

Voorlichting van de Afdeling advisering van de Raad van State over het Stabiliteits- en Groeipact

Samenvatting en conclusie

De Tweede Kamer heeft de Afdeling advisering van de Raad van State verzocht hem voor te lichten over de gevolgen van het niet nakomen van afspraken in de Economische en Monetaire Unie (EMU) en over beleidsopties voor het geval meerdere lidstaten en bankenstelsels in de problemen zouden komen. Het verzoek van de Kamer volgt op de eerdere voorlichting 'De staat van de euro' van november 2017 over de mogelijkheden tot verbetering van de naleving van Europese afspraken en over de verschillende opties voor de toekomst van de euro. De vragen van de Kamer komen voort uit bestaande zorgen over de naleving en handhaafbaarheid van de gemaakte afspraken en de robuustheid van de institutionele vormgeving van de euro. De Europese Raad zal in juni 2019 de strategische agenda voor de nieuw aantredende Commissie voor de periode 2019-2024 vaststellen. Daarin is verdere verdieping van de EMU voorzien. Deze voorlichting kan helpen om vanuit de Nederlandse beleidsvoorkeuren een positie in te nemen ten aanzien van instrumenten die de risico's in de eurozone verminderen.

Deze voorlichting sluit direct aan bij in de vorige voorlichting getrokken conclusies ten aanzien van de Nederlandse belangen bij de vormgeving van de toekomst van de EMU. Deze beleidsvoorkeuren behelsden vier elementen: een stabiel en open handelssysteem; macro-economische beleidsdiscipline en toezicht op naleving van afspraken; voldoende beleidsconcurrentie en marktwerking; en aanpassing van onevenwichtigheden in plaats van financiering daarvan. Mogelijke maatregelen en instrumenten om de risico's te verminderen worden beoordeeld tegen de achtergrond van deze voorkeuren.

De EMU kan niet los worden gezien van het overkoepelende proces van Europese integratie, waaraan de introductie van de euro – nu twintig jaar geleden – een extra dimensie heeft toegevoegd. Nederland beleeft een relatief voorspoedige economische tijd in de eurozone en profiteert als handelsland meer dan gemiddeld. De financiële crises in de jaren 2008 – 2013 hebben niettemin aangetoond dat ook Nederland, met een relatief sterke economie en een ordelijke staat van de overheidsfinanciën, niet ongevoelig is voor externe schokken. Er zijn ook landen in de eurozone die structureel achterblijven en voor problemen zorgen die ook andere lidstaten van de eurozone raken. De vanzelfsprekende onomkeerbaarheid van de euro is in het Nederlands belang en dat geldt evenzeer voor een verdere versterking van de muntunie. De Afdeling betoogt in deze voorlichting dat versterking van het institutioneel en bestuurlijk kader van de eurozone en vervolmaking van de bankenunie en van de kapitaalmarktunie hand in hand gaan om het vertrouwen in de muntunie te versterken.

De versterking van de EMU na de financiële crisis, met de introductie van de bankenunie en een gemeenschappelijk stabiliteitsmechanisme (ESM), heeft een zekere mate van rust teruggebracht in de eurozone. De muntunie staat er duidelijk beter voor dan tien jaar geleden. Over de gehele linie zijn risico's afgenomen, maar er blijven kwetsbaarheden bestaan. De vraag is of de eurozone voldoende is toegerust voor een volgende crisis, die zich niet goed laat voorspellen. Achterliggend is de zorg of de gemaakte bestuurlijke en institutionele afspraken voldoende krachtig zijn. Een nieuwe dimensie in de vraagstelling van de Kamer is de zorg over nog zwakke bankstelsels in een aantal landen en de aanhoudende financiële fragmentatie in de eurozone.

Sedert de laatste voorlichting heeft de economie van de eurozone zich gunstig ontwikkeld. De eurolanden laten positieve groeicijfers zien, de steunprogramma's voor probleemlanden zijn succesvol en de begrotingssituatie is wezenlijk verbeterd, met een gemiddeld overheidstekort van 0,5% bbp in de eurozone. Ook zijn de risico's bij banken fors afgenomen door versterking van de kapitaalpositie en de afbouw van probleemleningen. Tegelijkertijd blijven structurele hervormingen achter in landen die daar niet door een ESM-programma toe werden gedwongen, ook in Nederland. Daardoor blijft de eurozone steken op een te laag potentieel groeipad van 1¼ %. Een aantal landen laat een hardnekkig hoge overheidsschuld zien en voor het eerst heeft de Commissie een begroting in eerste instantie afgewezen.

