

**Rabobank**

## Eurotop, eurotop of euroflop?

*De beoogde allesomvattende oplossing werd werd een veelomvattend raamwerk op de Eurotop van 26 oktober. Europa zette daarmee wezenlijke stappen in de juiste richting al moeten er nog veel belangrijke open punten uitgewerkt en ingevuld worden in de komende weken. Het beoogde Griekse referendum is een volledig onvoorzien risico dat de rest van het raamwerk nu al op losse schroeven zet.*

### De context

In de eerste kwartalen van 2011 werd steeds duidelijker dat het Griekse bezuinigings- en hervormingsprogramma niet volgens schema loopt. Daarmee werd de veronderstelde terugkeer van de Griekse overheid naar de markt in 2012 –om alweer op eigen kracht in een gedeelte van haar financieringsbehoefte te voorzien– in toenemende mate onrealistisch. Op 21 juli werd daarom een tweede steunpakket voor Griekenland –bovenop het eerste– overeengekomen door de Europese leiders. De Europese politiek eiste daarbij –tegen het nadrukkelijke advies van onder andere de Europese Centrale Bank (ECB) in– dat de private sector in dat tweede pakket een aanzienlijke bijdrage zou leveren. Deze gedwongen ‘vrijwillige’ bijdrage werd uiteindelijk uit onderhandeld op een 21% verlies te nemen door de private sector.<sup>1</sup> Bovendien werd besloten om de effectieve leencapaciteit van het Europese vangnet –de EFSF of European Financial Stability Facility– te vergroten van €250 mrd tot €440 mrd.

De moeizame ratificatie die uiteindelijk na de val van de Slowaakse regering pas halverwege oktober werd afgerond, bovenop de inmiddels aanzienlijk verder verslechterde omstandighe-

<sup>1</sup> Waarbij overigens aangemerkt dat er nominaal nog niets werd afgestempeld; het ging om het doorrollen van leningen waar men hier liever van af had gezien, tegen voorwaarden die men minstens fors had willen aanscherpen. Het verlies betreft in die zin de gedeerde inkomsten die men met uitkering van de middelen elders had kunnen genereren.

den na de zomer maakten enerzijds nog omvangrijkere maatregelen nodig en zorgden anderzijds voor toenemende twijfel over de haalbaarheid daarvan. Het resultaat was een hoog oplopende spanning in de Europese bankensector en mondiaal vertrouwensverlies van consumenten, producenten en beleggers. Tegen die achtergrond kondigden de Duitse Bondskanselier Merkel en de Franse president Sarkozy half oktober aan om nog voor de G-20 vergadering van begin november te komen met een ‘allesomvattende oplossing’ van de Europese schuldenproblematiek. De complexiteit van de dossiers heeft een allesomvattende oplossing op dit moment onmogelijk gemaakt, maar veelomvattend is het raamwerk zeker en in elk geval liggen nu ook de juiste dossiers op de vergadertafels.

### 1. Zesde tranche uit Griekenland-I

Het eerste dossier betreft de voortzetting van de steun aan Griekenland onder het eerste steunpakket, Griekenland-I. De Troika –een afvaardiging van het IMF, de Europese Commissie en de ECB– besloot onlangs haar vijfde driemaandelijkse inspectie van de voortgang van het Griekse bezuinigings- en hervormingsprogramma. Op basis van dit rapport hebben de Europese leiders besloten om Griekenland het zesde leningendeel uit het steunpakket te verstrekken.<sup>2</sup> Het IMF moet hier echter ook nog mee instemmen en zal dat pas doen als er voldoende duidelijkheid is over het aanvullende tweede steunpakket voor Griekenland, Griekenland-II. Statutair mag het IMF namelijk enkel geld uitlenen als de terugbetaling het eerste jaar voldoende zeker is. Onder Griekenland-I is dat niet het geval en de op 21 juli overeengekomen versie van Griekenland-II is inmiddels door de ontwikkelingen achterhaald

