

Ministerie van Financiën

> Retouradres Postbus 20201 2500 EE Den Haag

De Voorzitter van de Tweede Kamer der Staten-Generaal
Postbus 20018
2500 EA 'S-GRAVENHAGE

**Directie Buitenlandse
Financiële Betrekkingen**

Korte Voorhout 7
2511 CW Den Haag
Postbus 20201
2500 EE Den Haag
www.minfin.nl

Ons kenmerk
BFB2011-2288M

Datum: 5 oktober 2011
Betreft: Voor- en nadelen Eurobonds

Geachte voorzitter,

Tijdens het overleg op 16 augustus jl. over Griekenland heb ik de Tweede Kamer een schriftelijke analyse van de voor- en nadelen van Eurobonds toegezegd. In deze brief vindt u de uitwerking hiervan.

Er bestaan verschillende Eurobondvarianten die naast gemeenschappelijke, ook ieder hun eigen voor- en nadelen kennen. Voor alle Eurobondvarianten geldt dat Eurobonds niet zomaar zijn in te zetten op een manier die effectief is en daarbij toch voldoende waarborgen biedt. Zo lijkt het juridisch gezien in ieder geval niet mogelijk om op korte termijn Eurobonds in te voeren waarbij de lidstaten volledig garant staan voor elkaars schulden, omdat sommige lidstaten hiervoor hun eigen grondwet zullen moeten aanpassen. Ook kunnen serieuze vraagtekens worden geplaatst bij de praktische vormgeving en haalbaarheid van bijvoorbeeld financiële compensatie aan lidstaten die na invoering van Eurobonds mogelijk duurder uit zijn.

Eurobonds vereisen daarnaast minimaal scherpe afspraken over budgettaire discipline en financieel toezicht die effectief kunnen worden afgedwongen. De huidige afspraken hierover, en dan met name de handhaving, voldoen hiervoor niet. Het kabinet heeft in de recente brief over de toekomst van de Eurozone dan ook duidelijk gesteld dat meer nodig zal zijn om de effectieve handhaving van de gemaakte afspraken te garanderen.

Eurobonds zijn daarmee potentieel alleen mogelijk op de lange termijn, en niet geschikt als crisisinstrument. Eurobonds lossen de problemen die ten grondslag liggen aan deze crisis dan ook niet op. Het gebrek aan begrotingsdiscipline is de kern van het probleem waar wij voor staan, en de voorgenoemde brief beoogt daar ook oplossingen voor aan te dragen. Hiervoor is veel scherpere handhaving nodig van de afspraken die gemaakt zijn. Dit heeft voor het kabinet prioriteit.

Niettemin ga ik conform de toezegging in deze brief in op de voor- en nadelen van Eurobonds. Voorafgaand aan deze analyse wordt een tweetal veelgenoemde Eurobondvarianten geïntroduceerd. Tot slot gaat de brief ook concreter in op de mogelijke gevolgen voor Nederland van de introductie van Eurobonds.

Datum
5 oktober 2011

Ons kenmerk
BFB 2011-2288M

Eurobondvarianten

De meest gangbare definitie van Eurobonds is dat de eurolanden gezamenlijk overgaan tot het uitgeven van schuld, waarbij de individuele landen garant staan voor alle schuld die gezamenlijk wordt uitgegeven (een zogenaamde *joint-and-several* garantie). Landen zijn dan aanspreekbaar op elkaars schulden. In theorie kan iedere deelnemer op alle gezamenlijk uitgegeven schulden worden aangesproken. In de praktijk betekent dit dat de sterkere deelnemers aanspreekbaar zullen zijn op hun eigen schuld én op de schulden van de zwakkere deelnemers. Er zijn verschillende varianten denkbaar voor het invoeren van Eurobonds. Hieronder wordt een tweetal veelbesproken varianten kort toegelicht.