Er blijven dus risico's bestaan. Vanuit *economisch en budgettair perspectief* omdat enkele landen onvoldoende inzetten op schuldreductie en economische versterking. Vanuit *financieel en monetair perspectief* door de financiële fragmentatie en aanhoudende verwevenheid van overheden en banken, die ook het monetaire beleid bemoeilijkt. En vanuit *institutioneel en bestuurlijk perspectief* omdat de afspraken door politieke afwegingen onvoldoende worden nageleefd en gehandhaafd.

De risico's binnen de eurozone doen zich met name voor langs het kanaal van de financiële markten, de bancaire sector en de overheden. In normale omstandigheden kunnen schokken worden opgevangen, maar in een crisis kunnen deze risico's zich juist versterken en verspreiden. De doorwerking van crises zal beperkter blijven, naarmate het beter lukt om destabiliserende kapitaalstromen, financiële fragmentatie en besmetting te voorkomen. Dat kan *via publieke mechanismen* waarmee Europese publieke middelen worden ingezet, zoals tijdens de crisis, maar risicodeling kan ook meer en sterker plaatsvinden *via de private sector*. De mate waarin private risicodeling optreedt hangt in belangrijke mate samen met de structuur van het financiële stelsel. De private risicodeling in andere monetaire gebieden, waaronder de Verenigde Staten, is vele malen groter dan die in de eurozone. Binnen Europa speelt het bankwezen een veel grotere rol in de financiering van het bedrijfsleven dan elders en de verschillen in financiële regelgeving binnen de eurozone staan het ontstaan in de weg van een efficiënte Europese kapitaalmarkt, waar de private sector schokken opvangt.

Versterking van de private risicodeling vermindert de kans dat de Nederlandse overheid, en daarmee de Nederlandse belastingbetaler, nadelige financiële gevolgen ondervindt van crises die elders ontstaan. Dat betekent ook dat de marktdiscipline ex ante zal bevorderen dat landen op het juiste economische pad worden gehouden, omdat marktpartijen zelf de nadelige gevolgen ondervinden van financiering van kwetsbare overheden en banken. Ook dan zullen vormen van publieke risicodeling

nodig blijven om financiële instabiliteit en besmetting te voorkomen, maar de risico's worden evenwichtiger verdeeld dan nu het geval is.

In deze voorlichting wordt een *risicoraamwerk* gepresenteerd, waarin uiteengezet wordt welke instrumenten er al zijn om de voornaamste risico's tegen te gaan en waar versterking geboden is om de risico's beheersbaar te houden. Dat biedt een concreet aangrijpingspunt om nader in te gaan op de vragen van de Kamer.

De *eerste vraag* van de Kamer betreft de gevolgen van het structureel niet nakomen van de afspraken. Naar voren komt dat met name de norm voor de overheidsschuld - 60% bbp of in een bevredigend tempo daar naartoe dalend - en de macro-economische beleidsaanbevelingen door een aantal landen al langere tijd niet goed worden nagekomen. Hierop wordt niet altijd voldoende gehandhaafd door de Commissie, het sanctie-instrument is nog nauwelijks ingezet. De gevolgen van het niet-nakomen van de afspraken zijn in de eerste plaats negatief voor de betrokken landen zelf. Zij worden geconfronteerd met hogere rentelasten en ontberen ruimte voor een stimulerend economisch beleid, waardoor het moeilijk is om 'uit de schuld te groeien'. Maar ook de andere landen in de eurozone hebben er last van, met name als er financiële fragmentatie en besmetting optreedt.

Als er dan toch financieringsproblemen ontstaan omdat een land zich niet aan de afspraken houdt, belanden ook grote risico's bij de overige landen die de via het ESM gefinancierde steunoperaties garanderen en indirect risico lopen op de uitzettingen in deze landen door de Europese Centrale Bank (ECB). Zo kan het structureel niet nakomen van afspraken het onderlinge vertrouwen tussen lidstaten aantasten. Overigens kunnen er ook crises ontstaan die los staan van de gemaakte afspraken. De grote verschillen in schuldposities van de aan de eurozone deelnemende lidstaten - van 8% bbp in Estland tot 180% bbp in Griekenland - hinderen de efficiënte werking van een Europese kapitaalmarkt. Voor een belangrijk deel betreft dit hardnekkige *legacy* problemen; de problematische overheidsschuld bevindt zich immers vooral in de landen die ook al met een hoge schuld toetraden tot de euro.

In reactie op de *tweede vraag* van de Kamer naar de beleidsopties die openstaan om deze risico's te mitigeren en als ze zich toch voordoen de negatieve gevolgen ervan zoveel mogelijk te beperken, komt de Afdeling tot een combinatie van preventieve maatregelen in de arrangementen voor publieke risicodeling en een grotere nadruk op versterking van private risicodeling.

