



Een nieuwe plaag voor de EMU

Bij de vormgeving van een Europese aanpak van de coronacrisis zijn solidariteit en welbegrepen eigenbelang belangrijke overwegingen.

In het debat zijn voorstellen gedaan om leningen en/of giften te verstrekken. Alle opties hebben voor- en nadelen, vanuit Nederlands perspectief.



Coronapublicatie

In deze reeks publicaties belicht het CPB de economische gevolgen van de coronacrisis

1 Inleiding

Het CPB publiceert een reeks publicaties over de economische gevolgen van de coronacrisis. Hiermee levert het een actieve bijdrage om het beleid te ondersteunen met onafhankelijke, wetenschappelijk onderbouwde, inzichten en ramingen.¹

Bij de vormgeving van een Europese aanpak van de coronacrisis zijn solidariteit en welbegrepen eigenbelang belangrijke overwegingen. De Nederlandse economie zal ook profiteren van meer overheidsuitgaven in andere EMU-landen. Bovendien vermindert een Europese aanpak de risico's voor het uiteenvallen van de EMU, die nog steeds kwetsbaar is door de onvolledige vormgeving. Wanneer landen solidair willen zijn met de meest getroffen eurolanden dan liggen giften voor de hand, maar het is wel kostbaar. Het nadeel van extra leningen verstrekken aan landen met hoge overheidsschulden is het verhoogde risico op onhoudbare schulden.

De discussie over de Europese aanpak van de coronacrisis dwingt beleidsmakers een keuze te maken. In deze coronapublicatie analyseren wij de voor- en nadelen van verschillende beleidsopties om Nederlandse beleidsmakers te informeren. Aan de ene kant stellen Duitsland en Frankrijk een coronafonds voor van 500 mld euro met giften voor de zwaarst getroffen landen,² aan de andere kant stellen vier eurolanden, waaronder Nederland, voor om alleen extra leningen te verstrekken aan deze landen³ en tot slot stelt de Europese Commissie voor om een herstelfonds op te richten dat voor 500 mld euro uit giften bestaat en voor 250 mld euro uit leningen.⁴ Deze publicatie sluit aan op de Risicorapportage financiële markten, waarin de risico's voor de EMU uitgebreider worden beschreven en meer aandacht wordt besteed aan de link tussen overheden en banken.

2 Hoe corona de EMU raakt

De EMU is nog steeds kwetsbaar door de verwevenheid tussen commerciële banken en nationale overheden.⁵ De verwevenheid tussen banken en overheden is afgenomen sinds het hoogtepunt van de eurocrisis (met uitzondering van Italië) maar nog niet verdwenen. Aangezien banken een aanzienlijk deel van de overheidsschuld op hun balansen hebben staan, kunnen problemen bij de overheid ook snel overslaan naar de bankensector.⁶ Omgekeerd ligt een deel van de risico's van banken bij de overheid, doordat overheden zowel impliciet als expliciet garant staan

¹ Inzet CPB in tijden van corona, CPB, 2020 ([link](#)).

² European Union – French-German initiative for the European recovery from the coronavirus crisis ([link](#))

³ Financial Times: The 'frugal four' advocate a responsible EU budget ([link](#))

⁴ Europese Commissie, 2020, Europe's moment: Repair and Prepare for the Next Generation ([link](#))

⁵ CPB (2020), Risicorapportage Financiële markten ([link](#), hoofdstuk 5) gaat uitgebreider in op de situatie van Europese banken en de verwevenheid met nationale overheden. Daarnaast geeft het een overzicht van maatregelen in de financiële sector.

⁶ Zie CPB (2018), Risicorapportage Financiële markten ([link](#)), voor een analyse van de verwevenheid tussen banken en overheden in de EMU.

voor de commerciële banken.⁷ Dit alles heeft als gevolg dat wanneer de banken in problemen komen, mogelijk de overheid ook geraakt wordt, en vice versa.