<sup>2</sup> Bij de start van het programma werd het eerste leningendeel vrijgegeven, daarna volgt na elke inspectieronde bij voldoende voortgang een volgend leningendeel.

en daarmee ook onvoldoende. De tijd is beperkt, want als Griekenland half november haar volgende leningendeel niet ontvangt, geraakt het land in acute geldnood. In deze context is het eveneens aannemenlijk dat het IMF een Griekse referendum over het steunpakket begin volgend jaar zal aanmerken als een te groot risico, op basis waarvan zij evenmin goedkeuring kan geven voor de uitkering van de zesde tranche.

## 2. Bijdrage private sector

Volgens IMF-berekeningen zou er in elk geval €250 mrd extra steun aan Griekeland moeten worden verstrekt om een faillissement van het land af te wenden en een geloofwaardig scenario te bieden waarin de Griekse schuldquote op termijn naar meer houdbare niveaus daalt. Het recept bestaat uit tijd kopen door de (her)financiering van Griekse schuld te garanderen en die tijd benutten voor verdere bezuinigingen en het doorvoeren van structurele hervormingen die mede een terugkeer naar economische groei moeten bewerkstelligen. Basisvoorwaarde en –aanname is uiteraard dat Griekenland doorzettingsvermogen toont in haar bezuinigings- en hervormingsopdracht. Het beoogde referendum, waarin de goedkeuring van het Griekse volk hiervoor zou worden gevraagd, vormt op dat punt een groot risico.

Aan de financieringsuitdaging is als volgt invulling gegeven. De eurolanden dragen bilateraal €30 mrd extra bij en vanuit het EFSF en het IMF wordt €100 mrd voorzien (waarbij het IMF-aandeel ook nu nog onbekend is). Vanuit het ambitieuze Griekse privatiseringsprogramma wordt €15 mrd extra aan opbrengsten verwacht.<sup>3</sup> De private sector ten slotte, draagt €100 mrd bij door een opgelegde 'vrijwillige'

<sup>3</sup> Deze betreffen ironisch genoeg voor het grootste gedeelte de extra opbrengsten van de uiteindelijk verkoop van Griekse banken in staatsbezit. Door de herkapitalisatie-eis (verderop in deze tekst) moet er namelijk extra kapitaal aan de banken worden verstrekt, waardoor het overheidsaandeel in de bankensector toeneemt en daarmee ook de privatiseringsopbrengsten op termijn.

kwijtschelding van 50% van haar vorderingen op de Griekse overheid. Overigens betreft het hier tot dusver slechts een 'uitnodiging' die de regeringsleiders hebben gedaan aan de Griekse overheid en haar private crediteuren om uit onderhandelingen te bereiken. Die onderhandelingen moeten nog worden gevoerd en het is daarmee ook nog niet zeker of en hoe deze kwijtschelding op basis van vrijwilligheid van de kant van de private sector gaat geschieden.<sup>4</sup> Succes op dit vlak is mede afhankelijk van de invulling van de overige dossiers, omdat zij in gezamenlijkheid een realistischer perspectief bieden voor Griekenland specifiek, maar ook de uitweg uit de Europese schuldenproblematiek meer in het algemeen. Griekenland-II moet nog dit jaar volledig ingevuld zijn.

Volgens een vertrouwelijke houdbaarheidsberekening van het IMF zou de Griekse staatschuld met deze maatregelen dit jaar pieken op 160%-BBP, om vervolgens een geleidelijk dalende trend in te zetten. In 2021 zou de schuldquote dan zijn gedaald tot 120%-BBP. Uiteraard zijn dergelijk rekensommen met grote (negatieve, maar ook potentieel positieve) risico's omgeven. Verschillende commentatoren zijn op basis hiervan nu al van mening dat de bijdrage van de private sector veel groter moet zijn dan de nu voorziene 50%. Los van of dit haalbaar of moreel wenselijk zou zijn is de extra winst daarvan beperkt. Slechts 1/3 van de Griekse schuld is namelijk momenteel in handen van de buitenlandse private sector en daarvan wordt de helft dus al weggestreept.