De risico's vanuit *budgettair en economisch perspectief* kunnen beter worden beheerst door sterkere naleving en handhaving van de afspraken op begrotings- en macro-economisch terrein. Nederland heeft er immers belang bij dat dit ertoe leidt dat de eurozonelanden en de EMU als geheel robuuster en stabiel worden. De risico's vanuit *institutioneel en bestuurlijk perspectief* kunnen beter worden beheerst door de onderscheiden rollen van de Commissie beter af te bakenen en daarmee de besluitvorming transparanter te maken. Om de handhaving van gemaakte afspraken te versterken staan meerdere opties open.

De Afdeling doet daartoe de volgende *aanbevelingen*:

i. Vereenvoudiging van begrotingsregels

Het geheel aan begrotingsregels kan aan kracht winnen door daarin meer eenvoud aan te brengen. De in de loop van de afgelopen jaren, overigens op aandringen van de lidstaten zelf, aangebrachte flexibiliteit in de regels heeft vooral gezorgd voor complexiteit. Dat heeft tevens geleid tot meer discretionaire beoordelingsruimte, die in de praktijk de handhaving in de weg heeft gestaan. Het pleidooi van onder andere de European Fiscal Board om meer op de uitgavenregel en de overheidsschuld te sturen dan op het structurele saldo, dat van ramingen afhankelijk is en moeilijker te duiden, zou een zinvolle stap zijn. Bij de voorgenomen evaluatie van de werking van het SGP kan dit een belangrijk punt van aandacht zijn.

ii. Meerjarige strategie gericht op schuldreductie en structurele hervormingen

De Afdeling beveelt aan om de begrotingsregels en afspraken meer te richten op de meerjarenbegroting, die bij de landen met een structureel te hoge schuldpositie een tijdpad voor schuldreductie omvat. Idealiter gaat een dergelijke meerjarige strategie van schuldreductie tezamen met structurele hervormingen. Zo wordt ook beter aansluiting verkregen bij de aanbevelingen uit de procedure bij macro-economische onevenwichtigheden (MEOP) voor structurele hervormingen, die naar hun aard vaak een middellang karakter hebben. Positieve prikkels kunnen worden geboden door inzet van Europese middelen bij structurele hervormingen. Ook zou de gang naar een preventieve kredietlijn van het ESM aantrekkelijker kunnen worden gemaakt. De Afdeling adviseert daarbij een rol voor het Internationaal Monetair Fonds (IMF) te behouden vanwege zijn onafhankelijke blik van buiten.

iii. Ontvlechting van Commissietaken bevordert transparante besluitvorming

De vervlechting van verschillende rollen binnen de Commissie vermindert de transparantie van de besluitvorming en kan leiden tot ondoorzichtige politieke afwegingen bij de beoordeling of al dan niet aan de afspraken is voldaan. De Afdeling adviseert om de ramingen van macro-economische en budgettaire gegevens onder te brengen bij een zelfstandig onderdeel dat onafhankelijk opereert van de beleidsonderdelen van de Commissie. Daarnaast adviseert de Afdeling om de positie van de European Fiscal Board (EFB) in algemene zin te verstevigen, met adequate ondersteuning, en om deze in het bijzonder te mandateren tot het formuleren van onafhankelijke oordelen en aanbevelingen ten aanzien van de naleving van de afspraken. Ook kan worden overwogen om de Europese Commissaris belast met begrotingszaken een sterkere rol te geven.

iv. Sterkere marktdiscipline

Houdbare overheidsfinanciën zouden gebaat zijn bij een sterkere marktdiscipline door meer vast te houden aan het principe van no-bailout, waardoor er een betere balans ontstaat tussen private en publieke risicodeling. Om te voorkomen dat financiële markten blijven speculeren op financiële steun, zou een schuldhervormingsmechanisme moeten worden ingesteld. Daarmee zouden in laatste instantie schulden die onhoudbaar zijn op een ordentelijke wijze worden afgewikkeld en verliezen worden gedragen door private marktpartijen. De wetenschap dat schuldhervorming tot het instrumentarium behoort zal in de hand werken dat risico's adequater worden geprijsd. Hervorming zal altijd moeten samengaan met het benutten van bestaande vangnetten binnen het ESM.

