

Mike Nawas, Dennis Vink, "Eurozone heeft hulp van buiten nodig", *Me Judice*, 24 oktober 2012

Eurozone heeft hulp van buiten nodig

Het nieuw gevormde Europese steunfonds (European Stability Mechanism) is te klein, niet goed beheerd en bedreigt de kredietwaardigheid van gezonde eurolanden, stellen Mike Nawas en Dennis Vink. Het zou een belangrijke verbetering zijn de draagkracht van het fonds te verbreden. Dit kan door de G20 via het Internationaal Monetair Fonds (IMF) er bij te betrekken. Met betrokkenheid van landen buiten de Eurozone, bijvoorbeeld China, is het risico beter behapbaar en is het wereldwijd beschikbare kapitaal beter in te zetten.

Tijdelijke maatregelen

De EU lost de financiële problemen niet op ondanks de vorming van het European Stability Mechanism (ESM) en de grootschalige aankopen door de ECB van staatsobligaties van Europese probleemlanden. Deze maatregelen geven weliswaar even lucht, maar werken alleen als er structureel een verbetering komt in de overheidshuishouding. Blijft die verbetering achter, dan gaat dit nu ook ten koste van de kredietwaardigheid van de sterkere EU landen.

Het ESM doet namelijk een zwaar beroep op de meest kredietwaardige landen van Europa. Die staan mede daarom op de lijst van de kredietbeoordelende instanties om te worden afgewaardeerd. Dat is slecht voor de kredietwaardigheid en geloofwaardigheid van het ESM fonds zelf, omdat het ESM tegelijkertijd met zijn belangrijkste garantieverstrekkers zal worden afgewaardeerd. Deze neerwaartse spiraalwerking zal pregnant worden indien de probleemlanden langzamer dan gehoopt hun overheidstekorten terugdringen. Is de EU dan nog sterk genoeg om haar eigen financiële problemen op te lossen?

Hulp van buiten EU

Wij betogen dat het verstandig is het niet zo ver te laten komen en een manier te vinden om andere landen, bijvoorbeeld de G20 in IMF verband, ertoe te bewegen de EU financieel bij te staan in het oplossen van de crisis. Landen binnen en buiten de EU moeten gemotiveerd worden om op een passende manier de risico's van probleemlanden mede te dragen, in tegenstelling tot de huidige situatie, waarbij de EU haar Eurozone-leden voor een voldongen feit stelt door hen min of meer verplicht bij te laten dragen aan het ESM.

In dit opiniestuk geven wij hiertoe een oplossingsrichting aan in de vorm van het oprichten van een structuur dat onder IMF auspiciën via het ESM het wereldwijd beschikbare kapitaal kan kanaliseren naar probleemlanden. De slagkracht en geloofwaardigheid van het fonds wordt vergroot door deelname van landen waar tekortreductie door de overheid, in tegenstelling tot de EU-landen, niet nodig is, zoals China. De Eurozone-landen blijven via het ESM het meeste kredietrisico dragen maar op een manier dat haar risicodragend vermogen niet te boven gaat.

Tekortkomingen van het ESM

Het ESM in zijn huidige vorm is erop gericht via Europese garanties kapitaal te vergaren om Europese landen in financiële nood bij te staan. Het fonds is de opvolger van European Financial Stability Facility (EFSF). Het ESM zal de ECB moeten ontlasten als “lender of last resort” waarbij de ECB zich enkel richt op het monetair beleid in de EU (ook al is het begrip “monetair beleid” recentelijk aanzienlijk opgerekt door de belofte om in bepaalde situaties in principe ongelimiteerde aankopen te doen van staatsobligaties van probleemlanden tot drie jaar). Het ESM kent echter een aantal kernproblemen.