De EMU blijft kwetsbaar doordat de bankenunie nog niet is voltooid, ondanks de verbeterde kapitalisatie van banken.⁸ Enerzijds zijn de banken beter gekapitaliseerd dan voor de kredietcrisis en is het aantal niet-presterende leningen teruggebracht naar niveaus van voor 2008. Hierdoor is de uitgangssituatie van de bankensector versterkt. Anderzijds zijn de schuldquotes van de overheden hoger dan in 2007 (met uitzondering van Duitsland en Malta), en hebben voornamelijk Italiaanse en Spaanse banken nog steeds veel van deze schuld op hun balansen staan. Tegelijkertijd worden risico's die banken lopen nog niet of nauwelijks tussen lidstaten gedeeld. Hierdoor blijft de EMU kwetsbaar voor schokken zoals het coronavirus. Met name de risicodeling via een Europees depositogarantiestelsel is nog niet ingevoerd. Dit stelsel zorgt voor een extern mechanisme om verliezen op te vangen en deposito's te beschermen, zonder een beroep te doen op de solvabiliteit van de nationale overheid. Ook is de preferente behandeling van overheidsschulden in risicowegingen bij banken niet aangepast.⁹ Dit geeft banken nog geen prikkel om de blootstelling naar de (eigen) overheid te reduceren. Tot slot is er weinig private risicodeling via kapitaalmarkten in de EMU in vergelijking met de VS, en zijn er beperkte begrotingsoverdrachten.¹⁰

Door de coronacrisis lopen overheidsschulden verder op. De contactbeperkende maatregelen hebben een deel van de economie stilgelegd, met aanzienlijke gevolgen voor de overheidsfinanciën. De discretionaire maatregelen die ingezet worden in de strijd tegen het coronavirus kunnen voor bijvoorbeeld Italië al oplopen tot 34% van het bbp (zie figuur 2.1, links). Onder deze maatregelen vallen budgettaire impulsen, soepelere belastingregels en garanties en liquiditeit. Hier bovenop komen nog de kosten van de inzet van automatische stabilisatoren. De overheidsschuld ten opzichte van het bbp in Italië lag voor de coronacrisis al boven de 135%. Een verdere verslechtering van het EMU-saldo vergroot de schuldproblematiek. Tegelijkertijd krimpt de economie waardoor de schuldquote verder toeneemt.¹¹ Ook in andere landen worden aanzienlijke discretionaire maatregelen getroffen, zoals in Duitsland (34% bbp) en Frankrijk (17% bbp).¹² Voor Nederland is het totaal aan discretionaire maatregelen ongeveer 14% van het bbp (tot en met 28 mei).¹³

⁷ Het toezicht op grote banken is nu in handen van de ECB en bij resolutie is de Single resolution board verantwoordelijk. Maar dit systeem is nog niet getest bij grote systeemrelevante banken die in problemen komen en er is nog geen achtervang voor het Single resolution fund. Bovendien blijft er een verantwoordelijkheid voor nationale overheden bij kleinere banken, alhoewel de formele lijn is dat er bail-in is, zodat de aandeelhouders de eerste verliezen nemen. Nationale overheden zijn ook de achtervang van de nationale depositogarantie.

⁸ CPB, 2020, Risicorapportage financiële markten geeft een update van de ontwikkelingen van eigen kapitaal en problemleningen over de tijd. ([link](#))

⁹ Zie hiervoor de staande Basel III richtlijnen voor de behandeling van de blootstelling van banken aan overheden ([link](#)), met daar in ook een voorstel in het discussiedocument tot de wijziging van de preferente behandeling, en de Capital Requirements Regulation (CRR) voor het prudentiële toezicht op banken in Europa ([link](#)).

