en is ze beter in staat haar doelen te bereiken. Gezien het grote Nederlandse belang bij een goed functionerende EU bevordert dit een meer stabiele en veerkrachtige EU.

Op het moment van schrijven lijkt COVID-19 in Nederland en de EU op zijn retour en zijn de groeivoorzichten voor de economie gunstig. De COVID-19 pandemie, waarschijnlijk de meest dramatische wereldwijde gebeurtenis sinds de Tweede Wereldoorlog, heeft, behalve het grote verlies aan levens, ook de economie zwaar getroffen, en daarbij bestaande zwaktes in de structuur van de EU economie extra duidelijk blootgelegd. De economische gevolgen van de pandemie zullen waarschijnlijk nog lang voelbaar zijn, terwijl daar de, in economisch opzicht, nog grotere uitdagingen van de verouderende bevolking en de klimaatverandering bij komen. Om deze uitdagingen het hoofd te kunnen bieden is het noodzakelijk de EU economie stabiel en veerkrachtiger te maken. Met dit rapport hebben we geprobeerd hiervoor handelingsperspectieven te verschaffen.

Gezien de breedte van het onderwerp zag de Commissie zich voor een stevige uitdaging gesteld. De verschillende achtergronden en complementaire expertises van de Commissieleden hebben geholpen om deze uitdaging zo goed mogelijk aan te gaan. We zijn gestart met zeven leden. Een van onze leden, Hans van Baalen, is ons helaas ontvallen in de periode van onze werkzaamheden. Een groot verlies voor onze Commissie, vanwege Hans als persoon, met zijn kenmerkende humor, en als medeauteur van ons rapport, met een scherp gevoel voor de politieke aspecten van onze analyses. We zijn hem dankbaar voor zijn bijdrage.

We zijn ook dankbaar voor de hulp die we van meerdere zijden hebben mogen ontvangen. Allereerst zijn we het Ministerie van Financiën, het Ministerie van Buitenlandse Zaken en De Nederlandse Bank erkentelijk voor de ruimhartige bemensing van het Secretariaat van de Commissie. Het Secretariaat, bestaande uit Joris van Dijk, Jasper Timmermans, Rebekka Tselms en Erlijne Wissels heeft met hun enorme inzet en creativiteit een geweldige bijdrage aan de totstandkoming van ons rapport geleverd. We willen ook de vele experts bedanken die zijn geraadpleegd tijdens ons werk. Voorts willen we onze gesprekspartners uit andere EU-landen en Europese organisaties danken voor de tijd die ze hebben genomen om ons te woord te staan.<sup>126</sup> We vonden het belangrijk hun visies te vernemen over de politieke haalbaarheid van (pakketten van) maatregelen die kunnen bijdragen aan de stabiliteit en veerkracht van de EU economie, en waar mogelijk overeenstemming met Nederland zou kunnen worden gevonden op dit front.

<sup>126</sup> Agnès Bénassy-Quéré, Luigi Disanto, José-Luis Escriva, Robert de Groot, Kalin Anev Janse, Jörg Kukies, Emmanuel Moulin, Alessandro Rivera, Rolf Strauch en Maarten Verwey.

Wij hopen dat ons rapport de toekomstige Nederlandse regering(en) zal helpen om tot een consistente en constructieve inzet te komen voor hun beleid ten aanzien van de Europese economische en financiële integratie.

Roel Beetsma

Vorzitter Commissie Europese Economie

Voorhout, 30 juni 2021

# Appendix I Instellingsbesluit Commissie Europese Economie

Besluit van de Minister van Financiën en de Minister van Buitenlandse Zaken van [d.d.] , nr. [ ], houdende instelling van de Commissie Europese economie (Instellingsbesluit Commissie Europese economie).

De Minister van Financiën en de Minister van Buitenlandse Zaken;  
Gelet op artikel 2, eerste en tweede lid, van de Wet vergoedingen adviescolleges en commissies;  
Besluiten:

## **Artikel 1. Begripsbepalingen**

In dit besluit wordt verstaan onder:

*De ministers:* de Minister van Financiën en de Minister van Buitenlandse Zaken tezamen;

*De commissie:* de commissie, bedoeld in artikel 2.

## **Artikel 2. Instelling en taak**

1. Er is een commissie Europese economie.
2. De commissie heeft tot taak het verkennen en formuleren van opties voor een kabinetsinzet ten aanzien van de uitvoering van het Europees-financieel economisch beleid om de Europese economie als geheel stabiel, weerbaarder en veerkrachtiger te maken.