1. Huidige omvang fonds te klein

Ten eerste heeft het fonds een omvang van € 700 miljard waarvan het € 440 miljard kan uitlenen. Het fonds is daarmee te klein om de schuldenproblematiek in Italië en Spanje, die beide in totaal circa € 3.000 miljard aan schulden hebben uitstaan, te beheersen. Het gevaar bestaat dat obligatiehouders massaal hun schuldpapieren van de hand zullen doen indien blijkt dat het voor de EU uiteindelijk niet haalbaar is deze landen de benodigde financiële ondersteuning te geven die zij nodig hebben. Als Italië of Spanje om steun komt vragen bij het ESM, dan zal de ECB ook helpen met aankoop van Italiaanse of Spaanse staatsobligaties. Maar de ECB zal toch enigszins terughoudend moeten blijven, zeker als blijkt dat de structurele hervormingen in de probleemlanden achterblijven of de inflatie uit de hand gaat lopen ten gevolge van de gigantische omvang van de aankopen door de ECB van obligaties. De rente van deze landen zal gaan stijgen waardoor uitstel van betaling onvermijdelijk wordt. Uit eerdere ervaringen blijkt dat het voor landen in dergelijke situaties pijnlijk lang kan duren om het vertrouwen van de markt te herwinnen.

2. Gevaar van verspelen kredietwaardigheid gezonde EU-lidstaten

Ten tweede kan de omvang van het ESM niet zonder meer vergroot worden omdat het ESM-verdrag vereist dat het grootste gedeelte van het risico gedragen wordt door de meest kredietwaardige landen conform het geplaatste kapitaal van de EU-landen bij de ECB. Duitsland en Frankrijk dragen respectievelijk circa € 190 miljard (27% van het totaal) en € 142 miljard (20% van het totaal) bij in het ESM en zullen meer risico niet willen of kunnen dragen zonder concessies te doen in de vorm van een lagere kredietwaardigheid van hun land. Lagere kredietwaardigheid van Frankrijk en Duitsland zal ook een lagere kredietwaardigheid tot gevolg hebben van het ESM. Dit een reëel probleem dat nauwlettend in de gaten wordt gehouden door de rating agencies en financiële markten. Het zou voor de toekomst van Europa uitermate slecht zijn als het hoge financiële aanzien van Duitsland wordt aangetast door de Eurocrisis, omdat de ervaring leert dat het heel veel jaren kost om zo'n deuk in het vertrouwen te herstellen.

3. Toezicht beperkt

Ten derde is de besluitvorming binnen de EFSF, en straks het ESM, omtrent het uitlenen van kapitaal aan landen en financiële instellingen uitermate complex. Het is nog niet voldoende uitgewerkt en ingegeven door Europese politieke belangen. Zo heeft het bestuur van de EFSF dat bestaat uit alle 17 ministers van de Eurozone-landen in juni 2012 reeds toestemming gegeven om direct geld te lenen aan de Spaanse financiële sector in plaats van via de Spaanse overheid. Dit ondanks het feit dat er nog geen duidelijke Europese supervisie geregeld is met betrekking tot de financiële sector die steun ontvangt. Het probleem dat hiermee in de hand wordt gewerkt is “moral hazard”,

het risico dat zonder adequate supervisie en afspraken met de overheden en de financiële sector het geleende geld wordt verkwist.

4. Verder aanwakkeren anti-EU stemming

Ten vierde keert de publieke opinie in met name de Europese landen met de hoogste kredietwaardigheid zich tegen het financieren en het betalen van de schulden van de probleemlanden. De EU maakt een slechte pers doordat zij dit proces niet goed beheerst. Als gevolg daarvan is er een tweesplitsing in de EU gaande. Ook is het zo dat de wijze waarop de financiering door de EU is geregeld, gepaard gaat met veel complexiteit. Zo bestaat er de ECB en de EFSF, en straks de ECB en het ESM, met elk hun eigen regels. Dat maakt het voor de gewone belastingbetaler die uiteindelijk moet opdraaien voor de kosten een buitengewoon moeilijk te begrijpen geheel. Het risico bestaat dat er geen meerderheid van stemmen gerealiseerd kan worden indien er ministers van financiën van lidstaten zijn die omwille van de publieke opinie in diens eigen land op een gegeven moment niet meer kunnen permitteren om goedkeuring te geven aan het ESM om financiering te verstrekken aan andere hulpbehoevende lidstaten.