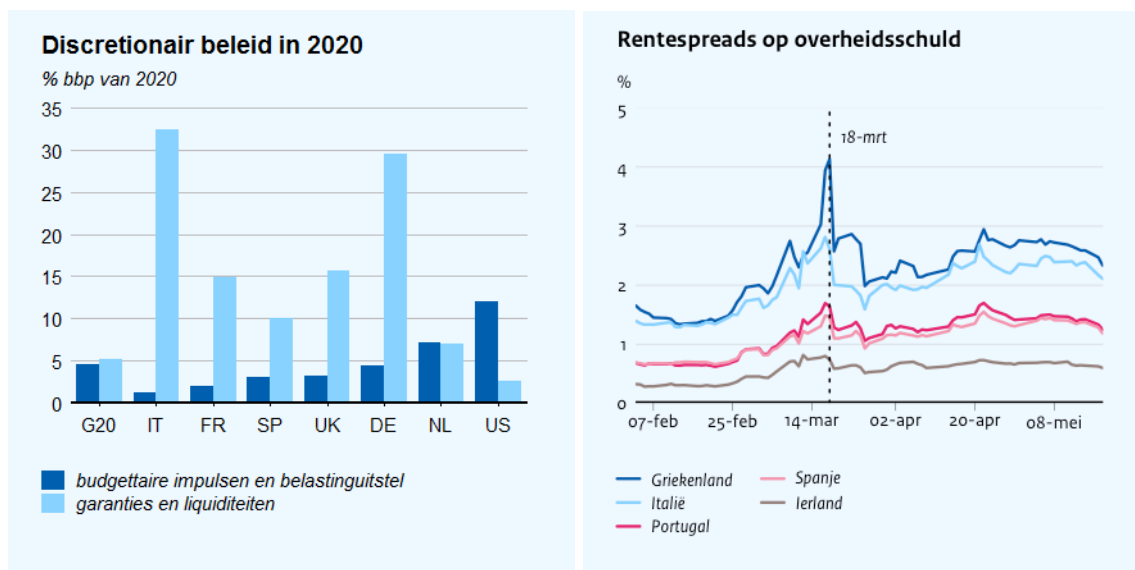
¹⁰ Smid en Van Veldhuizen, 2019, Een budgettaire stabilisatiefunctie, CPB Policy brief ([link](#))

¹¹ Zie bijvoorbeeld de scenario's voor de economische impact van corona voor Nederland ([link](#)), Duitsland ([link](#)), en voor Europa ([link](#) en [link](#)).

¹² IMF, 2020, Tracking the \$9 Trillion Global Fiscal Support to Fight COVID-19 ([link](#))

¹³ Voor Nederland bestaan de discretionaire maatregelen vooral uit budgettaire impulsen om onder andere ondernemers te ondersteunen (de NOW-, TOZO-, TOGS-, TVL-regelingen) en belastinguitstel (in een eerste schatting komt dit samen uit op 7% van het bbp in 2020). Daarnaast zijn er ook garanties en liquiditeiten verstrekt (een eerste schatting komt dit samen uit op 7% van het bbp in 2020). Deze voorlopige cijfers zijn een eerste inschatting van het CPB op basis van cijfers van het Ministerie van Financiën en omvatten de belangrijkste maatregelen van de eerste twee steunpakketten.

Figuur 2.1 Discretionair beleid om coronacrisis te bestrijden, en opgelopen spreads



Bron links: voor Nederland eigen berekeningen van het CPB op basis van gegevens van Ministerie van Financiën (dit zijn alle belangrijkste maatregelen tot en met 28 mei 2020), voor de overige landen IMF (alle maatregelen tot 13 mei 2020).
Bron rechts: Datastream, 10 jaars rendement op overheidsobligaties minus dat van Duitsland.

Door de toenemende onzekerheid rond de coronacrisis lopen rentes op staatsobligaties van vooral zuidelijke eurolanden op, dit kan banken en overheden wederom in de problemen brengen. De stijging van de rente op overheidsschuld (figuur 2.1, rechts), voornamelijk voor Zuid-Europese lidstaten, verhoogt de rentelasten. Banken hebben veel overheidsobligaties op de balans staan, en door een verlies op deze obligaties na een rentestijging komt mogelijk ook de bankensector in problemen. Via de bankensector kunnen problemen in landen met hoge schulden ook overslaan naar andere landen. Zo is de blootstelling van de Nederlandse private sector aan de door corona zwaar getroffen lidstaten (Italië en Spanje) groot.¹⁴

De coronacrisis creëert ook via bedrijven risico's voor de kapitaalpositie van banken.¹⁵ Problemen bij bedrijven kunnen zich vertalen in verliezen op leningen die door banken zijn verstrekt. Dit verslechtert de kapitaalpositie van banken. Ook bestaat het risico dat de waarde van het onderpand, met name op hypothecaire kredietverlening, in waarde daalt. Dit geeft een nieuw risico op 'onderwater-hypotheek', en kan zich uiteindelijk vertalen in afschrijvingen op een deel van deze leningen.