## **Artikel 3. Samenstelling, benoeming, ontslag**

1. De commissie bestaat uit een voorzitter en ten hoogste zes andere leden.
2. De voorzitter en de andere leden hebben zitting op persoonlijke titel en oefenen hun functie uit zonder last of ruggespraak.
3. De voorzitter en de andere leden worden door de ministers benoemd.

## **Artikel 4. Leden**

1. Voor de duur van de commissie worden tot lid van de commissie benoemd:
  - a. Prof. dr. R.M.W.J. Beetsma, tevens voorzitter;
  - b. Prof. dr. L.H. Hoogduin;
  - c. Prof. dr. C.E. de Vries;
  - d. Mr. drs. J.C. van Baalen;
  - e. Prof. dr. B.E. Baarsma;
  - f. Prof. dr. J.J. Graafland;
  - g. Drs G. J. Salden

## **Artikel 5. Instelling commissie**

De commissie wordt ingesteld met ingang van de dag van inwerkingtreding van dit besluit.  
De commissie wordt na het opleveren van het eindrapport opgeheven.

## **Artikel 6. Secretariaat**

1. De ministers voorzien in een secretariaat dat de commissie ondersteunt. De medewerkers van het secretariaat zijn geen lid van de commissie.
2. Het secretariaat is voor de uitvoering van zijn taak uitsluitend verantwoording schuldig aan de voorzitter van de commissie.

#### **Artikel 7. Werkwijze**

De commissie stelt haar eigen werkwijze vast.

#### **Artikel 8. Vergoeding commissieleden**

Aan de voorzitter en de leden Hoogduin, de Vries, van Baalen, Baarsma en Graafland wordt een vaste vergoeding per maand toegekend voor de periode vanaf de inwerkingtreding tot aan het uitbrengen van het eindrapport, waarbij het salaris wordt vastgesteld op schaal 18, trede 10, van paragraaf 6.3 van de CAO Rijk en de arbeidsduurfactor op 0,111. Het lid Salden ziet af van bezoldiging.

#### **Artikel 9. Eindrapport en uiterste datum voor oplevering**

De commissie brengt vóór 1 juli 2021 haar eindrapport uit aan de ministers. De commissie is bevoegd desgewenst een of meerdere tussenrapporten uit te brengen aan de ministers.

#### **Artikel 10. Archiefbescheiden**

De commissie draagt zo spoedig mogelijk na beëindiging van haar werkzaamheden of, zo de omstandigheden daartoe aanleiding geven, zoveel eerder, de bescheiden betreffende die werkzaamheden over aan het archief van de Directie Buitenlandse Financiële Betrekkingen van het ministerie van Financiën.

#### **Artikel 11. Inwerkingtreding**

Dit besluit treedt in werking met ingang van de dag na de datum van uitgifte van de Staatscourant waarin het wordt geplaatst.

#### **Artikel 12. Citeertitel**

Dit besluit wordt aangehaald als: Instellingsbesluit Commissie Europese economie. Dit besluit zal met de toelichting in de Staatscourant worden geplaatst.

de Minister van Financiën de Minister van Buitenlandse Zaken  
W.B. Hoekstra S.A. Blok

### **Toelichting**

Tijdens het debat over de uitkomst van de Europese top inzake het herstellfonds op 9 september jl. heeft de minister-president in reactie op een verzoek van het Kamerlid Omtzigt (CDA) toegezegd dat het kabinet de mogelijkheden verkent voor het instellen van een commissie die de brede Europese financieel-economische en monetaire situatie onderzoekt. Na een initiële verkenning is aan de Kamer gecommuniceerd dat het kabinet een commissie zal oprichten inzake de vormgeving en de werking van de Europese economie.<sup>1</sup>

De afgelopen jaren is het functioneren van de Europese economische en monetaire situatie, inclusief de economische en monetaire unie (EMU), vanuit Nederlands perspectief meermaals bestudeerd, o.a. door het Centraal Planbureau<sup>2</sup>, de Raad van State<sup>3</sup>, de Adviesraad Internationale Vraagstukken<sup>4</sup>, de Nederlandsche Bank<sup>5</sup>, Instituut Clingendael<sup>6</sup> en ook door het kabinet zelf<sup>7</sup>. Tegelijkertijd heeft de COVID-19 pandemie bestaande uitdagingen van de EU/EMU uitvergroot. Ook zijn in reactie op de COVID-19 pandemie diverse Europese nood- en herstelmaatregelen getroffen. Deze ontwikkelingen vormen een nieuwe context voor een nadere verkenning over de vormgeving en werking van de Europese economie.

