

Eurobonds zijn nodig voor kapitaalmarktunie en leiden niet per se tot extra schulden

Minister Heinen wil de Europese kapitaalmarktunie vervolmaken, maar deinst terug bij het idee daarvoor eurobonds in te moeten voeren. Hij blijkt te vrezen dat eurobonds leiden tot extra schulden in de zwakkere lidstaten. Met een slimme opzet kan extra schuldvorming echter worden voorkomen.

IN HET KORT

- Eurobonds bieden de *common safe asset* die nodig is om de Europese kapitaalmarktunie tot ontwikkeling te laten komen.
- De afwezigheid van een markt in *common safe assets* ondermijnt de internationale positie van de euro.
- Het is goed mogelijk om zo'n *common safe asset* te creëren zonder dat dit leidt tot meer schuldopbouw.

WIM BOONSTRA

Universitair hoofd-
docent aan de Vrije
Universiteit Amster-
dam en voormalig
hoofdeconoom van
de Rabobank

In een interview in *het Financieele Dagblad* (FD, 2024) gaf minister Heinen van Financiën aan werk te willen maken van de vervolmaking van de Europese kapitaalmarktunie. Als zijn inzet kan bijdragen aan het uniformeren van de versnipperde wet- en regelgeving op de Europese kapitaalmarkt, is dat goed nieuws voor het Europese bedrijfsleven, dat nu nog op achterstand staat ten opzichte van het Amerikaanse bedrijfsleven.

Tegelijkertijd stelde de minister echter ook dat hij Europa wil afhelfen van de 'heillose weg van de eurobonds'. Dit is een opmerkelijke opvatting, want zonder een fundament van eurozone-brede veilige activa (*common safe assets*) blijft de kapitaalmarktunie onvoltooid. Zo'n *common safe asset* is nu eenmaal nodig om een voldoende brede en liquide kapitaalmarkt te creëren en zekerheid te bieden tijdens financiële turbulentie. Eurobonds bieden zo'n asset.

De minister blijkt van mening te zijn dat eurobonds per definitie leiden tot een hogere overheidsschuld. Met een slimme implementatie kan het risico van overmatige schuldopbouw echter worden weggenomen. In dit artikel schets ik vier mogelijkheden voor zo'n implementatie.

Noodzaak van een *common safe asset*

De internationale positie van de euro stagneert al jaren en recent lijkt de euro wat terrein in te leveren (ECB, 1999–2024). Een belangrijke reden daarvoor is de versnippering van de Europese kapitaalmarkt. Bij tijd en wijle steekt name-

lijk de angst de kop op dat de Economische en Monetaire Unie (EMU), en dus de euro, uit elkaar zou kunnen vallen. Als er op dat moment zorgen ontstaan over de financiële positie van een financieel zwakkere lidstaat, bijvoorbeeld Frankrijk of Italië, dan zullen beleggers de staatsleningen van deze landen verkopen, en hun middelen verleggen naar staatsleningen van de financieel sterkere lidstaten, zoals die van Nederland of Duitsland. De markten voor staatsleningen zijn echter relatief illiquide, waardoor de rentevoeten van de eerste hard stijgen en van de laatste hard dalen of zelfs negatief worden. Door de oplopende renteversillen binnen de eurozone kan de vrees ontstaan dat de eurozone uit elkaar valt.

Hoe kwetsbaar de eurozone is, blijkt onder meer uit het feit dat financieel wanbeleid in een kleine lidstaat als Griekenland de hele eurozone dreigde te ontregelen. Sinds de financiële crisis van 2008 vond de Europese Centrale Bank (ECB) het daarom verschillende keren noodzakelijk om in te grijpen met grootschalige opkoopprogramma's.

Het risico dat de eurozone uiteenvalt, kan ertoe leiden dat beleggers van buiten de eurozone minder happig zijn op het beleggen in staatsschuld van individuele lidstaten.

Om die angst bij beleggers weg te nemen is een volwaardige markt in een EMU-brede *common safe asset*, analoog aan de Amerikaanse markt voor treasuries (kader 1), een belangrijke randvoorwaarde. Zo'n markt kan bestaan uit centraal uitgegeven, door alle lidstaten gegarandeerde overheidsschuld (zogenoemde Eurobonds), maar ook uit door de centrale bank uitgegeven obligaties. De aanwezigheid van zo'n markt geeft beleggers in tijden van onrust een veilige haven, de rentevoeten op de staatsschuld van lidstaten worden afgezet ten opzichte van die op de veilige belegging, en financiële markten kunnen een lidstaat niet meer uit de euro dwingen.

Daarmee bevordert een *common safe asset* indirect ook de financiële discipline in de eurozone. In de huidige situatie is het zo, dat de ECB zich steeds geroepen voelt om in te grijpen als de renteversillen binnen de eurozone te ver oplopen. Zo is de ECB ongewild een belangrijke bron van *moral hazard* geworden. Dit betekent dat, ondanks de *bail-out clause* in de Europese verdragen, lidstaten met dreigende financieringsproblemen als puntje bij paaltje komt toch door de centrale bank worden geholpen.