3 Solidariteit en welbegrepen eigenbelang

Nederland is gebaat bij een grondige aanpak van de verspreiding van het coronavirus in het buitenland. Het coronavirus herkent geen landsgrens, dus hoe minder het virus in het buitenland

¹⁴ Zie CPB (2020), Risicorapportage Financiële markten.

¹⁵ Een uitgebreide toelichting is te vinden in hoofdstuk 4 van de Risicorapportage Financiële markten (2020).

circuleert, hoe beter het is voor Nederland. Wanneer landen met hoge overheidsschulden niet in staat zouden zijn om de juiste aanpak te financieren, is dit ook vanuit Nederlands eigenbelang een reden voor een gezamenlijke aanpak. De directe financiële kosten van de bestrijding van het virus zijn niet buitensporig hoog, maar de economische schade als gevolg van de opgelegde contactbeperkingen wel. Er zijn nu nog geen tekenen dat landen hun financiële positie meewegen in de aanpak van het virus.

De economische baten voor Nederland van een gezamenlijke aanvullende aanpak van de coronacrisis zijn moeilijk in te schatten. Via de financiële sector en via buitenlandse handel zal Nederland last hebben wanneer andere lidstaten in de problemen komen. Hier kan een internationale aanpak positieve gevolgen hebben voor de eurozone als geheel en in het bijzonder voor een open economie als Nederland, vooral via meer handel. Het is niet op voorhand duidelijk of deze baten opwegen tegen de kosten die gemoeid zijn met de benodigde steun.¹⁶

Bij verlies van markttoegang van eurolanden is er het noodfonds *European Stability Mechanism* (ESM). Er is een risico dat zuidelijke eurolanden in de problemen komen door de coronacrisis. Doordat ze in een muntunie zitten, hebben ze geen eigen wisselkoers en monetair beleid meer als aanpassingsmechanismes. Bij serieuze problemen kunnen eurolanden een beroep doen op het noodfonds ESM, dat onder voorwaarden leningen kan verstrekken. De ECB zal indien nodig via de *Outright Monetary Transactions* (OMT) obligaties aankopen van landen die in een ESM-programma zitten.

Het is niet zeker dat het ESM de beoogde rol kan spelen als een groot euroland in problemen komt. Landen maken nu nog geen gebruik van de extra leenmogelijkheden bij het ESM, ook al hebben die leningen een lagere rente dan ze op de financiële markten betalen. Het stigma van het ESM zou daarin een rol kunnen spelen. Het is een slecht teken voor financiële markten als landen bij het ESM aankloppen en de programma-eisen die bij niet-coronagerelateerde steun horen, zijn politiek onaantrekkelijk. Het is niet duidelijk of landen wel bij het ESM aankloppen als ze echt in de financiële problemen komen. Vervolgens is de vraag of de ECB bereid en in staat is om voor een groot euroland ongelimiteerd obligaties aan te kopen volgens het OMT-programma. Dit is nog nooit getest.

Problemen in het ene euroland kunnen eenvoudig overslaan naar andere eurolanden. Een kanaal waardoor problemen kunnen overslaan is via de verwevenheid van de Europese banken en via directe beleggingen. Maar ook via internationale handel zal de Nederlandse economie de gevolgen merken wanneer andere eurolanden in financiële problemen komen, juist in tijden van een crisis. Bij het uiteenvallen van de EMU is onduidelijk wat er gebeurt met de interne markt. De kosten van het uiteenvallen van de EMU en de herinvoering van de nationale munten zijn hoog.

Een andere optie is een schokfonds voor asymmetrische schokken, dit kan de toekomstige welvaart in Europa verhogen.¹⁷ Dat zou een Europese verzekering zijn. Een fonds met grotere uitkeringen bij zeldzame, extreme gebeurtenissen heeft toegevoegde waarde. De coronacrisis is

¹⁶ Alloza et al (2019), Fiscal spillovers in a monetary union, ECB Economic Bulletin, Issue 1/2019 ([link](#)) vatten de schaarse literatuur samen en schatten zelf ook de effecten van begrotingsimpulsen op het bbp in andere EMU-landen. Ze concluderen dat de spillover-effecten klein zijn.