Voor een dergelijke analyse is specifieke deskundigheid vereist. Het is daarom passend verkenningen te laten uitvoeren door een daarvoor in te stellen commissie. Het gaat hier specifiek om een commissie die wordt ingesteld om vanuit een bepaalde deskundigheid na

te denken over de uitvoering van beleid. Het is daarnaast belangrijk dat de commissie volledig onafhankelijk haar verkenning kan uitbrengen. De bestaande economische uitdagingen in de EU en de EMU worden in veel gevallen al meerdere jaren besproken in diverse Europese gremia. T.a.v. diverse uitdagingen is het lastig vooruitgang te boeken door de uiteenlopende meningen in de verschillende Europese landen. Diverse van de bovengenoemde instellingen die de EMU hebben geanalyseerd, hebben ook uitvoeringstaken gerelateerd aan de EMU of benaderen de materie vanuit een specifieke invalshoek. Een volledig onafhankelijke commissie, waarin een divers spectrum aan deskundigheid aanwezig is – economisch, juridisch, politicologisch, historisch – vormt de beste waarborg dat verschillende perspectieven op de uitvoering van het beleid t.a.v. de vormgeving en werking van de Europese economie voldoende worden meegewogen.

In de verkenning van de opties dient de commissie rekening te houden met de nieuwe context waarin de COVID-19 pandemie enkele bestaande uitdagingen van de EU/EMU heeft uitvergroot. De analyse zal met name gericht moeten zijn op het monetaire beleid, het begrotingsbeleid inclusief de financiering ervan en de rol van de bancaire sector, alsmede de interacties tussen deze terreinen. De analyse zal primair economisch van aard moeten zijn, en zal moeten leiden tot verschillende opties tot uitvoering van het beleid met een verschillende impact op de Europese integratie. Hierin zal de politieke context en het draagvlak van de verschillende opties moeten worden meegenomen.

Het onderwerp waarover een verkenning van opties wordt gevraagd, is dermate complex dat de commissie voldoende tijd moet worden gegund om de analyse op te stellen. Er is daarom gekozen voor oplevering van de analyse vóór 1 juli 2021.

Voor de vormgeving en inrichting van de commissie is voor het overige aangesloten bij de Leidraad instellen externe commissies. De grondslag voor de vergoeding aan de voorzitter en de leden Hoogduin, de Vries, van Baalen, Baarsma en Graafland is de Wet vergoedingen adviescolleges en commissies en het daarop gebaseerde instellingsbesluit voor de commissie. Het lid Salden heeft aangegeven volledig af te zien af van bezoldiging op grond van de Wet vergoedingen adviescolleges en commissies en het daarop gebaseerde instellingsbesluit voor de commissie. Voor alle leden zullen de werkzaamheden een halve dag per week omvatten.

1 <https://www.rijksoverheid.nl/documenten/kamerstukken/2020/10/13/kamerbrief-over-adviescommissie-inzake-vormgeving-en-werking-van-de-europese-economie>

2 <https://www.cpb.nl/sites/default/files/omnidownload/CPB-Notitie-12sept2017-Discussienota-Europese-Commissie-over-EMU.pdf>

3 <https://www.raadvanstate.nl/@9097/afdeling-advisering/>

4 <https://www.raadvanstate.nl/@115892/raad-state-brengt/>

5 <https://www.adviesraadinternationalevraagstukken.nl/onderwerpen/europese-unie-intern-beleid/documenten/publicaties/2017/07/07/is-de-eurozone-stormbestendig>

6 [https://www.dnb.nl/binaries/Munt%20slaan%20uit%20de%20euro\\_tcm46-361091.pdf](https://www.dnb.nl/binaries/Munt%20slaan%20uit%20de%20euro_tcm46-361091.pdf)

7 <https://www.clingendael.org/pub/2018/clingendael-state-of-the-union-2018/4-the-emu-has-no-design-flaws/>

8 <https://www.rijksoverheid.nl/documenten/kamerstukken/2017/11/27/toekomst-van-de-economische-en-monetaire-unie>

