

Bedankt voor het downloaden van dit artikel. De artikelen uit de (online)tijdschriften van Uitgeverij Boom zijn auteursrechtelijk beschermd. U kunt er natuurlijk uit citeren (voorzien van een bronvermelding) maar voor reproductie in welke vorm dan ook moet toestemming aan de uitgever worden gevraagd.

Boom

Behoudens de in of krachtens de Auteurswet van 1912 gestelde uitzonderingen mag niets uit deze uitgave worden verveelvoudigd, opgeslagen in een geautomatiseerd gegevensbestand, of openbaar gemaakt, in enige vorm of op enige wijze, hetzij elektronisch, mechanisch door fotokopieën, opnamen of enig andere manier, zonder voorafgaande schriftelijke toestemming van de uitgever.

Voor zover het maken van kopieën uit deze uitgave is toegestaan op grond van artikelen 16h t/m 16m Auteurswet 1912 jo. Besluit van 27 november 2002, Stb 575, dient men de daarvoor wettelijk verschuldigde vergoeding te voldoen aan de Stichting Reprorecht te Hoofddorp (postbus 3060, 2130 KB, www.reprorecht.nl) of contact op te nemen met de uitgever voor het treffen van een rechtstreekse regeling in de zin van art. 16l, vijfde lid, Auteurswet 1912.

Voor het overnemen van gedeelte(n) uit deze uitgave in bloemlezingen, readers en andere compilatiewerken (artikel 16, Auteurswet 1912) kan men zich wenden tot de Stichting PRO (Stichting Publicatie- en Reproductierechten, postbus 3060, 2130 KB Hoofddorp, www.cedar.nl/pro).

No part of this book may be reproduced in any way whatsoever without the written permission of the publisher.

info@boomamsterdam.nl
www.boomuitgeversamsterdam.nl

Eurobonds zijn goed voor Nederland en onze pensioenen

Oneens, effect 'lichte' variant eurobonds is marginaal, en voor 'zware' variant ontbreekt solide basis

door Onno Ruding De auteur is oud-minister van Financiën.

Ik constateer al jaren dat de voorstanders van eurobonds niet aangeven welke vorm zij bepleiten. Daardoor ontstaat onduidelijkheid. Er zijn twee mogelijkheden. Enerzijds gemeenschappelijke obligaties uitgegeven door een Europese instelling, waarbij alle lidstaten een garantie voor de terugbetaling geven, maar ieder slechts voor zijn aandeel in het totaal van de lening. Als een lidstaat later zijn verplichting tot terugbetaling niet nakomt, zijn de andere landen *niet* verplicht ook dat deel op grond van een garantie terug te betalen. In deze 'lichte' variant is er wel sprake van gemeenschappelijke, dus *joint* aansprakelijkheid, maar ieder is slechts aansprakelijk voor zijn eigen aandeel. Anderzijds de 'zware' variant, waarbij alle lidstaten afzonderlijk een garantie afgeven voor het *totale* bedrag van de lening. Als één of meer landen later niet terugbetalen, kunnen crediteuren elke

andere lidstaat aanspreken voor hun *joint and several liability* tot terugbetaling – dus hoofdelijk. Deze bevat in het uiterste geval het totale bedrag van de lening.

Verhoging rentelasten

Die lichte variant van een 'cocktail' van partiële-nationale-lening-debiteuren leidt – vergeleken met aparte emissies op eigen naam – tot besparing van rentekosten voor de zwakkere eurolanden met lagere kredietwaardigheid, en tot verhoging van de rentelasten voor de sterkere landen. Immers, de markten zullen voor de gehele lening een rente vragen die ligt tussen de lage rente voor (aparte) leningen van de sterke landen, zoals Duitsland en Nederland met AAA-status, en de hogere rente voor leningen van 'zuidelijke' landen. Maar Nederland loopt dan niet het risico dat het later moet opdraaien voor zijn garantie bij niet-betaling door (andere) debiteurlanden. Het blijven nationale

verplichtingen, maar er ontstaat beperkte extra solidariteit binnen het eurogebied inzake rentekosten. Dat is financieel niet 'goed' voor Nederland, maar kan anderszins zinvol zijn.