1. Eurobonds voor de gehele Eurozone of voor een deel van de eurozone

In deze variant wordt de Europese schulduitgifte geheel gecentraliseerd. De invoering kan zowel geleidelijk als onmiddellijk gebeuren. Bij geleidelijke invoering kan de financiering van eventuele begrotingstekorten en de herfinanciering van aflopende staatsobligaties door middel van de uitgifte van Eurobonds gebeuren. Onmiddellijke invoering daarentegen behelst dat daarnaast ook *bestaande* publieke schulden worden omgezet naar Eurobonds.

Volledig gecentraliseerde schulduitgifte hoeft niet voor de hele eurozone te gebeuren. Dit zou ook met een (kleine) groep eurolanden kunnen, waarbij later eventueel andere eurolanden kunnen aansluiten wanneer aan bepaalde vooraf bepaalde criteria wordt voldaan. De kopgroep zou in de uiterste gevallen kunnen bestaan uit de meest of uit de minst kredietwaardige eurolanden. In beide gevallen is voor de kleinere deelnemers aan deze Eurobonds sprake van een rentevoordeel als gevolg van grotere uitgiftevolumes die de verhandelbaarheid van deze obligaties ten opzichte van de oude situatie doen vergroten. Deze liquiditeitswinsten zullen voor de grotere deelnemers beperkt(er) zijn. Vanzelfsprekend zijn de liquiditeitswinsten hierbij afhankelijk van de grootte van de gebundelde schuld. Zolang eurolanden waarvan de risicoperceptie met betrekking tot de houdbaarheid van de overheidsschuld gelijk is, overgaan tot het bundelen van schuld, is geen groot verschil te verwachten in de vergoeding die de investeerders vragen voor het risico dat zij met deze investering lopen (de risicopremie).

2. Gedeeltelijke gezamenlijke schulduitgifte

Er zijn verschillende varianten waarbij slechts een gedeelte van de schulden van de individuele landen wordt uitgegeven in Eurobonds. De schuld die een land mag uitgeven via Eurobonds wordt dan gemaximaliseerd tot een bepaald percentage van het BBP. Voor het resterende deel van de schuld is het land zelf

verantwoordelijk en moeten nationale obligaties worden uitgeven. Op deze wijze wordt geprobeerd om *moral hazard* problemen te verminderen dan wel te voorkomen (zie ook ad a bij de nadelen van Eurobonds verderop in de brief).

Datum
5 oktober 2011

Ons kenmerk
BFB 2011-2288M

Het bekendste en meest concrete voorstel op het terrein van gezamenlijke schulduitgifte is afkomstig van de denktank Bruegel, genaamd *the blue bond proposal*. In een eerder stadium heb ik de Tweede Kamer hierover op verzoek al een appreciatie gegeven.¹ De kern van het voorstel is dat lidstaten hun schuld tot en met 60% van het BBP bundelen en op deze manier garant staan voor elkaars schulden (*joint-and-several* garantie) tot en met deze grens. Dit zijn de 'blauwe' obligaties. De schulden hebben een preferente (senior) status. Schulden hoger dan 60% zullen door de staten zelf moeten worden uitgegeven. Dit zijn de 'rode' obligaties. Hiervoor staan de overige lidstaten niet garant. Deze schulden hebben een niet-preferente (junior) status. Tevens ligt er aan de rode obligaties een procedure voor een ordentelijk faillissement ten grondslag wanneer een lidstaat niet meer aan zijn betalingsverplichtingen kan voldoen.