¹⁷ Zie Smid en Van Veldhuizen, 2019, Een budgettaire stabilisatiefunctie, CPB policy brief ([link](#))

inderdaad een zeldzame en extreme gebeurtenis. Het virus treft echter alle (Europese) landen, zij het dat niet alle landen even hard getroffen zijn. Ook zijn niet alle landen in staat om even genereus de economie te ondersteunen, vanwege hun hoge overheidsschulden. Een verzekering moet echter vooraf worden afgesloten en niet achteraf; niemand wil een brandend huis verzekeren. Daarnaast is er bij verzekeringen het risico van moreel gevaar; niet alle landen hebben even grote buffers, wellicht vanuit de verwachting dat andere landen ze wel zullen helpen als de nood hoog is.

Hoe solidair landen met elkaar willen zijn is uiteindelijk een politieke keuze. Binnen een land is solidariteit vaak vanzelfsprekend, zo hoeven zwaarder getroffen regio's niet extra bij te dragen aan de kosten van de coronacrisis. In de Verenigde Staten wordt een deel van de kosten van extra werkloosheidsuitkeringen op federaal niveau gefinancierd, dat betekent risicodeling die logisch is vanuit de onderlinge solidariteit. In de Europese Unie is die solidariteit minder vanzelfsprekend en niet geïnstitutionaliseerd. Daar zijn wel voorstellen voor gedaan, bijvoorbeeld voor een budgettaire stabilisatiefunctie. De politiek kiest dus hoe solidair men wil zijn met zwaarder getroffen landen of regio's.

4 Beleidsopties

Er zijn verschillende voorstellen gedaan om de gevolgen van de coronacrisis deels gezamenlijk binnen de EMU aan te pakken. Recent hebben Duitsland en Frankrijk voorstellen gedaan om een coronafonds in te stellen dat giften aan de meest getroffen landen kan doen, met een omvang van 500 mld euro.¹⁸ Vier eurolanden, waaronder Nederland, hebben een tegenvoorstel gedaan om extra leningen te verstrekken aan de meest getroffen landen, via de meerjarenfinanciering van de Europese Commissie.¹⁹ De Europese Commissie zelf heeft een voorstel gedaan om een coronafonds van 750 mld euro op te richten, bestaande uit 500 mld euro aan giften en 250 mld euro aan leningen. Dit totale bedrag wil de Europese Commissie zelf lenen op de financiële markt. Zowel de leningen als de giften zijn conditioneel op economische hervormingen en investeringen in bijvoorbeeld klimaat of digitalisering.²⁰ Eerder heeft de Europese Raad al besloten om extra leenmogelijkheden te creëren. Deze leningen zullen worden verstrekt via het noodfonds ESM, de Europese Investeringsbank (EIB), en een nieuw fonds genaamd SURE.²¹ In deze paragraaf gaan we in op de hoofdlijnen van de verschillende voorstellen en specifiek op de gevolgen en risico's voor Nederland. De voorstellen groeperen we in 1) gezamenlijk leningen verstrekken, 2) het doen van giften 3) geen nieuwe maatregelen door overheden, maar leunen op het monetair beleid van de Europees Centrale Bank (ECB).

¹⁸ European Union – French-German initiative for the European recovery from the coronavirus crisis ([link](#))

¹⁹ Financial Times: The 'frugal four' advocate a responsible EU budget ([link](#))

²⁰ Europese Commissie, 2020, Europe's moment: Repair and Prepare for the Next Generation ([link](#))

²¹ Dit fonds is gericht op werkloosheidsuitkeringen.

4.1 Gezamenlijk leningen verstrekken aan landen

Het voordeel van extra gezamenlijke leningen is dat alle eurolanden toegang tot stabiele financiering kunnen krijgen, tegen een lage rente. Er is nu voor 540 mld euro aan garanties en leningen beschikbaar.²² De schuldquote van bijvoorbeeld Italië kan dan oplopen zonder dat de renteversillen met andere landen stijgen (op de nieuw uitgegeven schuld). Daarmee is de hoge schuld beter houdbaar geworden.