De risico's vanuit *financieel en monetair perspectief* kunnen beter worden beheerst door de bankenunie en kapitaalmarktunie af te maken, waardoor een veel sterkere mate van private risicodeling optreedt en de verwevenheid van banken en overheden wordt verminderd. De Afdeling doet daartoe de volgende *aanbevelingen*:

v. Beperking overheidsschuld op bankbalansen

Om marktdiscipline geloofwaardig toe te passen moet er geen twijfel bestaan dat handhaving van de no bailout-clausule niet direct tot grootschalige problemen in de bancaire sector leidt. Daarom is het essentieel dat de verwevenheid van overheidsschuld en bankbalansen wordt verminderd door de hoeveelheid staatsobligaties van de eigen overheid die banken op hun balans mogen hebben te beperken. De Afdeling stelt voor om de overheidsschuld op bankbalansen (*sovereign exposure*) te limiteren en in de tijd verder terug te dringen. Dat moet de negatieve verwevenheid van banken en overheden doorbreken en voorkomen dat overheden en bankenstelsels tegelijkertijd in de problemen komen, de zorg van de Kamer.

vi. Voltooiing bankenunie

Sterkere private risicodeling kan worden bereikt door de bankenunie af te maken. Daartoe is afronding van het Europese depositogarantiestelsel als sluitstuk van de bankenunie dringend nodig. Een bevredigende oplossing voor de *sovereign exposure* op bankbalansen (zie advisering boven) is hiertoe behulpzaam. Ook het gemeenschappelijke afwikkelingsmechanisme (SRF) wacht nog op voltooiing door onderbrenging van een gemeenschappelijke achtervang (*backstop*) in het ESM. Als depositotoe goeden in alle eurozonelanden de zelfde bescherming genieten vermindert de financiële fragmentatie en wordt de vorming van Europese banken gemakkelijker. Meer grensoverschrijdende integratie kan de stabiliteit in de EMU bevorderen, mits dit gebalanceerd en onder de juiste voorwaarden plaatsvindt.

vii. Een concreet actieprogramma gericht op één Europese kapitaalmarkt

De Afdeling adviseert om de kapitaalmarktunie als onderdeel van het interne-marktprogramma de komende jaren met telkens kleine stappen vorm te geven. De totstandkoming van één Europese kapitaalmarkt wordt nu gehinderd omdat lidstaten blijven hechten aan nationale gebruiken en regelgeving, die soms de nationale marktpartijen bevoordelen. Tot de wenselijke verbeteringen behoort dan ook in ieder geval het versterken van de Europese kapitaalmarkttoezichthouder ESMA, waardoor meer harmonisatie van nationale regelgeving tot stand kan komen. Daarnaast kan gedacht worden aan stappen gericht op het versnellen van de uitvoering van procedures bij faillissement en het wegnemen van belemmeringen bij grensoverschrijdend aandelenbezit, zoals dubbele belasting. Mede in dit licht is een eenduidig civielrechtelijk kader voor transacties, zeker nu na de brexit de gewoonte om deze onder Brits recht af te handelen op de tocht staat, van belang. Een efficiënt werkende interne kapitaalmarkt vermindert de afhankelijkheid van bancaire kredietverlening in Europa en zorgt ook voor meer stabiliteit. Het vergroot ook de toegankelijkheid tot financiering van het midden- en kleinbedrijf, een aandachtspunt voor Nederland. Bovendien wordt de private risicodeling versterkt, waarbij niet de publieke sector maar de marktpartijen die overheden met een te hoge overheidsschuld of zwakke banken hebben gefinancierd de risico's dragen.

De Kamer vraagt ten slotte – *de derde vraag* - hoe te acteren in een zeer ernstige crisissituatie waarbij meerdere landen en bankenstelsels tegelijkertijd in de problemen zijn. De consequenties hiervan zouden in alle omstandigheden ernstig zijn en alle inspanningen dienen er dan ook op te zijn gericht een dergelijke situatie te voorkomen. Daartoe zijn in deze voorlichting verschillende wegen aangeduid om eerder – preventief – in te grijpen en de ex ante marktdiscipline te versterken. Dat neemt niet weg dat in een gezamenlijk verband van overigens soevereine staten er zich toch situaties voordoen waarin er grenzen zijn aan wat via overreding en strenge handhaving kan worden bereikt. De ervaring uit het verleden leert bovendien dat crisissituaties zich altijd kunnen voordoen, ook als landen zich wel aan de afspraken houden, al was het maar omdat de eurozone onderdeel is van wereldwijde economische, financiële en monetaire *ups-and-downs*. Een veel grotere mate van private risicodeling kan in dat soort situaties worden bereikt als sprake is van een efficiënt werkende Europese kapitaalmarkt, waardoor de risico's beter worden gespreid en minder beroep op publieke middelen hoeft te worden gedaan.