Voordelen Eurobonds

a) Voorkomen buitenproportionele druk op eurolanden

Landen van de Eurozone blijven via Eurobonds verzekerd van toegang tot de financiële markten, waarmee de negatieve externe effecten (besmettingsgevaar) van druk vanuit de financiële markten op één lidstaat naar andere leden kan worden voorkomen. Alleen de kredietwaardigheid van de eurozone als geheel zou nog door markten op de proef kunnen worden gesteld wanneer (i) markten twifelen aan het politieke commitment dat ten grondslag ligt aan de Eurobonds of (ii) wanneer twijfels rijzen of de sterkere landen in geval van nood financieel wel de lasten van de zwakkere landen kunnen dragen. Situatie (i) kan de rente op Eurobonds (fors) doen stijgen. In het uiterste geval betekent dit dat de Europese lidstaten hun garantieverplichtingen na verloop van tijd niet meer kunnen nakomen omdat financiering via Eurobonds dermate duur is geworden dat dit de schuldhoudbaarheid van (een deel van) de deelnemers in gevaar brengt.

b) Een lagere liquiditeitspremie

Wanneer landen gezamenlijk Eurobonds gaan uitgeven is de liquiditeit van de markt voor Eurobonds groter dan de liquiditeit van de afzonderlijke nationale markten. Met name landen waarvan de absolute omvang van de staatschuld klein is, zullen hiervan profiteren. Zo laat een paper van denktank Bruegel zien² dat, onder redelijke aannames, de gemiddelde liquiditeitswinst voor de hele Eurozone 30 basispunten zou kunnen bedragen bij de overstap naar Eurobonds. Overigens is de mate van een eventuele transitieperiode richting Eurobonds en de precieze vormgeving van de Eurobondsvariant ook van invloed op de liquiditeitspremie. Zo leidt een geleidelijke invoering van Eurobonds in de *blue bond proposal* in het begin tot een minder liquide Eurobondmarkt. Voor een lidstaat met een totale

¹ Geannoteerde agenda voor de Eurogroep en Ecofin van 12 en 13 juli 2010 te Brussel

² *Bruegel policy brief. The Blue bond proposal*. Mei 2010.

Datum
5 oktober 2011

Ons kenmerk
BFB 2011-2288M

schuld van net boven de 60% BBP pakt de liquiditeitspremie voor het gedeelte boven 60% ook slecht uit, omdat de totale markt voor 'rode' schuld van een dergelijke lidstaat slechts klein zal zijn.

c) Een versterkte rol van de Euro als wereldwijde reservevaluta

Bij voldoende omvangrijke gezamenlijke schulduitgifte is het mogelijk dat Europa in staat zou zijn om met de Verenigde Staten te concurreren als de meest liquide markt voor overheidsobligaties. De rol van de Euro als reservevaluta kan hierdoor *ceteris paribus* worden versterkt. Dit heeft als voordeel dat er een beter alternatief ontstaat voor de Amerikaanse dollar als wereldwijde reservemunt. Dit kan de mondiale stabiliteit vergroten omdat mondiale onevenwichtigheden hierdoor kunnen afnemen.

d) Gemiddeld lagere rentelasten voor eurogebied als geheel

Het is in theorie mogelijk dat Eurobonds leiden tot een situatie waarin de gemiddelde rentelasten voor de eurolanden na invoering van Eurobonds lager zullen liggen dan het gewogen gemiddelde van de rentelasten van de eurolanden voorafgaand aan de invoering. Dit wordt veroorzaakt door zowel de (beperkte) liquiditeitswinsten (zie ad b) als door de verwachte lagere risicoperceptie (risicopremie) voor de eurozone als geheel. Of de verwachte lagere risicopremie zich daadwerkelijk manifesteert hangt daarbij af van de geloofwaardigheid van het politieke commitment dat aan de Eurobonds ten grondslag zou liggen en van de mate waarin financiële markten overtuigd zullen zijn of sterkere landen in geval van nood financieel wel daadwerkelijk de lasten van de zwakkere landen kunnen dragen.

