Spreekpunten bezoek Duits-Nederlandse Handelskamer



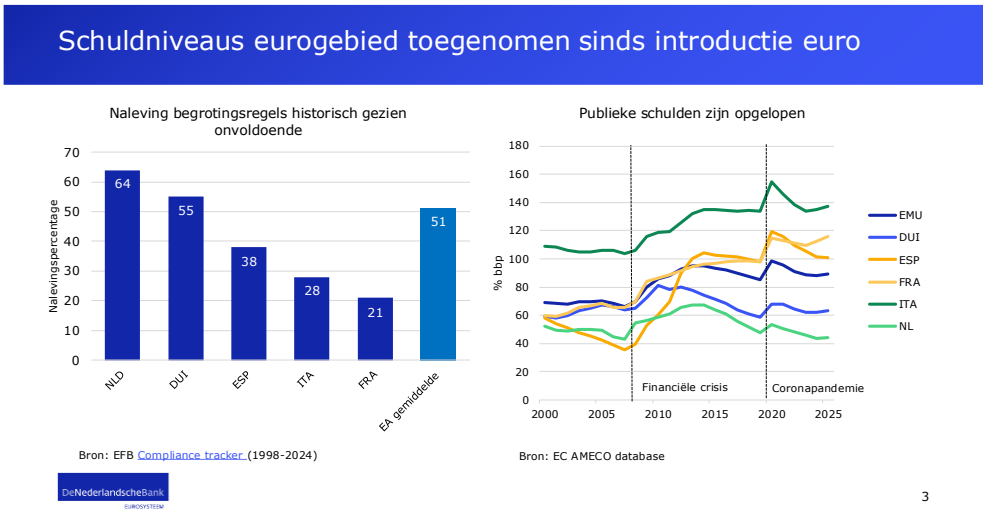
Slide 1: Risico's van hoge schulden vanuit een centralebankperspectief

- Goedemiddag allemaal. Het is fijn om jullie vandaag hier bij de Nederlandsche Bank te kunnen verwelkomen. Ik wil het vandaag hebben over een onderwerp dat mij aan het hart gaat, namelijk het belang van prudent begrotingsbeleid en de relatie met monetair beleid.
- De timing voor dit gesprek is interessant. Niet alleen zijn er breder in Europa zorgen over hoge overheidsschulden, maar ook in Duitsland is de discussie over begrotingsbeleid de afgelopen jaren sterk veranderd. Een land dat bij uitstek bekendstaat om begrotingsdiscipline heeft ervoor gekozen de zogenoemde Schuldenbremse te versoepelen en meer te gaan lenen voor defensie en infrastructuur.
- Er kunnen goede redenen zijn om publieke investeringen met schuld te financieren. De relevante vraag is hoeveel ruimte een overheid daarvoor heeft en of die ruimte op een verstandige manier wordt ingevuld.
- En daar komt het perspectief van de centrale bank in beeld. Gezonde overheidsfinanciën geven niet alleen overheden ruimte om op nieuwe uitdagingen te reageren. Ze helpen ook ervoor te zorgen dat monetair beleid zich ongehinderd kan blijven richten op zijn primaire doel: prijsstabiliteit.
- Op die link tussen houdbare overheidsfinanciën en monetair beleid wil ik vandaag nader ingaan.



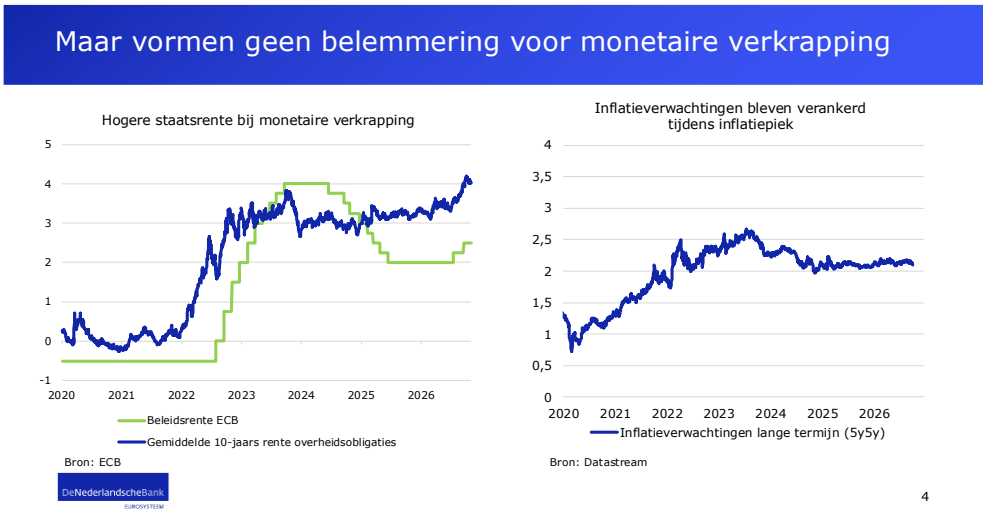
Slide 2: Belang van houdbare schulden voor monetair beleid

