

Eurobonds zijn voor Duitsland niet langer taboe

De Italiaanse premier Giuseppe Conte heeft dinsdag voorgesteld gezamenlijke staatsobligaties van eurolanden uit te geven voor de bestrijding van de coronacrisis. Voorheen was dit voor Duitsland absoluut onbespreekbaar. Maar onder druk van het virus wordt alles vloeibaar. Bondskanselier Angela Merkel zei er geen probleem mee te hebben en haar minister van financiën denkt erover na. 'Een gamechanger', zeggen economen.

→ **PAGINA 14**



Met het coronavirus zijn de eurobonds niet langer taboe

➔ Duitse acceptatie te praten over eurobonds is grote stap

➔ Onder druk van corona wordt alles bespreekbaar

➔ Noodzaak van geld doet bezwaren minder wegen

Marcel de Boer
Amsterdam

Vermoedelijk was hij er zelf ook wel verbaasd over. Op het voorstel van de Italiaanse premier Giuseppe Conte om samen leningen aan te gaan voor de bestrijding van de coronacrisis, gingen dinsdag niet onmiddellijk de hakken in het zand. Tijdens de videoconferentie van de Europese regeringsleiders zei bondskanselier Angela Merkel er geen moeite mee te hebben als haar minister van financiën met zijn euro-collega's over het idee na gaat denken.

'Dat mag je gerust een potentiële gamechanger noemen', stelt hoofdeconoom Edin Mujagic van vermogensbeheerder OHV. 'Alles wat riekt naar gezamenlijke staatsobligaties van de eurolanden, was altijd een taboe in Duitsland en elk voorstel in die richting kon op een boos en resoluut *Nein* rekenen.' Dat Merkel niet onmiddellijk de deur dichtgooide voor Contes coronabonds, is groot nieuws, aldus Mujagic.

Conte zei dat geen lidstaat van de Europese Unie ongeschonden door 'deze socio-economische tsunami' komt en dat alle middelen die beschikbaar zijn, ingezet moeten worden, waaronder dus die coronabonds. Hij kreeg onmiddellijk bijval van de Franse president Emmanuel Macron en zijn minister van financiën Bruno Le Maire. Die laatste vulde het voorstel meteen concreet in. Hij wil dat de Europese Investeringsbank de leningen met garanties van het Europese noodfonds ESM gaat uitgeven.

Tijdens de Europese schuldencrisis in 2011 en 2012 toonden Frankrijk en Italië zich al groot voorstander van eurobonds. Door de staatsschuld van de lidstaten gezamenlijk met eurobonds te financieren hebben ook de zwakkere leden altijd toegang tot de kapitaalmarkt, ook in tijden van crisis, zoals nu. De rentes zijn sowieso lager dan de landen op eigen kracht kunnen bewerkstelligen.

Duitsland en Nederland wilden er niets van weten. Niet alleen zouden hun financieringskosten omhoog gaan. Ook zou een belangrijke prikkel voor degelijk



begrotingsbeleid wegvallen, als zwakkere landen kunnen meeliften op de kredietwaardigheid van financieel sterkere lidstaten. De lidstaten zijn zelf verantwoordelijk voor de gezondheid van hun overheidsfinanciën, klonk het dan ook ferm uit Berlijn en Den Haag. En vanuit Frankfurt liet een centrale bankier in 2012 weten: 'Je vertrouwt toch je creditcard niet toe aan iemand die geen enkel vermogen heeft om zijn uitgaven onder controle te houden'.

'Te veel eurolanden hebben zich sinds de komst van de euro in 1999 financieel onverantwoord gedragen', zegt Mujagic. 'Garant staan voor elkaars financieel gedrag staat gelijk aan economisch-financiële zelfmoord.'

Maar onder de druk van corona wordt alles fluïde, zeker nu de onrust op de financiële markten groot is en met name de Italiaanse obligatiemarkt enorme uitlagen laat zien. De vraag of je met eurobonds elke disciplinerende werking van nationale obligatiemarkten verliest, doet nu niet ter zake, vindt Mary Pieterse-Bloem, hoogleraar financiële markten aan de Erasmus School of Economics, en hoofd obligatiebeleggen bij ABN Amro. Ze zegt dat veel politici en beleidsmakers vergelijkingen trekken met een oorlog en bij een oorlog ga je eerst zoveel mogelijk geld ophalen.

'Als de oorlog eenmaal gestreden is, ga je nadenken hoe je het financiële landschap weer ordent. Er is gewoon heel veel geld no-

dig om het virus te bestrijden, niet alleen voor de zorgsector, maar ook om de schade voor de economie te beperken', aldus Pieterse-Bloem.