Als er een goed ontwikkelde markt van eurobonds en/of centralebankobligaties aanwezig is, kan de ECB, als zij

zich genoodzaakt ziet om transacties in de open markt te doen, zich beperken tot interventies in de markt voor eurobonds of haar eigen obligaties. Het is zelfs mogelijk om in het Europese Verdrag vast te leggen dat de ECB geen door de lidstaten uitgegeven staatsschuld meer mag opkopen (Boonstra en Van Geffen, 2022).

Als een lidstaat zijn overheidsfinanciën in dat geval uit de hand laat lopen, dan blijft deze onderworpen aan de discipline van de markt, met in het uiterste geval een herstructurering van zijn staatsschuld. Want de ECB kan in dat geval afzijdig blijven, net zoals in de VS de Federal Reserve afwezig kon blijven bij de financiële problemen in New York of Californië.

Ansgst voor extra schuldopbouw

Sommige financieel sterkere landen hebben bezwaar tegen de introductie van een common safe asset in de eurozone omdat zij een te grote opbouw van publieke schuld vrezen. Zwakkere lidstaten zouden deze common safe asset kunnen misbruiken om zich aan financiële discipline te onttrekken.

Deze angst is sterk aangewakkerd toen in 2010, in de nasleep van de financiële crisis, de toenmalige voorzitter van de Europese Commissie, Juncker, en de Italiaanse minister van Financiën Tremonti in een ingezonden stuk in de *Financial Times* pleitten voor een gemeenschappelijke uitgifte van publieke schuld om de financieel zwakkere lidstaten eenvoudiger en vooral goedkoper toegang tot de financiële markten te geven. Zij zagen eurobonds dus vooral als een vehikel om lidstaten met een zwakke begro-

Amerikaanse monetaire eenwording

KADER 1

De creatie van een common safe asset ging in de Verenigde Staten maar liefst 123 jaar vooraf aan de definitieve oprichting van een centrale bank, de Federal Reserve (Fed) in 1913. Om New York als financiële markt te ontwikkelen, consolideerde de eerste minister van Financiën, Alexander Hamilton, al in 1790 de schuld van de diverse staten. Sindsdien mogen Amerikaanse staten geen eigen schuldpapier uitgeven (Chernow, 2020).

Deze beslissingen van Hamilton bleken cruciaal voor de vormgeving van de Amerikaanse kapitaalmarkt. Als de Amerikaanse federale overheid geen door de centrale overheid uitgegeven obligaties, de zogeheten *treasuries*, had uitgegeven, was er geen VS-brede markt voor common safe assets geweest en bestond het budget van de centrale overheid uit bijdragen van de individuele staten, die stuk voor stuk hun eigen schuldpapier zouden uitgeven. Zou een staat in financiële problemen zijn gekomen, dan konden beleggers niet vluchten naar *treasuries*, maar alleen naar

obligaties van andere, financieel degelijker staten. Het gevolg van deze vlucht zou een stijgende rente van het door de zwakke staten uitgegeven schuldpapier zijn en een dalende rente van de door de meer degelijke staten uitgegeven staatsschuld. Bij sterk oplopende rentever verschillen waren er dan wellicht geruchten over het mogelijk uiteenvallen van de dollar ontstaan, en had de Federal Reserve geen andere keus gehad dan ingrijpen door het uitgegeven schuldpapier van alle staten in de markt op te kopen, wat in feite ex-post monetaire financiering zou zijn. Maar doordat er federaal schuldpapier is, gebeurt niets van dit alles. Beleggers in *treasuries* reageerden de afgelopen decennia nauwelijks op het in ongerede raken van de overheidsfinanciën van enkele belangrijke Amerikaanse staten, waaronder New York en Californië. De invloed op de dollar was minimaal en er was al helemaal geen sprake van angst voor een eventueel uiteenvallen van de dollar.

tingsdiscipline te laten meeliften op de kredietwaardigheid van de financieel sterkere lidstaten (Juncker en Tremonti, 2010). Dit idee stuitte in een aantal landen, waaronder Nederland, direct op grote weerstand.

De uitdaging is dus om tot uitgifte van een common

safe asset over te gaan, zonder dat dit de begrotingsdiscipline verslapt en/of tot extra schuld leidt. Dat kan op vier manieren (Boonstra en Thomadakis, 2020).

Conditionele eurobonds

Ten eerste zijn daar de zogeheten conditionele eurobonds. Dit is mijn oorspronkelijke voorstel uit 1989 (Boonstra, 1989; 1991). De staatsschuld van de lidstaten wordt geleidelijk vervangen door een claim op een centraal Europees agentschap, dat deze schuld op zijn beurt financiert door de uitgifte van eurobonds. De lidstaten betalen een opslag aan het agentschap op de marktrente van eurobonds. Die opslag loopt op naarmate hun overheidsfinanciën verslechteren (Muellbauer, 2013). De deelnemende lidstaten mogen zelf uiteraard geen staatsleningen meer emitteren.