Het bestaande instrumentarium is naar het oordeel van de Afdeling na versterking langs boven aangegeven lijnen toereikend om problemen in voorzienbare omstandigheden op te vangen en in goede banen te leiden. Tot de instrumenten die verder ontwikkeld zouden moeten worden, behoort een van te voren vastgesteld herstructureringsmechanisme, waarbij in een zeer ernstige crisis met onhoudbare schuldbelastingen de verliezen worden geleden door de private partijen die in deze landen en banken hebben belegd. Dat versterkt de marktdiscipline omdat het principe van no-bailout dan geloofwaardiger wordt. Maar het zal, afhankelijk waar de verliezen neerslaan, tot grote schokeffecten elders leiden. Ook in Nederland dat immers zijn pensioenvermogen in het buitenland heeft belegd, terwijl ons bedrijfsleven zeer internationaal is georiënteerd en grote belangen in het buitenland heeft.

Indien een omvangrijke crisissituatie zich voordoet, waarbij verschillende (grote) landen zijn betrokken, zijn de dan nog openstaande instrumenten het tot nu toe niet ingezette OMT-programma van de ECB (*Outright Monetary Transactions*) en de inschakeling van het IMF. Met het in 2012 geïntroduceerde OMT-programma fungeert de ECB als *lender of last resort* binnen de eurozone. De effectiviteit ervan, waarbij ongelimiteerd obligaties van lidstaten worden opgekocht door de ECB, hangt sterk samen met de voorwaarden die het programma stelt aan overheden, met name de eis dat een aanpassingsprogramma met het ESM moet zijn overeengekomen. Het IMF fungeert als *lender of last resort* binnen het internationale financiële stelsel en heeft ervaring met zeer omvangrijke crisissituaties. In beide gevallen is sprake van vergaande conditionaliteit die er op is gericht door sterke beleidsaanpassingen de schuldhoudbaarheid te herstellen zodat de betrokken landen weer toegang tot de financiële markten verkrijgen.

Niettemin is in die omstandigheden het risico niet denkbeeldig dat de samenhang van het eurostelsel onder druk komt. Nederland is als open economie en mainport voor het Europese achterland bijzonder kwetsbaar als door uittreding of uiteenvallen van de eurozone de ongehinderde toegang tot de markten tegen vaste wisselkoersen in omliggende landen in gevaar zou komen. Nederland zou dus zijn economische structuur moeten versterken door meer te investeren in innovatie en zo minder afhankelijk te worden van zijn handels- en distributierol, die in een rampscenario

kwetsbaar is. Volgens de Afdeling verdient het overweging dat de Nederlandse overheid in de Miljoenennota periodiek een analyse opneemt waarin de risico's van een crisissituatie in de eurozone worden doorgerekend en wordt aangegeven hoe deze risico's worden gemitigeerd. Als onderdeel van deze analyse wordt ook de voortgang van de maatregelen ter versterking van de EMU beschreven.

De Afdeling concludeert dat al met al een proactieve inzet van Nederland in Europees verband, vanuit de drie behandelde perspectieven, veruit het meest effectief is om de voordelen van de euro voor Nederland, en voor omliggende landen, te behouden en te versterken. Dat vereist een drieslag, waarbij in onderlinge samenhang de handhaving van de afspraken wordt verbeterd, de bankenunie wordt afgerond en een kapitaalmarktunie tot stand komt. De door de Afdeling voorgestelde maatregelen zijn samengevat in Box 1.

Box 1 Voorgestelde maatregelen

Versterk naleving en handhaving van afspraken

- i. *vereenvoudiging van begrotingsregels*
 - vermindering complexiteit
- ii. *focus op meerjarenbegroting: schuldreductie en structurele hervormingen*
 - aansluiting bij landspecifieke MEOP aanbevelingen
- iii. *ontvlechting van Commissietaken*
 - planbureau-achtige inrichting van ramingen
 - grotere rol European Fiscal Board bij oordeelvorming

Verschuiving van publieke naar private risicodeling

- iv. *sterkere marktdiscipline*
 - sterkere toepassing no-bailout
 - inrichting herstructureringsmechanisme
- v. *bepmerking sovereign exposure op bankbalansen*
 - concentratielimiet met transitieperiode

Meer robuuste financiële integratie op banken- en kapitaalmarkt

- vi. *voltooiing bankenunie*
 - voltooiing Europees Depositogarantiestelsel
 - gemeenschappelijke achtervang voor het Europese resolutiefonds
- vii. *concreet actieprogramma gericht op één Europese kapitaalmarkt*
 - versterken positie Europese toezichthouder ESMA
 - harmonisatie van regelgeving

Conclusie: de vraagstelling van de Kamer

Eerste voorlichtingsvraag

De eerste vraag van de Kamer richt zich op de gevolgen van het structureel niet nakomen door lidstaten van de Europese Unie van afspraken over onder andere tekorten en schuldnormen.