Na de fase waarin de centrale banken maatregelen namen, zijn overheden zelf met enorme noodpakketten gekomen. De Amerikaanse president Donald Trump kwam zelfs ineens met een plan van \$1000 mrd op de proppen. Maar waar moet dat geld vandaan komen?

Het is niet logisch om dit via de belastinginning te doen. Het geld zal dus van de markten moeten komen, mogelijk met steun van de centrale banken. De plotselinge bestedingsdrift, zeker van landen die al hoge schuldenlasten torses, en de onzekerheid over de duur van de coronacrisis, zouden echter tot zoveel marktturbulentie kunnen leiden, dat de eurocrisis weer opdoemt. Om te voorkomen dat de muntunie weer uit elkaar dreigt te scheuren zijn euro-, of coronabonds een mogelijkheid.

REKENING BETALEN

Als Merkel hierin meegaat, zal ze een belangrijk deel van Duitsland boos maken, maar het alternatief is erger, zegt Pieterse-Bloem. 'Tijdens de Europese schuldencrisis heeft Duitsland best een hoge rekening betaald voor de redding van Griekenland. Die rekening zal vele malen hoger zijn als het veel grotere Italië het centrum van een nieuwe eu-

rocrisis wordt. Dan kan Duitsland maar beter de problemen voor zijn.'

Het kan ook zijn dat Merkel redeneert dat Noord-Europa over twee weken in hetzelfde schuitje zit als Italië nu, denkt Pieterse-Bloem. 'Dan gaat men zich afvragen hoe diep Duitsland in de buidel kan tasten. En dan is het vanwege de gedeelde-smart-is-halve-smartgedachte wellicht beter om de kosten te delen.'

FOTO: REMO CASILLI/REUTERS

rocrisis wordt. Dan kan Duitsland maar beter de problemen voor zijn.'

Het kan ook zijn dat Merkel redeneert dat Noord-Europa over twee weken in hetzelfde schuitje zit als Italië nu, denkt Pieterse-Bloem. 'Dan gaat men zich afvragen hoe diep Duitsland in de buidel kan tasten. En dan is het vanwege de gedeelde-smart-is-halve-smartgedachte wellicht beter om de kosten te delen.'

Een bijkomend voordeel van zo'n liquide instrument dat in de hele eurozone één risicoprofiel heeft, is dat beleggers zo'n eurobond kunnen gaan zien als mogelijkheid om in turbulente tijden hun geld in te parkeren. Zo ontstaat er een alternatief voor Amerikaanse staatsobligaties, de ultieme veilige haven in tijden van onrust. Maar ook in de VS zal het coronavirus enorme consequenties hebben, dus zo veilig zal de haven niet zijn. Op de langere termijn kunnen de eurobonds de internationale rol van de euro versterken, precies wat beleidsmakers, zoals die van de 'geopolitieke' Europese Commissie, graag zien.

ESM-NOODFONDS

Persbureau Bloomberg meldde gisteren dat functionarissen van de Commissie inmiddels de inzet van het ESM-noodfonds onderzoeken. Die zou de coronabonds kunnen uitgeven. Belangrijk is dan wel dat geregeld wordt volgens welke regels de risico's verdeeld worden en hoe het opgehaalde geld wordt verdeeld. Als de ECB wordt ingeschakeld — onder meer als opkoper van de leningen — heb je die sleutel al.

Het ontwerp is cruciaal, zei de vicepresident van de ECB, Luis de Guindos, vorig jaar al in een lezing over eurobonds. 'Mits goed ontworpen kan een dergelijke Europese obligatie een referentiepunt worden voor investeerders in de Europese kapitaalmarkt', aldus de Spanjaard. 'Daarmee verminder je het risico van een kapitaalvlucht tussen nationale staatsobligaties binnen de eurozone. Ook verminder je het risico op de bankbalansen.'

De gedachte was altijd dat de grote hoeveelheid Italiaanse staatsleningen die Italiaanse banken bezitten, ervoor zorgt dat de overheid en het bancaire stelsel elkaar in een crisissituatie omver trekken. Pas als de zuidelijke banken hun blootstelling aan de staatsschuld voldoende zouden hebben gereduceerd, waren Berlijn en Den Haag bereid de beoogde bankenunie af te maken en de beschermingsconstructies van de eigen bancaire markten te ontmantelen.

Het was dezelfde redenering als die ze volgden met de eurobonds. Nu de Italiaanse economie in elkaar zakt door het coronavirus, zullen de Italiaanse banken in zwaar weer terechtkomen en zullen hun uitstaande kredieten snel problematisch worden. Ze zullen dan steun nodig hebben van Rome. De noordelijke landen zijn dan alsnog de achtervang.

'Dat Merkel niet onmiddellijk de deur dichtgooide voor coronabonds is groot nieuws'

Noord-Europa kan snel in hetzelfde schuitje als Italië zitten. Dan is het beter kosten te delen