## Appendix II Lijst met afkortingen

<b>ABSPP:</b>	Asset-backed securities purchase programme
<b>ACC:</b>	Additional Credit Claim
<b>CBPP 1, 2 en 3:</b>	First, second en third Covered bond purchase programme
<b>CSPP:</b>	corporate sector purchase programme
<b>EC:</b>	Europese Commissie
<b>EBA:</b>	European Banking Authority
<b>ECB:</b>	European Central Bank
<b>EDIS:</b>	European Deposit Insurance Scheme
<b>EFSM:</b>	Europees Financieel Stabilisatie Mechanisme
<b>EISF:</b>	European Investment Stabilisation Function
<b>ESM:</b>	Europees Stabiliteits Mechanisme
<b>MEOP:</b>	Macro Economische Onevenwichtigheden Procedure
<b>NCB:</b>	Nationale Centrale Bank
<b>NPL:</b>	Niet-presterende lening
<b>OESO:</b>	Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling
<b>OMT:</b>	Outright monetary transactions
<b>PCCL:</b>	precautionary conditioned credit line
<b>PCS:</b>	Pandemic Crisis Support
<b>PEPP:</b>	Pandemic Emergence Purchase programme
<b>PSPP:</b>	public sector purchase programme
<b>RTSE:</b>	Regulatory Treatment of Sovereign Exposure
<b>SBBS:</b>	Sovereign Bond Backed Securities
<b>SGP:</b>	Stabiliteits- en Groei Pact
<b>SMP:</b>	Securities Markets Programme
<b>SRB:</b>	Single Resolution Board
<b>SRF:</b>	Single Resolution Fund
<b>SSM:</b>	Single Supervisory Mechanism
<b>VWEU:</b>	Verdrag van Werking van de Europese Unie



## Appendix III Literatuurlijst

- Admati and Hellwig (2014). The Bankers New Clothes.
- Adviesraad Internationale Vraagstukken (2015). Gedifferentieerde integratie, verschillende routes in de EU-samenwerking, advies 89.
- Adviesraad Internationale Vraagstukken (2017). Is de eurozone stormbestendig? Over verdieping en versterking van de EMU, advies 105.
- Baarsma, B et al. (2019). Kabinet: zorg dat iedere on Co2-uitstoot dezelfde prijs krijgt, *ESB*.
- Basdevant, O., Chaponda, T., Gouguet, F, Honda, J.j and Thomas, S. (2020). Designing fiscal rules to protect investment , Chapter 7, *Well Spent : How Strong Infrastructure Governance Can End Waste in Public Investment (eds)*, edited by Schwartz G., Fouad M., Hansen T., and Verdier G, IMF.
- Beetsma, R, en Giulidori, M. (2010). The macro-economic costs and benefits of the EMU and Other Monetary Unions: An Overview of Recent Research, *Journal of Economic Literature*.
- Bernanke et al (2019). Firefighting. The financial crisis and its lessons.
- Bini Smaghi, L, Marcussen, M, (2018). Delivering a safe asset for the euro area: a proposal for a purple bond transition, *VOXEU artikel*, juli.
- Blanchard, O, Leandro, A en Zettelmeyer, J (2021). Redesigning EU fiscal rules: From rules to standards, *Peterson Institute of International Economics Working Paper 21-1*.
- CPB (2008). The Internal market and the Dutch Economy, Implications for trade and Growth, *CPB Document 168*.
- CPB (2017). Discussienota Europese Commissie over EMU, *CPB Notitie*.
- Delpla, J en van Weizsäcker, J. (2010). The Blue Bond Proposal, *Bruegel Policy Brief*.
- DNB (2017). Munt slaan uit de euro.
- ECB (2017). Financial stability review.
- ECB (2020). Financial Integration and Structure in the Euro Area
- ECB (2020). Liquidity in resolution: estimating possible liquidity gaps for specific banks in resolution and in a systemic crisis, *Occasional Paper series, No 250*, November.
- ECB (2021). How much capital should banks hold?
- European Court of Auditors (2016). Has the Commission Ensured Effective Implementation of the Services Directive? *Special Report No. 5*.
- European Fiscal Board (2018). Annual Report.

European Fiscal Board (2019). Assessment of European Fiscal Rules with a focus on the six and two-pack legislation.

European Fiscal Board (2020). Annual Report.

Europese Commissie (2014). Labour mobility and labour market adjustment in the EU, *economic papers* 539.

Europese Commissie (2015). Action Plan on Building a Capital Markets Union, COM(2015) 468 final.

Europese Commissie (2018). Voorstel voor een verordening van het Europees parlement en de raad betreffende de instelling van een Europese stabilisatiefunctie voor investeringen, COM(2018) 387.

Europese Commissie (2019a). The European Green Deal, COM(2019) 640, p. 15.

Europese Commissie (2019b). State Aid Scoreboard 2018, results, trends and observations regarding EU28 State Aid Expenditure reports for 2017.

