

Column Allard Bruinshoofd: Een tijdelijke oplossing vol Griekse letters

Sommige vaktermen laten zich niet makkelijk vertalen. Dat geldt bij uitstek voor de 'Greeks' uit het financieringsvak en vooral dat deel ervan dat zich met de optieprijstheorie bezighoudt. Letterlijk gaat het om Griekse letters. Maar de echte betekenis zit 'm in de gevoeligheid die elk van die Griekse letters weergeeft van de prijs van een optie voor veranderingen in de onderliggende parameters. Dat bekt al een stuk minder lekker. Rho bijvoorbeeld, geeft de gevoeligheid van de optieprijs weer voor veranderingen in de rente. Theta dezelfde gevoeligheid voor het verstrijken van de tijd en vega die voor veranderingen in de volatiliteit. Het gaat bij de *Greeks* dus over financiering en Griekse letters, maar in beginsel niet over het recente akkoord van de Europese leiders om de Griekse overheidsschuld weer wat langer financierbaar te houden.

Aan alle knoppen wordt gedraaid

Toch spookte die connectie de afgelopen tijd regelmatig door mijn hoofd. Want ook dat Griekse akkoord was namelijk een uitermate complexe constructie, waarbij aan bijna alle mogelijke knoppen werd gedraaid. Bovendien werd er een terminologie gehanteerd die afleidde van de essentie van de genomen maatregelen.

Om schuld houdbaar te maken hoor je namelijk eenvoudigweg een (flink) deel ervan af te lossen of kwijtgescholden te krijgen. Geen van beide is voor Griekenland op korte termijn realistisch. Het enige alternatief buiten faillissement is om de schuld dan maar langere tijd te blijven financieren. Dat laatste is echter voor een aantal Noord-Europese landen, waaronder Nederland, momenteel onbespreekbaar. En dus volgt een moeilijke oplossing die elementen van schuldkwijtschelding en extra financiering bevat, maar dan met andere bewoordingen omkleed. De looptijden van leningen aan Griekenland worden bijvoorbeeld verlengd. In essentie is dat de toezegging dat je voor langere tijd (dus extra) geld beschikbaar stelt aan het land. Ook wordt de rente op de lopende schuld verlaagd, wat in essentie kwijtschelding van een deel van de eerder overeengekomen renteverplichting behelst. Ten slotte ziet de Europese Centrale Bank af van de boekwinst die werd behaald op de aangekochte Griekse staatsobligaties. Dat is een tamelijk heldere vorm van gedeeltelijke afstempeling van de hoofdsom.

De waarde van de tijdelijke oplossing

Wat een stuk minder helder is, is hoe lang het duurt voordat de schuldhoudbaarheid van Griekenland weer terug is op de vergadertafels van de Europese leiders. Want met al het kunst- en vliegwerk is men er slechts in geslaagd om de Grieken terug te zetten op een schuldpad dat er nog iets minder houdbaar uitziet dan het pad wat een half jaar geleden werd overeengekomen en wat sindsdien onhoudbaar is gebleken. In termen van de optieprijstheorie: het vega-risico voor volatiliteit in de economische ontwikkelingen is allerminst afgedekt. Tegelijkertijd is het effect van verdere renteverlagingen (rho) inmiddels wel grotendeels uitgeput. Resteert de theta, de tijdswaarde van deze deal. En die is enorm, want waar men in is geslaagd is om de echte oplossing van de onhoudbare Griekse schuld over de Duitse verkiezingen van september 2013 heen te tillen. Na die verkiezingen zal men op Europees vlak snel met een even eenvoudige als effectieve oplossing komen, namelijk eentje waarin een fors deel van de verstrekte leningen wordt kwijtgescholden, óók de leningen die door de overige eurolanden werden verstrekt. Zoals gezegd, dat doen we nu goeddeels ook al, maar dan nog op z'n Grieks. En daarmee vooral politiek heel wat prettiger te verkopen.