Een mogelijkheid hierbij is om aanvullend afspraken te maken over een compensatiemechanisme voor lidstaten die na invoering van Eurobonds qua totale rentelasten mogelijk slechter af zijn dan in de oude situatie. In dat geval kan er in theorie sprake zijn van een Paretoverbetering³ voor het eurogebied als geheel. Een dergelijk compensatiemechanisme kan worden bepaald aan de hand van bijvoorbeeld de renteverschillen tussen lidstaten over een bepaalde periode voorafgaande aan de introductie van de Eurobonds, of aan de hand van verschillen in de hoogte van de staatsschuld. Overigens zijn er in de praktijk wel reële obstakels te verwachten bij het vormgeven van dergelijke compensatie (zie ad c bij de nadelen verderop in deze brief).

e) Mogelijk versterkte prikkel om schulden af te bouwen

Een voordeel van sommige Eurobondvarianten is dat deze een prikkel bevatten om schulden af te bouwen naar een houdbaar niveau. Zo is bij het *blue bond proposal* schuld boven de 60% BBP *junior* aan schuld beneden de 60% BBP, een onderscheid dat op dit moment niet bestaat. Dit zou betekenen dat in geval van grote problemen de lidstaten voorrang zullen verlenen aan het uitbetalen van de (senior) blauwe schuld. Door de hogere risicopremie die daardoor op rode schuld betaald zal moeten worden, gecombineerd met de veronderstelde procedure voor

³ Een Paretoverbetering is een situatie waarbij de deelnemers in totaal beter af zijn dan in de oude situatie zonder dat één van de individuele deelnemers erop achteruit gaat.

Datum
5 oktober 2011

Ons kenmerk
BFB 2011-2288M

ordentelijke wanbetaling die voor rode schuld zou bestaan in het voorstel van Bruegel, moeten lidstaten (veel) meer rente betalen voor rode schuld dan voor blauwe schuld. Het gevolg is dat er een prikkel ontstaat dit deel van de schuld snel af te bouwen. Eurobonds kunnen daarnaast een hulpmiddel zijn bij het voorkomen van verdere schuldopbouw wanneer lidstaten zich tegen de maximaal toegestane grens voor gezamenlijke schulduitgifte zouden bevinden en nieuwe tekorten dus niet via de gezamenlijk uitgifte mogen worden gefinancierd.

Nadelen Eurobonds

a) Moral hazard

Het wegnemen van de marktdruk heeft als keerzijde dat het *moral hazard* creëert, wat ten koste gaat van de begrotingsdiscipline. Als dit niet wordt opgelost, zijn er minder prikkels voor het voeren van verstandig budgettair beleid. Dit duidt op de noodzaak van harde afspraken voor de effectieve handhaving op Europees niveau van gemaakte afspraken over budgettaire discipline en macro-economische convergentie. Enkele Eurobondvarianten, zoals het *blue bond proposal*, proberen dit probleem te verminderen door niet alle schulden van lidstaten gezamenlijk te garanderen met Eurobonds. Hierdoor worden echter enkele voordelen van Eurobonds weer (deels) weggenomen, bijvoorbeeld omdat bij rode obligaties nog altijd (zeer) forse marktdruk op de individuele eurolanden kan worden uitgeoefend.

b) Governance

Onder a) is geconstateerd dat een absolute voorwaarde voor Eurobonds is dat er afdoende waarborgen zijn voor het afdwingen van budgettaire discipline en macro-economische convergentie. Is dit niet het geval, dan kunnen onder de 'veilige' paraplu van de Eurobonds in de loop van de tijd dermate grote budgettaire en macro-economische onevenwichtigheden worden opgebouwd dat dit in een later stadium alsnog kan leiden tot de noodzaak van het effectueren van de afgegeven garanties. Belangrijke vraag daarnaast is ook de mate waarin gemaakte governance-afspraken daadwerkelijk geloofwaardig zijn op het moment dat deze moeten worden nageleefd: komt er geen grote druk om strenge afspraken aan te passen op het moment dat deze echt gaan knellen? Een voorbeeld hiervan is de 60%-grens uit het voorstel van de blauwe en rode schuld. Lidstaten met een hoge schuld van ver boven de 60% BBP zullen deze snel moeten afbouwen, want niet alle aflopende schuld mag immers via blauwe schuld worden geherfinancierd. Wanneer lidstaten dit niet op korte termijn kunnen realiseren, en hoge bestraffende rentes op de rode obligaties dreigen, kan er dus al vrij snel grote politiek druk ontstaan om de 60%-grens op te hogen. Een ander risico met de 60%-grens is dat er geen prikkel is om de schuld te verlagen tot onder de 60% BBP, omdat hier voor de individuele lidstaten door de gezamenlijke schulduitgifte geen 'beloning' meer tegenoverstaat in de vorm van lager rentetarief.