Landen die zich financieel misdragen, kunnen van nieuwe emissies worden uitgesloten. Dat zal sterk disciplinerend werken, omdat met deze strafmaatregel hun feitelijk de toegang tot financiering van hun staatsschuld wordt ontzegd. Want de kans dat een land, nadat het alle Europese begrotingsafspraken aan zijn laars heeft gelapt, zelfstandig op de financiële markten zijn schuld tegen redelijke condities kan financieren is uiterst gering.

Cash covered eurobonds

Een tweede optie zijn de zogeheten *cash covered eurobonds*. In dit voorstel kan de Europese Commissie haar begroting volledig dekken met de uitgifte van door alle lidstaten gegarandeerde eurobonds. De lidstaten maken wel hun jaarlijkse bijdrage aan de Europese begroting gewoon over, maar hun bijdragen worden op speciale, geblokkeerde rekeningen bij centrale banken aangehouden. Daarmee zijn de eurobonds volledig door liquiditeiten gedekt en is er geen sprake van extra schuldopbouw.

Eurobonds voor gemeenschappelijke doelen

Een derde optie betreft de uitgifte van eurobonds voor gemeenschappelijke doelen. Het is denkbaar dat Europese brede inspanningen, zoals bijvoorbeeld klimaatbeleid, infrastructuur, industriebeleid of gemeenschappelijke defensie-inspanningen op Europees niveau worden gefinancierd. Om te voorkomen dat dit resulteert in een hoger totaal schuldniveau, moeten dan wel de nationale uitgaven op deze gebieden neerwaarts worden aangepast.

Centralebankobligaties

De laatste optie betreft de uitgifte van obligaties door de centrale bank. Want ook als de centrale bank obligaties uitgeeft, wordt een common safe asset gecreëerd, al zijn dit strikt genomen geen eurobonds.

Uitgifte van obligaties door de centrale bank is internationaal niet ongebruikelijk. In circa dertig procent van de landen wereldwijd geeft de centrale bank haar eigen effecten uit. Soms gebeurt dit om de kapitaalmarkt van een steviger fundament te voorzien als de staatsschuld te laag is. Een voorbeeld hiervan is Chili. Vaker komt het voor dat de centrale bank obligaties uitgeeft om liquiditeit uit de markt te halen. Bij de uitgifte van obligaties door de centrale bank ontstaat geen nieuwe schuld. De centrale bank zet namelijk bestaande schuld, te weten liquiditeitsreserves van banken,

om in een verhandelbare obligatie. Zwitserland is een goed voorbeeld van een land waar de centrale bank zeer actief is met het gebruik van haar eigen, in dit geval kortlopende, obligaties. Het gaat om een zeer effectieve en soepele manier om de liquiditeit te reguleren (Hardy, 2020). Er zijn ook landen, waaronder Zuid-Korea, waarin zowel de centrale bank als de overheid obligaties uitgeeft, waarbij ieder zich beperkt tot een beperkt aantal looptijden. Dit heeft als doel om over de volle lengte van de yield curve voldoende liquiditeit te kunnen garanderen (Gray en Pongsaparn, 2015).

Tot slot

Het is een goede zaak dat ons land een impuls wil geven aan de afronding van de Europese kapitaalmarktunie. De aanwezigheid van een markt in common safe assets van voldoende omvang, in de vorm van eurobonds of door de centrale bank uitgegeven obligaties, is cruciaal om een stevig fundament te leggen onder de Europese kapitaalmarktunie. Dit is wel degelijk mogelijk zonder dat de Europese schuldenlast verder oploopt.

Literatuur

- Boonstra, W.W. (1989) Het EMU-fonds: ei van Columbus? *ESB*, 74(3736), 1208–1215.
- Boonstra, W. (1991) The EMU and national autonomy on budget issues: An alternative to the Delors and the free market approaches. In: R. O'Brien en S. Hewin (red.), *Finance and the international economy: 4*. Oxford: Oxford University Press/American Express, p. 209–224.
- Boonstra, W. en B. van Geffen (2022) Monetaire normalisering biedt kans om eurozone substantieel te versterken. *ESB*, 107(4812), 356–359.
- Boonstra, W. en A. Thomadakis (2020) *Creating a common safe asset without eurobonds*. CEPS ECMI Policy Brief, 29.
- Chernow, R. (2020) *Alexander Hamilton*, biografie. New York: Penguin.
- ECB (1999–2024) *The international position of the euro*, meerdere jaargangen. Europese Centrale Bank.
- FD (2024) Heinen wil Europa van 'doodlopende weg' afhaken met kapitaalmarktunie. *Het Financieel Dagblad*, 24 oktober.
- Gray, S. en R. Pongsaparn (2015) *Issuance of central bank securities: International experiences and guidelines*. IMF Working Paper, WP/15/106.
- Hardy, D.C. (2020) *ECB debt certificates: The European counterpart to US T-bills*. University of Oxford, Department of Economics Discussion Paper, 913. Te vinden op ora.ox.ac.uk.
- Juncker, J.-C. en G. Tremonti (2010) Issuing E-bonds: A way to overcome the current crisis. *Financial Times*, 5 december.
- Muellbauer, J. (2013) *Conditional eurobonds and the eurozone sovereign debt crisis*. University of Oxford, Department of Economics Discussion Paper, 681. Te vinden op ora.ox.ac.uk.