In het ruim twintigjarige bestaan van de euro zijn de ervaringen met de naleving van deze afspraken gemengd. De tekortnorm uit het Verdrag wordt, enkele uitzonderingen daargelaten, in het algemeen goed nageleefd en er is op dit moment geen sprake van een structurele overschrijding van de 3%-norm in een van de lidstaten. Er is wel sprake van een structurele overschrijding van de 60%-schuldnorm in meerdere lidstaten. Verschillende landen hebben al langere tijd een overheidsschuld van meer dan 100% bbp. Aan het vereiste dat deze schuld in een bevredigend tempo werd teruggebracht werd in onvoldoende mate voldaan en er werd eveneens in onvoldoende mate op gehandhaafd.

De onvolledige naleving van afspraken hoeft niet in alle gevallen direct tot problemen te leiden, maar langdurige overschrijdingen hebben uiteindelijk invloed op de budgettaire, macro-economische en bancaire risico's binnen de muntunie. Hoewel deze risico's de afgelopen jaren duidelijk zijn afgenomen, blijven er in zowel Zuid-Europa als in Noord-Europa belangrijke risico's bestaan. De gevolgen van het langdurig overschrijden van de begrotingsnormen – met name die van de overheidsschuld – lopen langs meerdere kanalen. Door de sterk toegenomen financiële integratie van de afgelopen decennia zijn met name de financiële kanalen, zoals fragmentatie en besmetting, in belang toegenomen.

De kosten van het structureel niet voldoen aan de afspraken slaan in de eerste plaats neer bij de betrokken landen zelf. De landen met een te hoge overheidsschuld worden geconfronteerd met hogere rentelasten. Dat is niet alleen een direct gevolg van de hogere schuld, maar komt ook door de hogere risicopremie die landen met een hogere schuld moeten betalen. Door het niet voldoen aan de regels is er ook minder ruimte voor stimulerend beleid waardoor deze landen ook nog eens geconfronteerd worden met relatief lage economische groei en hoge werkloosheid.

Naast de gevolgen voor landen zelf zijn er ook effecten op de andere lidstaten van de eurozone. Zo zijn er de indirecte kosten voor andere landen van de lagere economische groei in landen met te hoge overheidsschuld. Ook voor Nederland: omdat het in de betreffende landen niet goed gaat loopt Nederland economische kansen mis – Italië is onze vijfde exportmarkt. Daarnaast kunnen er in de muntunie via financiële kanalen negatieve spillover-effecten optreden van onvoorzichtig begrotingsbeleid in afzonderlijke landen. Het achterliggende doel van de begrotingsregels is immers om deze te voorkomen.

Deze spillover-effecten kunnen optreden als financiële markten voor alle EMU-landen een hogere risicopremie zouden verlangen. Daar lijkt op dit moment echter geen sprake van te zijn. Het renteniveau ligt in de eurozone historisch laag, mede als weerspiegeling van een gemiddeld prudent Europees begrotingsbeleid. Hierbij kiezen beleggers bovendien voor veilige landen - *safe havens* – waardoor de rente in sterke

eurozone landen lager uitkomt. Dat betekent dat Nederland juist wordt geconfronteerd met een lagere rente dan het eurozone gemiddelde. Niettemin heeft de eurocrisis laten zien dat er bij problemen in individuele lidstaten wel degelijk financiële fragmentatie en besmetting kan optreden die ook andere landen raakt. Zo werden overheden en banksectoren in diverse landen geconfronteerd met verliezen, hogere risicopremies en financieringsproblemen.

Het is daarom in het belang van de rest van de EMU om te voorkomen dat een crisis in één van de lidstaten gepaard gaat met in pessimisme doorschietende financiële markten met buitensporige spillovers. Daarom zijn er inmiddels diverse publieke mechanismen om financieringsproblemen bij banken en overheden op te vangen. Hoewel dit voor de andere lidstaten directe kosten en risico's met zich brengt, kunnen hiermee (afhankelijk van de omstandigheden) grotere kosten van verdergaande escalatie worden voorkomen. Dat geldt ook voor de internationaal georiënteerde Nederlandse economie, die één van de grootste directe buitenlandse investeerders is, structureel een overschot op de betalingsbalans kent, en een kapitaalgedekt pensioenstelsel heeft.