Europese Commissie (2020a). Ageing report European commission underlying assumptions and projection methodologies, *institutional paper* 142.

Europese Commissie (2020b). A Capital Markets Union for people and businesses, new action plan COM(2020) 590 final.

Europese Commissie (2020c). Annual Report on intra-EU labour mobility 2020.

Europese Commissie (2020d). Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the regions, Long term action plan for better implementation and enforcement of single market rules, COM(2020) 94 final.

Europese Commissie (2020e). Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the regions, Identifying and addressing barriers to the Single Market, COM(2020) 93.

Europese Commissie (2020f). Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Central Bank, the European Economic and Social Committee and the Committee of the regions on the Economic Governance Review, *Commission Staff Working Document*.

Europese Commissie (2020g). EU's next long-term budget & NextGenerationEU, key facts and figures.

Europese Commissie (2020h). The OLAF Report.

Europese Commissie (2021a). Mapping and assessment of legal and administrative barriers in the services sector, summary report.

Europese Commissie (2021b). Business Taxation for the 21st Century, COM(2021) 251 final.

Europese Commissie (2021c). Debt-equity bias reduction allowance (DEBRA).

Europese Commissie (2021d). Communication from the Commission to the Council, one year since the outbreak of COVID-19: fiscal policy response, COM(2021) 105 final.

Europese Commissie, 2014-2020 ESIF Overview.

Europese Commissie, Spring 2021 Economic Forecast: rolling up sleeves.

Fall, F, Bloch, D, Fournier J.M en Holler P (2015). Prudent debt targets and fiscal frameworks. *OECD economic policy paper*, July 2015, Nr. 15.

Furceri, D en Zdzienicka, A (2013). The euro area crisis: need for a supranational fiscal risk sharing mechanism? *IMF working paper*, Nr. 198.

Hoogduin, L, Amtenbrink, F, Bezemer, D, Demertzis, M (2021). Studiegroep ECB: economische en juridische aspecten van de ECB opkoopprogramma's

IMF (2012). The good, the bad and the ugly – dealing with 100 years of debt overhang, *World Economic Outlook*, chapter 3.

IMF (2018). Euro area policies: bank resolution and crisis management.

IMF (2019) Deepening the EU's single market for services, *issues working paper nr 19/269*.

IMF (2019). A Capital Market Union for Europe, *IMF staff discussion note*, SDN/19/07.

Leandro, A en Zettelmeyer, J (2018). The Search for a Euro Area Safe Asset, Peterson Institute for International Economics, *working paper 18-3*.

Mayer, T, Vicard, V and Zignago, S. (2018). The Cost of Non-Europe, Revisited. *Centre for Economic Policy Research*.

Nysten en Kersten (2018). Aanpassing risicoweging staatsobligaties is noodzakelijk én haalbaar, *ESB*, november.

Pekanov, A en Schratzenstaller, M (2020). The role of fiscal rules in relation with the green economy, study requested by the ECON committee of the European Parliament.

Raad van State (2017). De staat van de euro.

Romer, C.D, en Romer, D.H. (2017). Why some times are different: Macro-economic Policy and the Aftermath of Financial Crises, *NBER Working paper*, October.

Schout, A (2018). The EMU has no design flaws, a critique of the European Commission's Reflection Paper on the Deepening of the EMU, *Clingendael Report*, February.

Smit, R en Balabay, O (2018). Diensten, wie, wat hoe en waar? CBS.

Studiegroep ECB (2021). Economische en Juridische aspecten van de ECB opkoopprogramma's.

Studiegroep Invulling klimaatopgave Green Deal (2021). Bestemming Parijs, wegwijzer voor klimaatkeuzes 2030, 2050.

Tumpel Gugerell, G, Bénassy-Queré, A, Bento, V, Bishop, G, Hoogduin, L, Mazak, J, Romana, B, Simonyte, I, Vihriälä, Weder di Mauro, B (2014). Expert Group on Debt Redemption Fund and Eurobills.

Van den End, J W en Kho, S (2020). Banken leunen op centrale bank voor langdurige financiering, *ESB*, 105(4782).

Van Spronsen, J. en Beetsma, R. (2021). Unconventional Monetary Policy and Auction Cycles of Eurozone Sovereign Debt. *Journal of Money, Credit and Banking*.

Verstegen, L.H.W., B.J.A.M. van Groezen en A.C. Meijdam (2017). Benefits of EMU participation: estimates using the synthetic control method. *CentER Discussion Paper*, 2017-032.

WRR (2019). Geld en Schuld. De publieke rol van banken.