Het risico voor Nederland is dat een land mogelijk de schuld niet meer afbetaalt. In dit geval zullen andere landen, waaronder Nederland, het fonds moeten aanvullen tot aan het maximum van de eigen garantstelling.²³ Daarnaast is er geen of beperkte marktdiscipline op begrotingspolitiek bij een gezamenlijke verstrekking van leningen omdat de rentelasten van individuele lidstaten nauwelijks stijgen. Hierdoor kan een land minder streng worden met de Europese begrotingsregels, of de schuld zelfs helemaal niet meer afbetalen (moreel gevaar). Hoewel in sommige voorstellen de nieuwe leningen niet worden gezien als toename van de overheidsschuld kan de markt dit wel zo interpreteren, waardoor de rentevoet op bestaande schuld alsnog kan stijgen.²⁴

Negen eurolanden hebben voorgesteld om tijdelijke coronabonds uit te geven.²⁵ Het ESM zou dit kunnen doen, al is het hier niet voor opgezet. Alle lidstaten geven extra kapitaal en/of garanties aan het agentschap. Vervolgens kunnen *alle* lidstaten bij dit agentschap lenen om uitgaven aan de coronacrisis te financieren, tegen een uniform rentetarief. Voor probleemlanden verlaagt dit de rentelasten; voor landen met ruime toegang tot de kapitaalmarkt zoals Nederland biedt lenen via coronabonds weinig voordelen. De ECB zou overigens de uitgegeven obligaties kunnen aankopen (op de secundaire markt, maximaal 50% volgens haar eigen regels). Beleggers lopen bij coronabonds geen reddenominatierisico.

Er is bij coronabonds minder disciplinerende werking van financiële markten en er is een kans dat ze permanent worden. Voor nieuwe leningen betalen landen een uniforme rente, daar speelt marktinformatie slechts een beperkte rol. Dat voorkomt het probleem van het slechte evenwicht waarin landen door oplopende rente te maken krijgen met een stijgende en onhoudbare schuld,²⁶ maar de afweging of de schuld nog houdbaar is komt daarmee in handen van het agentschap dat de coronabonds uitgeeft. Het uitgeven van coronabonds kan ook het begin zijn van permanente eurobonds, bijvoorbeeld wanneer het moeilijk blijkt om de constructie weer af te bouwen. Hoewel coronabonds conditioneel kunnen worden gemaakt op de periode van bestrijding van het coronavirus (en daarna stopgezet worden), bestaat de kans dat coronabonds uiteindelijk toch op eurobonds uitdraaien. Tot slot is elke lidstaat aanspreekbaar tot de totale leensom, waar dat bij bijvoorbeeld het ESM alleen tot aan de hoogte van de eigen garantstelling is.

²² Via het *European Stability Mechanism* (ESM, 240 mld), de Europese Investeringsbank (EIB, 200 mld), en een nieuw *Support to mitigate Unemployment Risk in an Emergency* (SURE, 100 mld).

²³ Zie ESM, 2017, factsheet ([link](#))

²⁴ Een voorstel is bijvoorbeeld om leningen via de Europese Investeringsbank (EIB) te laten verlopen, en dat monetair beleid de financiering van de EIB op zich neemt. De leningen van de EIB worden officieel niet bij de overheidsschuld gerekend.

²⁵ Zie het voorstel van negen landen voor coronabonds, [ET](#)

²⁶ De Grauwe en Ji, 2013, Self-fulfilling crises in the Eurozone: An empirical test, *Journal of International Money and Finance* ([link](#))

4.2 Een fonds om corona-uitgaven te financieren

Duitsland en Frankrijk hebben voorgesteld om een fonds op te richten waaruit uitgaven gedaan kunnen worden aan sectoren en regio's die het meest geraakt zijn door corona.²⁷ Dit *recovery fund*, beheerd door de Europese Commissie, zou geld lenen om corona-uitgaven te financieren, waar die het meest nodig zijn. Het herstelfonds zal gegarandeerd worden door de jaarlijkse EU-bijdrage van lidstaten, waardoor ook lidstaten die van het fonds gebruik maken meedelen in de bijdragen. De omvang van het fonds in het voorstel is 500 mld euro. Ook Nederland heeft eerder voorstellen gedaan voor een dergelijk fonds, maar dan met een omvang van 20 mld euro. Bij een omvang van 500 mld euro is de verwachte Nederlandse bijdrage in de orde van grootte van 25 mld euro. De daadwerkelijke betaling kan uitgesmeerd worden over langere tijd, het geleende geld kan in stappen worden terugbetaald.