- Waarom zijn de overheidsfinanciën van belang voor de centrale bank?
- Een centrale bank moet de rente kunnen vaststellen op het niveau dat nodig is om prijsstabiliteit te bewaken. Maar naarmate overheidsschulden hoger zijn, hebben kunnen renteverhogingen grotere gevolgen hebben voor de overheidsfinanciën.
- Een hogere beleidsrente kan zich vertalen in hogere financieringskosten voor overheden. Bij een hoge schuld kan dat stevig doorwerken in het begrotingstekort. En als daardoor zorgen ontstaan over de houdbaarheid van overheidsschuld, is dat een risico voor de financiële stabiliteit.
- In het uiterste geval kan zo een spanning ontstaan tussen wat nodig is voor prijsstabiliteit en wat overheden financieel kunnen dragen. Economen spreken dan van fiscal dominance: monetair beleid wordt beperkt door de toestand van de overheidsfinanciën.
- Om die reden hebben we in Europa, via het Verdrag van Maastricht en het Stabiliteits- en Groeipact, begrotingsregels afgesproken die moeten voorkomen dat begrotingsbeleid het monetaire beleid in de wielen rijdt. Dit zijn de bekende 3% tekortnorm en 60% schuldnorm, en alle verdere uitwerkingen daarvan.



Slide 3: Schuldniveaus eurogebied toegenomen sinds introductie euro

- De vraag is dan of de begrotingsafspraken in Europa erin zijn geslaagd om de schuldontwikkeling van eurolanden te beheersen.
- Het is geen geheim dat de naleving en handhaving van deze begrotingsregels tekort heeft geschoten. De linkerfiguur laat zien dat sinds de invoering van de euro de regels in het eurogebied gemiddeld slechts in de helft van de gevallen werden nageleefd. Ook momenteel voldoen veel lidstaten niet aan de afgesproken referentiewaarden.
- Dit heeft ertoe geleid dat de gemiddelde schuldquote in het Eurogebied is gestegen van 73% bbp naar ruim 90% bbp (figuur rechts). Met name na de financiële crisis en de coronacrisis nam de overheidsschuld in veel lidstaten snel toe.
- Het kan verstandig zijn om de schuld tijdens dergelijke crises te laten oplopen om zo de economie te stabiliseren. Maar dit kan alleen als schuldniveaus weer worden afgebouwd in economisch gunstigere tijden. Dit is in het verleden duidelijk onvoldoende gebeurd. Deze uitgangspositie is zorgelijk, temeer daar de budgettaire druk de komende jaren verder zal toenemen door onder andere vergrijzing, hogere uitgaven aan defensie en de energietransitie en de gestegen rente.
- Overigens weerspiegelt dit niet alleen een gebrek aan begrotingsdiscipline, maar hangt dit ook samen met factoren zoals matige economische groei.



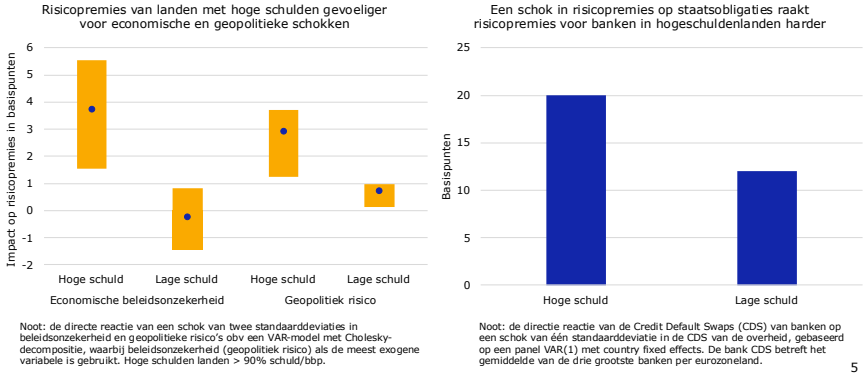
Slide 4: Maar vormen geen belemmering voor monetaire verkrapping