Financieel risico

De zware variant heeft een fundamenteel ingrijpender karakter, namelijk 'mutualisering' of 'collectivering' van de toekomstige nationale schulden van alle lidstaten. Immers, tussen de landen treedt een veel groter solidariteitseffect op doordat landen zoals Nederland een zeer omvangrijk financieel risico aanvaarden bij latere terugbetalingsproblemen van anderen. Ik meen dat Nederland dit alleen mag doen als in Europa aan de zware voorwaarde van een politiek en financieel solide en geloofwaardige federale structuur is voldaan. Dat is nu (nog) niet het geval. De uitgifte van eurobonds in de zware variant kan pas (veel) later aan de orde komen, als het

Uitgifte eurobonds in de zware variant kan pas als het eurogebied een federale structuur bezit

sluitstuk van – of als kroon op – de Europese integratie. Dan dient het eurogebied een federale structuur te bezitten, met een eenheidsstaat zoals de VS of Duitsland of ten minste een politieke unie van lidstaten waarin die op financieel-economische beleidsterreinen nauwelijks enige soevereiniteit behouden. Dat vereist een *grote* Europese begroting en een *volledige* EMU (Economische en Monetaire Unie); niet alleen op monetair gebied met euro, ECB, gemeenschappelijk rente- en valutabeleid en bankenunie (die is er nu nog niet!), maar ook vergaande economische coördinatie van arbeidsmarktbeleid en loonbeleid en tevens van begrotingsbeleid (die is er evenmin). Zonder deze basis van beton zouden eurobonds functioneren op slappe veengrond van beloften en afspraken met beperkte betekenis. De financiële markten zouden dan euro-obligaties onvoldoende

geloofwaardig vinden en een hogere rente vragen. Ik ben niet tegen eurobonds, maar dan moet het eurogebied eerst aan de voorwaarde van een solide basis voldoen. Alleen in die situatie kunnen zij goed zijn voor Nederland.

Als echter in de huidige structuur van Europa grote bedragen aan eurobonds in de zware variant worden uitgegeven zonder nadere voorwaarden, ontstaat het risico dat de besteding van die extra geleende bedragen door de regeringen van de ontvangende landen niet zal leiden tot het beoogde herstel van de economieën van die landen. Dat risico wordt dan mede gedragen door landen zoals Nederland die eerder garanties voor de volledige terugbetaling van de eurobonds hebben verstrekt.

Coronaobligaties

Ik acht die risico's wat minder groot in het recente herstelplan van de Europese Commissie (EC).

Daarin worden geen eurobonds uitgegeven, maar een alternatief soort coronaobligaties. Die gelden gaan niet rechtstreeks naar de lidstaten, maar worden toegevoegd aan de Europese meerjarenbegroting. Vervolgens kan de EC die gelden besteden voor investeringsprojecten in de lidstaten, met (hopelijk!) strenge voorwaarden. Die obligaties steunen niet op garanties van de lidstaten, maar op de buffer voor latere aflossingen uit toekomstige middelen in de jaarlijkse Europese begrotingen. Het is wel nodig dat de financiële markten die obligaties voldoende solide vinden voor de hoogste creditrating, AAA. Anders moet de EC een (te) hoge rente betalen.

Een directe band tussen eurobonds en onze pensioenen zie ik niet. Het Nederlandse pensioenstelsel staat al jaren onder druk door de (te) lage renteniveaus in Europa. Het uitgeven van eurobonds heeft hierop niet of nauwelijks invloed. Alleen als omvangrijke volumes van eurobonds zouden leiden tot een substantieel hoger renteniveau in Europa – wat ik niet verwacht –, kan er indirect een gunstig effect optreden voor onze pensioenfondsen.