De meeste Eurobondvarianten kunnen daarnaast niet werken zonder Europees toezicht op financiële instellingen. Zonder sterk gecentraliseerd Europees financieel toezicht kunnen landen prikkels hebben om financiële bubbels te laten ontstaan.

Datum
5 oktober 2011

Ons kenmerk
BFB 2011-2288M

De stijgende welvaart als gevolg van het opblazen van bijvoorbeeld een vastgoedbubbel slaat vooral neer in de lidstaat zelf, maar de kosten voor het mogelijk redden van banken na het klappen van de bubbel worden via de Eurobonds door alle lidstaten gezamenlijk gedragen (mogelijk hogere rente op Eurobonds, mogelijk meebetalen aan de aflossing van de schuld van de betreffende lidstaat wanneer deze voor de lidstaat niet meer te dragen is). Sterk gecentraliseerd toezicht op banken zou nodig zijn om deze risico's in te dammen.⁴ De huidige afspraken over Europees financieel toezicht voorzien hier niet in afdoende mate in. In aanvulling op Europees financieel toezicht dient daarnaast een Europees crisis- en resolutieraamwerk te worden vormgegeven, waarbij het van groot belang is dat de kosten van een eventuele herkapitalisatie of, in het ergste geval, afwikkeling van een financiële onderneming, zoveel als mogelijk neerlegt bij private partijen, zodat bancaire problemen niet langer een bedreiging vormen voor de overheidsfinanciën.

c. Rentecompensatie

Zonder aanpassingen leidt de uitgifte van Eurobonds naar verwachting tot hogere leenkosten voor landen met een kredietwaardigheid die uitsteekt boven het EMU-gemiddelde. Om dit probleem te mitigeren, kan een compensatiemechanisme worden ontworpen. Dit brengt in de eerste plaats en in elk geval hoge administratieve lasten met zich mee, omdat het systeem ingewikkeld en in de tijd fluctuerend zal zijn. Daarnaast zijn vele varianten zijn hierbij denkbaar. Als compensatie echter wordt doorgetrokken naar een 'marktconforme' premie lost dit weinig op; minder kredietwaardige eurolanden zullen dan dezelfde rente als nu moeten betalen (al bestaat er ook dan altijd nog wel de gezamenlijk afgegeven garantie van de eurolanden). Hoe hoog de compensatie dan zou moeten zijn, blijft echter de vraag. De vraag rijst ook hoe 'hard' deze compensatieafspraken nog zijn wanneer een lidstaat in de problemen zou komen, vergelijkbaar met het onder b) genoemde probleem.

d. Buitenproportionele marktreacties niet altijd uitgesloten

Zolang eurolanden verantwoordelijk blijven voor de financiering van een deel van de schuld boven een bepaald percentage van het BBP, blijft het risico op buitenproportionele druk vanuit de financiële markt op individuele landen bestaan. Sterker nog: dit risico kan zelfs groter worden wanneer op een geloofwaardige manier zou kunnen worden vormgegeven dat eurolanden niet garant zullen staan voor elkaars schulden boven een bepaald percentage van het BBP.

e. Transitiefase

Wanneer de Eurobonds geleidelijk worden ingevoerd, is er sprake van een transitiefase waarin de uitstaande Eurobondmarkt nog niet liquide is en er een extra liquiditeitspremie zal moeten worden betaald. Bovendien zal de nieuwe obligatie vertrouwen moeten winnen bij investeerders. Hoe lang deze transitiefase

⁴ Ook met Europees financieel toezicht kunnen deze risico's niet volledig worden uitgebannen. Echter, de ontwikkeling van Europese standaarden voor macroprudentieel toezicht kan de mogelijkheden vergroten om eerder in te grijpen bij dreigende destabiliserende macro-economische onevenwichtigheden, waardoor de risico's op financiële bubbels kunnen worden verkleind.