Tweede voorlichtingsvraag

De tweede vraag van de Kamer informeert naar de beleidsopties die er zijn en de voorzorgsmaatregelen die Nederland zou kunnen nemen indien een of meer landen in de eurozone structureel hun verplichtingen niet nakomen.

Het is duidelijk dat het voor Nederland positief zou zijn als de risico's beter worden beheerst en tegen minder grote kosten kunnen worden opgevangen. Nederland heeft als relatief kleine economie een beperkte thuismarkt. Hiertoe kan Nederland inzetten op drie sporen.

Als eerste spoor is een strakkere en meer geloofwaardige handhaving van groot belang. Het geheel aan begrotingsregels kan aan kracht winnen door daarin meer eenvoud aan te brengen. De in de loop van de afgelopen jaren, overigens op aandringen van de lidstaten zelf, aangebrachte flexibiliteit in de regels heeft vooral gezorgd voor complexiteit. Dat heeft tevens geleid tot meer discretionaire beoordelingsruimte, die in de praktijk de handhaving wel in de weg heeft gestaan. Het pleidooi van onder andere de European Fiscal Board om meer op de uitgavenregel en de overheidsschuld te sturen dan op het structurele saldo, dat van ramingen afhankelijk is en moeilijker te duiden, zou een zinvolle stap zijn. Bij evaluatie van (de werking van) het SGP zou dit een belangrijk punt van aandacht zijn.

De strengere handhaving zou hand in hand moeten gaan met versterking van de marktdiscipline en vergroting van private risicodeling. In combinatie met de signaleringsfunctie van de Commissie kan marktdiscipline zeer effectief zijn om beleidswijzigingen af te dwingen. Dat geldt eens te meer omdat binnen de huidige opzet van de EMU, met beperkte overdracht van bevoegdheden, het politieke vermogen tot naleving en het vermogen tot handhaving van de regels zekere grenzen kent. Ook na versterking van de naleving en handhaving blijft het risico bestaan dat dit in omstandigheden het politieke vermogen te veel op de proef stelt en dat de regels dus toch niet zullen worden nageleefd. Door goed werkende marktdiscipline, die in

zulke omstandigheden zou leiden tot hogere rentes voor overheid én bedrijfsleven, kan een klimaat ontstaan om het beleid aan te passen.

Een tweede spoor waarop Nederland kan inzetten is om bij de vormgeving van steunmechanismes sterker in te zetten op private mechanismen in plaats van publieke mechanismen. Een belangrijk gegeven is dat een beroep op steunmechanismen niet te allen tijde kan worden voorkomen. De naleving zal niet volledig kunnen zijn, en crisissituaties kunnen zich bovendien ook voordoen terwijl landen zich toch aan de afspraken houden. Eerder betrof dit met name Ierland en Spanje die ondanks een relatief lage tekort- en schuldpositie toch een beroep op financiële steun van het ESM moesten doen omdat hun bankwezen in problemen kwam. Een volgende crisis kan geheel andere oorzaken hebben dan thans wordt voorzien.

De kans op een beroep op publieke steunmechanismen kan worden verminderd door veel sterker in te zetten op private risicodeling. Bij banken is dit al in gang gezet met het Europese resolutieraamwerk en de toepassing van bail-in. Van belang is nu vooral dat dit raamwerk verder wordt versterkt en, net als in de VS, voortvarend en in lijn met de geest van de wetgeving wordt toegepast.

Een derde spoor waarop Nederland kan inzetten is het bevorderen van meer robuuste financiële integratie in de bankenunie en de kapitaalmarktunie. Ook dit zal de private risicodeling stimuleren. Het risico van problemen in het bankwezen is al in belangrijke mate gemitigeerd door de oprichting van de bankenunie en de significante versterking van de kapitaalpositie van banken. Maar de bankenunie is nog niet af zolang het depositogarantiestelsel (EDIS) niet in werking is getreden. De Nederlandse inzet zou dus moeten zijn om de bankenunie te voltooien.

De politieke steun voor voltooiing van de bankenunie heeft tot dusverre vertraging ondervonden zolang banken in enkele landen nog omvangrijke niet-presterende leningen in de boeken hadden en grote posities in nationale staatsobligaties innamen. Inmiddels zijn goede vorderingen gemaakt met het terugbrengen van de problemleningen, met name bij de grotere banken. Een strengere regulering van portefeuilles staatsobligaties op bankbalansen (*sovereign exposure*) blijft essentieel om toekomstige problemen te voorkomen.