Door giften te verstrekken of directe uitgaven te doen, lopen de schulden van probleemlanden minder op dan wanneer deze landen alles moeten lenen. Dit komt overeen met de verzekeringsfunctie van een budgettaire stabilisatiefunctie.²⁸ Een fonds met grotere uitkeringen bij zeldzame, extreme gebeurtenissen kan efficiënt zijn. Recent wetenschappelijk onderzoek laat zien dat een dergelijk fonds minder welvaartsverlies oplevert bij een negatieve schok dan wanneer elk land zijn eigen optimale nationale begrotingsbeleid kiest.²⁹ Het fonds zorgt voor meer risicodeling tussen landen en verhelpt daarmee het marktfalen dat marktpartijen dit zelf te weinig doen via private (grensoverschrijdende) verzekeringen.³⁰

4.3 Geen gezamenlijk begrotingsbeleid voor de coronacrisis

In de situatie zonder nieuwe maatregelen moet elk euroland de coronacrisis opvangen via de eigen begroting en leent het zelf op de kapitaalmarkt. Wel koopt het Eurosysteem overheidsobligaties via het *public sector purchase programme* (PSPP, 20 mld euro per maand, volgens de kapitaalsleutel, maximaal 33% van één land) en via het *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP, 750 mld euro maximaal, geen limieten per land). Dit helpt om de renteversillen laag te houden (zie figuur 2.1, rechts). Als landen markttoegang verliezen is er het noodfonds ESM, met bijbehorend programma. De ECB zal indien nodig via de *Outright Monetary Transactions* (OMT) obligaties aankopen van landen die in een ESM-programma zitten.

Het is niet duidelijk hoe lang de ECB zal doorgaan met het opkopen van overheidsobligaties. Op dit moment kunnen alle eurolanden nog lenen op de kapitaalmarkten, al betaalt Italië wel ongeveer 200 basispunten meer rente dan Duitsland. Het is de verwachting dat de Italiaanse schuld gaat oplopen door de coronacrisis (hevige uitbraak, zwakke banken). Het is de vraag hoelang de ECB zich politiek gedekt weet om de extra obligaties (van probleemlanden) te blijven kopen. Daarnaast is

²⁷ European Union – French-German initiative for the European recovery from the coronavirus crisis ([link](#))

²⁸ Zie Smid en Van Veldhuizen, 2019, Een budgettaire stabilisatiefunctie, CPB policy brief ([link](#))

²⁹ Zie Fahri, E. en I. Wening, 2017, Fiscal Unions, *American Economic Review*, vol 107(12): 3788-3834 ([link](#))

³⁰ Zie Arnold, N., B. Barkbu, E. Ture, H. Wang en J. Yao, A central fiscal stabilization capacity for the euro area, IMF staff discussion note, SDN/18/03 ([link](#))

het mogelijk dat de huidige (en aanvullende) liquiditeitssteun juridisch wordt aangevochten zoals met het *Asset Purchasing Program (APP)* is gebeurd. Sommigen suggereren dat de ECB zou moeten starten met directe monetaire financiering,³¹ maar dit lijkt zeker juridische weerstand te ondervinden.

Nederland zou ook zonder gezamenlijk ingrijpen (financiële) risico's lopen. Er is risicodeling voor 20% van ECB's aankopen van overheidsobligaties (de rest staat op de balans van nationale centrale banken). Daarnaast heeft het Eurosysteem via Target2 claims op de centrale banken van de lidstaten. Echte verliezen ontstaan wanneer een land niet meer aan de betalingsverplichtingen kan voldoen. Dan gaan de houders van obligaties verliezen. Dat kan gebeuren als de ECB de aankopen stopt terwijl de schuldquote wel gestegen is. Een ander risico is dat zuidelijke landen uit de euro stappen bij te weinig solidariteit. In beide gevallen is het moeilijk om in te schatten wat de gevolgen zullen zijn voor Nederlandse partijen zoals banken of pensioenfondsen, maar de blootstelling aan deze landen is groot en dus het mogelijke verlies waarschijnlijk ook.

³¹ De Grauwe, 2020, The ECB Must Finance COVID-19 Deficits, ([link](#))