Datum
5 oktober 2011

Ons kenmerk
BFB 2011-2288M

zal duren is onduidelijk. Een onmiddellijke overgang naar Eurobonds is ook mogelijk, maar de gevolgen daarvan zijn onduidelijk. Zo is het een open vraag in hoeverre marktpartijen geïnteresseerd zouden zijn in direct massaal aangeboden, uniforme Eurobonds, aangezien in de oude situatie geïnvesteerd kon worden in een meer gedifferentieerde portefeuille bestaande uit obligaties van de verschillende eurolanden. Er kan ook druk ontstaan op de bankbalansen: bij een onmiddellijke transitie waarbij alle bestaande obligaties worden omgezet in Eurobonds zullen de prijzen van bestaande Nederlandse en Duitse obligaties sterk dalen, omdat de rente op Eurobonds, in ieder geval in de beginfase, naar verwachting hoger zal liggen dan de rente die Nederland en Duitsland nu betalen. Dit zal een effect hebben op banken die relatief veel Duitse en Nederlandse obligaties op de balans hebben staan.

f. Juridische obstakels

Juridische obstakels tegen de introductie van de Eurobonds bevinden zich op het niveau van de lidstaten, en mogelijk ook op Europees niveau. Dit is geen fundamenteel bezwaar tegen Eurobonds, wel een potentieel grote hobbel. Als eurolanden zouden besluiten om Eurobonds uit te geven, kan dit botsen met artikel 125 van het Verdrag van Lissabon dat stelt dat lidstaten niet aansprakelijk zijn voor elkaars verbintenissen en dat zij deze niet van elkaar over zullen nemen. Dit laatste is echter wel een onmisbaar aspect van een *joint-and-several* Eurobond. Artikel 125 kent wel een uitzonderingsmogelijkheid, namelijk wanneer er sprake is voor een gemeenschappelijke garantie voor de gezamenlijke uitvoering van een specifiek project. Dit laatste is echter niet nader gedefinieerd. De vraag is dus of deze uitzondering van toepassing kan zijn op de introductie van Eurobonds. Mogelijk is dit ook afhankelijk van de precieze Eurobondvariant die geïntroduceerd zou worden.

Ook op nationaal niveau zijn er waarschijnlijk juridische obstakels. Zo lijken Eurobonds niet verenigbaar met de Duitse grondwet, aangezien het Duitse Constitutionele Hof recentelijk oordeelde dat er op grondwettelijke basis geen permanente mechanismen onder het internationaal recht kunnen worden overeengekomen die resulteren in de bundeling van door andere staten vrijwillig aangegane verplichtingen, met name indien de omvang en gevolgen daarvan niet zijn te overzien.⁵ Ook in andere eurolanden zouden soortgelijke grondwettelijke obstakels kunnen bestaan. Een eerste analyse suggereert dat in Nederland een grondwetswijziging niet direct noodzakelijk is. Wel vergt het budgetrecht vanzelfsprekend een nauwe betrokkenheid van het parlement. Eurobonds vergen onder meer toestemming van het parlement voor opname van een p.m. garantie in de Rijksbegroting.