- Wat betekent deze ontwikkeling dan voor het monetaire beleid? Opereert de ECB in een wereld van *fiscal dominance?* Op dit moment is mijn antwoord op deze vraag nee.
- Toegenomen schuldniveaus hebben de ECB er niet van weerhouden om tijdens de sterke oploop van de inflatie in 2022/23 de beleidsrente in korte tijd met 4.5 procentpunt te verhogen (dit ziet u in de linkerfiguur), en de inflatie daarmee terug te brengen naar de doelstelling van 2%. Dit heeft er ook toe geleid dat rentes op staatsobligaties sterk zijn opgelopen, en daarmee de financieringskosten van overheden. Dit kwam voor de overheidsfinanciën misschien niet goed uit, maar was noodzakelijk om de inflatie terug te dringen en prijsstabiliteit te herstellen.
- En dit jaar heeft de ECB wederom de rente verhoogd met een half procent om de opnieuw opgelopen inflatie tegen te gaan.
- Ook zijn inflatie-verwachtingen op de langere termijn goed verankerd gebleven, om in centrale bank-jargon te spreken. Dat is uiteindelijk ook in het belang van overheden: als twijfel ontstaat over de bereidheid van de centrale bank om inflatie te bestrijden, kunnen inflatieverwachtingen en daarmee ook de lange rente oplopen.
- Tegelijkertijd heeft deze episode wel laten zien dat landen met hoge schulden kwetsbaar zijn voor ontwikkelingen op financiële markten. In anticipatie op de eerste verhoging van de beleidsrente in de zomer van 2022 liepen spreads op staatsobligaties van sommige landen sterk op (nu hoeven rentes niet precies gelijk aan elkaar te reageren op monetair beleid, maar het wordt een probleem als dit disproportioneel wordt of op een onordentelijke manier gebeurt).
- De ECB heeft hierop gereageerd met de introductie van het zogenaamde *Transmission Protection Instrument,* of TPI. TPI biedt de mogelijkheid om onder

voorwaarden staatsobligaties aan te kopen, als ontwikkelingen op financiële markten de doorwerking van het monetaire beleid bedreigen en niet zijn gedreven door fundamentele factoren. Hoewel het instrument nooit is ingezet, heeft de aankondiging ervan een kalmerend effect gehad en daarmee de stevige verhoging van de beleidsrente mede gefaciliteerd.

- Samengevat: het mandaat van prijsstabiliteit zit op dit moment stevig in het zadel, maar een afbouw van hoge schuldniveaus is noodzakelijk voor prijsstabiliteit op lange termijn.

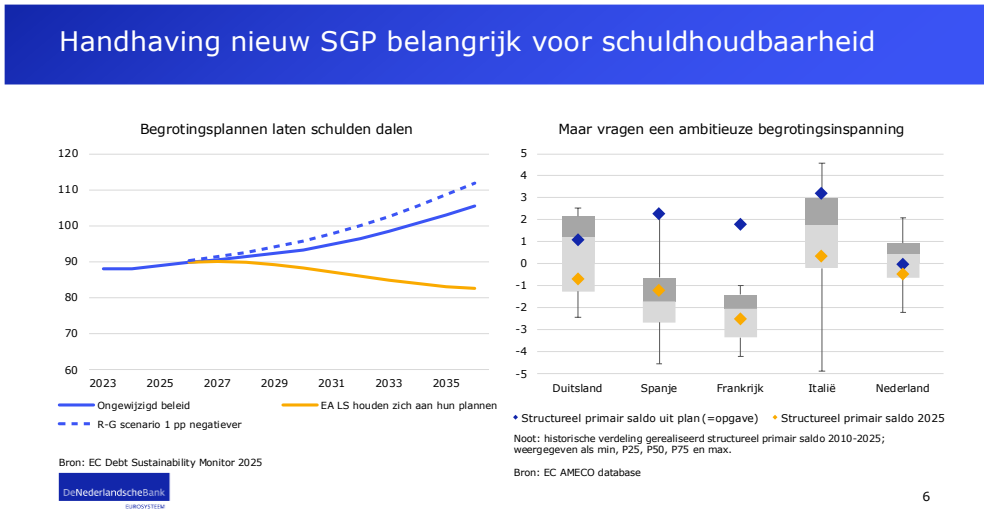
Hoge schulden maken overheden en financiële instellingen kwetsbaarder voor schokken



Slide 5: hoge schulden maken overheden en financiële instellingen kwetsbaarder voor schokken