Kortom, Europa heeft een fonds nodig dat aan de volgende eisen voldoet:

- 1) Het fonds heeft voldoende geld in kas om de financiële stabiliteit van de Europese probleemlanden te garanderen zodat de rentelasten beheersbaar worden.
- 2) Het fonds is met betrekking tot kapitaal minder afhankelijk van de EU-landen zodat individuele lidstaten minder worden blootgesteld aan de risico's van de Eurocrisis. Daardoor zal de kredietwaardigheid van de EU-lidstaten zelf beter beheersbaar blijven, alsook de kredietwaardigheid van het fonds zelf.
- 3) Het fonds wordt georganiseerd zonder dat daarbij politieke belangen de bovenhand krijgen om "moral hazard" van landen en instellingen te voorkomen.
- 4) De risico's van financiering van de schuldenlanden worden zodanig gemitigeerd, dat "overschotlanden" in de G20 ertoe bewogen kunnen worden te beleggen in het fonds.

De structuur van het fonds

Hoewel het wellicht de oppervlakkige lezer zal verbazen dat wij als oplossing voorstellen om nóg een fonds op te richten, vragen wij deze lezer toch met ons door te blijven redeneren. Ons voorstel vermijdt de complicaties die gepaard gaan met het oprichten van een nieuw steunfonds met politieke sturing: onze financieringsstructuur is een simpel mechanisme voor bestaande fondsen om samen op te trekken om de slagkracht te vergroten in het bestrijden van de Eurocrisis en daarbij gekwantificeerde risico's, rendementen en beslissingsbevoegdheden te leggen waar ze horen.

Wij stellen als oplossing voor dat de IMF een structuur optuigt waarbij het ESM en de G20 intensiever gaan samenwerken. Het ESM blijft zijn voorwaarden stellen aan probleemlanden ten aanzien van structurele hervormingen en blijft zijn rol vervullen van redder van die landen maar vergroot zijn kapitaalsbasis niet. Zij verstrekt haar hulpleningen aan probleemlanden via een financieringsstructuur waarbij de G20 landen participeren en dat in omvang vele malen groter is dan het ESM.

Om de G20 zoveel mogelijk te vrijwaren van de kredietrisico's van de Europese probleemlanden en hen een passend risico/rendementsverhouding te kunnen bieden,

wordt de structuur op een zogenaamde “getranchte” basis gefinancierd. Dat wil zeggen dat het achtergestelde vermogen wordt verstrekt door het ESM. De G20 vult dit aan met vermogen dat uitsluitend kredietrisico op die probleemlanden draagt nadat al het achtergestelde vermogen afgeschreven is door kredietverliezen op eventuele reddingsleningen aan Italië, Spanje of andere probleemlanden. Het ESM geeft maar liefst € 700 miljard aan buffer dat collectief gedragen wordt door de EU landen. Op deze wijze kan een structuur opgetuigd worden dat volledige dekking biedt voor de € 3.000 miljard aan schulden die Italië en Spanje hebben en waardoor speculatie op probleemlanden teniet wordt gedaan. Het is van belang om de getranchte structuur te implementeren voordat Spanje en/of Italië een al te groot beroep doen op het ESM; anders wordt de buffer die het ESM aan G20 landen kan aanbieden al van tevoren uitgehold.

Het geval wil dat de EFSF in februari 2011 werd beticht van *de facto* tranchering van hun schuld nadat de slagkracht van de EFSF werd verhoogd van de initiële € 225 miljard naar € 440 miljard. Opmerkelijk hierbij is dat de voorzitter van de EFSF, de heer Klaus Regling, het belangrijk vond om dit expliciet te weerspreken. Hij benadrukte toen de gelijke rechten van alle beleggers in de EFSF. Wij pleiten er juist voor om dat beginsel los te laten door middel van een tranchering waarbij het aantrekkelijk wordt voor de G20 om te participeren in die tranches die passende risico's en rendementen bieden.

Ook in wereldwijd macro-economische zin is deze oplossing logisch, omdat op deze wijze overschotlanden zoals China kunnen bijdragen aan financiering van tekortlanden. Dat is thans binnen het ESM niet het geval want er zijn in de EU helemaal geen landen waar overheden ruim in hun jasje zitten. Door deze logica werkt de door ons betoogde financieringsstructuur macro-economische stabiliteit in de hand en kunnen de beschikbare fondsen ook gauw een grote omvang krijgen. Tot slot, de kredietwaardigheid van Duitsland en andere rijkere EU landen wordt niet verder op de proef gesteld omdat hun bijdrage aan het ESM niet verhoogd hoeft te worden. En ook dat is gunstig voor de mondiale stabiliteit.

Dit is een uitgebreide versie van het artikel dat op 20 oktober j.l. in het *Financieele Dagblad* verscheen