⁵ Zie onder andere http://www.bverfg.de/entscheidungen/rs20110907_2bvr098710.html

Datum
5 oktober 2011

Ons kenmerk
BFB 2011-2288M

Mogelijke gevolgen voor Nederland

De kosten voor Nederland bij de invoering van een Eurobond zijn moeilijk in te schatten. Voor Duitsland schat het Duitse onderzoeksbureau IFO uitgaande van een bruto schuld van €2080 miljard van de Duitse overheid (ultimo 2010), de extra rentekosten op 47 miljard euro per jaar op de lange termijn bij de invoering van Eurobonds.⁶ Wanneer dit naar Nederlandse staatsschuld wordt vertaald, komen deze berekeningen uit op 6,5 à 7 miljard euro per jaar aan extra rentekosten wanneer de hele schuld via Eurobonds wordt gefinancierd.⁷

IFO maakt hierbij een aantal aannames:

- Op lange termijn worden alle nationale schulden van de EMU-lidstaten gefinancierd door de uitgifte van Eurobonds, gegarandeerd volgens de kapitaalsleutel van de ECB (geen *joint-and-several* Eurobonds).
- De kredietwaardigheid van de Eurobonds is gelijk aan de gemiddelde kredietwaardigheid van de deelnemende landen.
- Het uiteindelijke rentepercentage van de Eurobond is ongeveer gelijk aan het gewogen gemiddelde rentepercentage van de eurozone van eind juli 2011.

Bij deze aannames zijn een aantal kanttekeningen te plaatsen, die gevolgen hebben voor de inschatting van de verwachte extra leenkosten voor Nederland:

- Eind juli 2011 waren de renteverschillen tussen de verschillende EMU-landen op een voorlopig hoogtepunt. Het IFO heeft ook een berekening gedaan met de renteverschillen gebaseerd op de eerste 7 maanden van 2011 en komt dan voor Duitsland lager uit, namelijk op 33 miljard euro aan extra rentekosten per jaar op de lange termijn. Vertaald naar Nederland zouden de extra rentelasten dan overigens nog steeds op bijna 5 miljard euro uitkomen. Het is onduidelijk wat de 'juiste' rente is voor deze som. Aan de ene kant kan beargumenteerd worden dat juli 2011 een erg onzekere periode was met hoge renteverschillen tussen lidstaten. Aan de andere kant waren deze renteverschillen wellicht nog veel hoger geweest zonder de impliciete en expliciete steun aan de eurolanden. Linksom of rechtsom is het meetmoment van de renteverschillen van grote betekenis voor de uitkomst van de berekeningen.
- Bij de berekening van de kosten is het IFO niet uitgegaan van een *joint-and-several* garantie, maar van een 'pro-rata' garantie gebaseerd op de kapitaalverdeelsleutel van de ECB. Bij een *joint-and-several* garantie wordt een groter deel van de garantie door de meest kredietwaardige landen gedragen. Dit kan van invloed zijn op de risicoperceptie van de financiële markt (deze zou lager kunnen liggen), maar de uiteindelijke uitkomst is ongewis.

⁶ Zie onder andere http://www.cesifo-group.de/portal/page/portal/ifoContent/N/pr/pr_PDFs/PM_20110817_Eurobonds_de.pdf

⁷ Berekeningen zijn op basis van de Nederlandse staatsschuld ultimo 2010 en het verschil tussen de 7-jaars rente van Nederland en het gemiddelde van de eurozone (IFO) ultimo juli 2011.

- Meer dan Duitsland kan Nederland profijt hebben van de grotere liquiditeit van de schuld in Eurobonds doordat er grotere volumes worden uitgegeven.

Datum

5 oktober 2011

Ons kenmerk

BFB 2011-2288M

Al met al is de verwachting dat er voor de Nederlandse staat extra leenkosten zullen zijn. De hogere leenkosten voor de Nederlandse staat zullen ook effect hebben op instellingen die van de Nederlandse kredietwaardigheid afhankelijk zijn, zoals in Nederland gevestigde banken. Zodoende kunnen er ook hoger marktrentes in Nederland gaan gelden voor bedrijven en burgers. Ook voor partijen wiens financiering de overheid garandeert (zoals woningcorporaties), zal de rente stijgen. Dit vertaalt zich mogelijk in kostenstijgingen (bijvoorbeeld hogere huren) voor burgers.

Hoogachtend,
de minister van Financiën,

mr.drs. J.C. de Jager