- Hoge schuldniveaus zijn ook om andere redenen onwenselijk.
- Zo hebben landen met hoge schulden minder ruimte om te reageren op economische of geopolitieke schokken. Dit maakt ze ook gevoeliger voor een omslag in het sentiment op financiële markten. De figuur links geeft aan dat schokken voor deze landen leiden tot hogere financieringskosten, terwijl deze voor landen met lage schulden juist kunnen dalen (flight to safety).
- Ten tweede is sprake van een sterke wisselwerking tussen overheden en de binnenlandse financiële sector. Hierdoor vormen hoge schulden ook een risico voor financiële stabiliteit. Dit is vooral zichtbaar bij banken. Deze wisselwerking loopt via verschillende kanalen. Zo bezitten banken vaak veel staatsobligaties van hun eigen land. Bijvoorbeeld gemiddeld 10% van de bankbalans in Italië vs. nog geen 4% voor de eurozone als geheel.
- Ook de mogelijke verwachting van overheidssteun bij financiële problemen creëert een wisselwerking tussen de kredietwaardigheid van banken en de overheid, waardoor risico's dus makkelijk kunnen overslaan. De figuur rechts laat zien dat financieringskosten van banken in landen met hoge

overheidsschulden sterker samenhangen met die van de overheid dan in landen met lage overheidsschulden. Hogere risicopremies voor landen maakt financiering voor banken in die landen dus duurder. En dit werkt uiteindelijk natuurlijk ook weer tot hogere financieringskosten voor het bedrijfsleven.



Slide 6: handhaving nieuw SGP belangrijk voor schuldhoudbaarheid

- Het is daarom belangrijk om de hoge publieke schulden in het eurogebied geleidelijk af te bouwen, om risico's van *fiscal dominance* te beperken en de weerbaarheid van zowel overheden als de financiële sector te versterken.
- Ik constateerde eerder al dat de Europese begrotingsafspraken in het verleden onvoldoende effectief zijn geweest. Sinds twee jaar is er een nieuwe versie van het zogenaamde Stabiliteits- en Groeipact in werking. De gedachte hierachter is dat landen meer tijd krijgen om hun schuld af te bouwen en meer ruimte krijgen om hun begroting mee te laten bewegen met de stand van de economie. Daar staat tegenover dat ze investeren en hervormen op een manier die de economische groei aanjaagt.
- Als lidstaten erin slagen hun begrotingsplannen daadwerkelijk uit te voeren, zou de schuldquote in het eurogebied op een dalend pad moeten komen (figuur links).
- Tegelijkertijd roept de naleving zorgen op. De European Fiscal Board wijst erop dat veel lidstaten uitgaan van relatief optimistische macro-economische aannames, waardoor de uiteindelijke begrotingsconsolidatie kan tegenvallen. Bovendien is de vereiste budgettaire inspanning, met name in landen met een hoge schuld, historisch ambitieus. Zo laat de rechter figuur zien dat Frankrijk een structureel primair saldo moet realiseren dat het de afgelopen 15 jaar niet heeft behaald. Daarbij is nog geen rekening gehouden met de recente stijging van de rentekosten. Door de relatief grote herfinancieringsbehoefte en de korte

gemiddelde looptijd van de overheidsschuld zijn landen als Frankrijk, Italië en Spanje bovendien extra gevoelig voor hogere rentes.

- Of de nieuwe regels daadwerkelijk bijdragen aan een daling van de schulden hangt daarmee vooral af van de naleving en handhaving. Het verder versoepelen van de regels – zoals het recente besluit om flexibeler om te gaan met energiemaatregelen - is politiek begrijpelijk, maar zorgt vooral voor uitstel, terwijl juist nu actie nodig is.
- Tot slot: een stabiele munt die zijn waarde behoudt is een cruciale pijler onder een sterke Europese economie. Ik heb laten zien waarom wij vanuit de centrale bank in dat licht met zorg kijken naar oplopende overheidsschulden. Maar stabiliteit is niet voldoende. Europa moet ook zijn groeivermogen versterken. Daarbij denk ik in het bijzonder aan het wegnemen van barrières in de interne markt en aan verdere integratie van de Europese kapitaalmarkten, zodat bedrijven gemakkelijker over grenzen heen kunnen groeien en investeren. Dat zijn bij uitstek onderwerpen die ook voor de bedrijven die uw organisatie vertegenwoordigt relevant zijn. Ik dank u voor uw aandacht, en kijk uit naar de discussie en vragen van uw kant.

Slide 7: vragen?