De crisisbestendigheid van de EMU zou fors toenemen door voltooiing van de kapitaalmarktunie. Het kenmerk van een efficiënt werkende intern Europese kapitaalmarkt is immers dat de risico's grotendeels door de particuliere sector worden gedragen, waardoor de kans op publieke risicodeling verder wordt verminderd. Belangrijke elementen van de kapitaalmarktunie zijn versterking van de positie van de Europese toezichthouders, in het bijzonder de European Securities and Markets Authority (ESMA). Deze zou sterker kunnen bijdragen aan convergentie van de beleidspraktijk van nationale toezichthouders op de kapitaalmarkten en het harmoniseren van nationale regelgeving. Ook op andere terreinen kunnen stappen gezet worden om de kapitaalmarkt te bevorderen.

Derde voorlichtingsvraag

Voor de vraag hoe te acteren in een crisissituatie waarbij meerdere landen en bankenstelsels in de problemen zijn, geldt dat niet te verwachten is dat blauwdrukken,

als die er zijn, kunnen worden gedeeld. Naar hun aard zullen voorziene maatregelen een vertrouwelijk karakter dragen. Om *moral hazard* te vermijden worden naar financiële marktpartijen verschillende opties opengehouden in crisissituaties – ook wel *constructive ambiguity* genoemd.

Niettemin is duidelijk dat er sinds de financiële crisis veel maatregelen zijn genomen om een dergelijke situatie het hoofd te bieden. Nederland en de EMU zijn daarom zonder twijfel beter voorbereid dan destijds. Naast maatregelen om crises te voorkomen, zijn er inmiddels ook diverse mechanismen om financieringsproblemen bij banken en overheden op te vangen. Voor overheden zijn er het ESM en de mogelijkheid van steunaankopen door de ECB onder het OMT programma. Voor banken zijn er de mogelijkheden van liquiditeitssteun via de ECB en de mogelijkheid van bankenresolutie met toepassing van bail-in. In een zeer ernstige crisissituatie komt het erop aan dat de verschillende instrumenten voortvarend worden ingezet, waarbij resolutie van banken en de herstructurering van overheidsschuld aan de orde zullen zijn. Dit onderstreept dat het kunnen opvangen van een dergelijke crisis niet alleen een technische kwestie is, maar ook een politieke. Ook in deze lastige omstandigheden zal goede samenwerking en onderling vertrouwen binnen de muntunie van groot belang blijven.

De Kamer informeert ook naar de kwetsbaarheden van Nederland bij een crisis in de eurozone. Nederland is als open economie zowel financieel als via handel nauw verbonden met andere landen en fungeert als een belangrijke *main port* voor het Europese achterland. Nederland heeft als relatief kleine economie een beperkte thuishandelsmarkt en het bedrijfsleven is dan ook afhankelijk van ongehinderde toegang tot de markten in omliggende landen. Nederland kan de structurele weerbaarheid van de eigen economie vergroten. Hiermee wordt het gemakkelijker om de eventuele gevolgen van crises elders in het eurogebied op te vangen en te boven te komen. De Afdeling advisering adresseert deze thematiek bij haar jaarlijkse beoordelingen over de Miljoenennota en in haar halfjaarlijkse adviezen in het kader van het onafhankelijk begrotingstoezicht.

Overweging verdient tenslotte dat de Nederlandse overheid in de Miljoenennota periodiek een analyse opneemt waarin de risico's van een crisissituatie in de eurozone worden doorgerekend en beleidsopties om de risico's zoveel mogelijk te voorkomen en de gevolgen ervan te mitigeren worden aangegeven. Als onderdeel van deze analyse kan dan tevens de voortgang van de maatregelen ter versterking van de EMU worden beschreven.

De vanzelfsprekende onomkeerbaarheid van de euro is in het Nederlands belang en dat geldt evenzeer voor een verdere versterking van de muntunie. Verdere stappen vergen meer onderling vertrouwen en dat moet van beide kanten komen. De Afdeling betoogt in deze voorlichting dat versterking van het institutioneel en bestuurlijk kader van de eurozone en vervolmaking van de bankenunie en van de kapitaalmarktunie hand in hand gaan om het vertrouwen, over en weer, te versterken. Al met al blijft een proactieve inzet van Nederland, vanuit de drie behandelde perspectieven: (i) versterking van institutioneel-bestuurlijke handhaving, (ii) voltooiing van de bankenunie en (iii) realisatie van de kapitaalmarktunie, in Europees verband veruit het meest effectief om de voordelen van de euro voor Nederland te behouden en te

versterken. Bij de beantwoording van de drie voorlichtingsvragen heeft de Afdeling advisering van de Raad van State deze drieslag voorzien van concrete, nieuwe voorstellen, in lijn met en deels voortbouwend op ['De staat van de Euro'](#), de voorlichting uit november 2017. Deze zijn samengevat in Box 1 op pagina 7.