<sup>4</sup> Het *Institute of International Finance*, dat namens de banken over een herstructureringspropositie onderhandelt, gaf onlangs al aan dat de banken hier waarschijnlijk in overgrote meerderheid mee in zullen stemmen. Voor wat betreft overige private crediteuren zoals verzekeraars en pensioenfondsen is dat nog niet duidelijk. Vrijwilligheid is zeer gewenst, aangezien anders de obligatieverzekeringmarkten (*Credit Default Swaps*) in werking treden, waarmee een veel minder overzichtelijke en daarmee potentieel uitermate gevaarlijke situatie ontstaat. Obligatieverzekeringen herverdelen namelijk de te nemen verliezen, waarbij het niet bekend is waar deze uiteindelijk landen en hoe goed ze op die plekken in het systeem te dragen zijn.

Nog 1/3 van de Griekse schuld is in handen van de private sector in Griekenland, primair de banken. Nu al moet de beoogde kwijtschelding door de Griekse private sector worden gecompenseerd door €30 mrd kapitaalversterking aan Griekse banken vanuit het steunpakket. Dat deel van de private sector bijdrage moet dus sowieso al met publieke middelen worden aangevuld.<sup>5</sup> De resterende 1/3 van de Griekse schuld is in handen van de eurolanden, het IMF en de ECB. Kortom, als verdere afstempeling noodzakelijk of wenselijk is, dan moeten ook de eurolanden en het IMF een afstempeling van hun vorderingen op Griekenland accepteren om een dergelijke exercitie echt zoden aan de dijk te laten zetten.

### 3. Herkapitalisatie van banken

De beoogde afstempeling van private vorderingen op de Griekse overheid raakt banken in hun kapitaalbuffers. Griekenland is klein genoeg om dit door het Europese bankwezen te laten dragen, een individuele uitzondering daargelaten, waarvoor de betreffende overheid zou kunnen bijspringen. Maar de mogelijkheid van een dergelijke forse afstempeling van schulden op andere zwakke eurolanden –in het bijzonder de grote kwetsbare landen Spanje en Italië– vereist een versterking van de kapitaalbuffers van de Europese banken. Daarom is besloten om van de Europese banken te eisen dat ze het buffervermogen van de hoogste kwaliteit (hun core Tier-1 ratio) verhogen tot 9%, uiterlijk te bereiken in juni 2012. Bovendien moeten zij een extra buffer aanleggen in het geval ze kwetsbaar zijn voor mogelijk waardeverlies op portefeuilles met staatsobligaties van andere zwakkere eurolanden.

Het betreft hier geen feitelijke afwaardering van deze staatsobligaties, maar een exercitie waarin de waardeveranderingen per september 2011 worden toegevoegd aan de buffer die so-

---

<sup>5</sup> Het alternatief is om de Griekse bankensector te laten vallen, waarmee het land in een nog zwaardere en langdurigere recessie belandt en de beoogde reddingsboei feitelijk verwordt tot molensteen.

wieso al moet worden aangelegd.<sup>6</sup> Op die manier beoogt men het vertrouwen in het Europese bankwezen te herstellen. Per saldo is er volgens de Europese Banken Autoriteit (EBA) op Europees niveau €106 mrd aan extra kapitaal nodig. Daarvan is €64 mrd van toepassing op Griekse, Spaanse en Portugese banken, maar daarin is via bestaande voorziening van overheden en reddingspakketten reeds voorzien. Resteert dus €42 mrd aan buffervermogen dat voornamelijk Italiaanse, Franse, Duitse en Belgische banken in eerste instantie op eigen kracht moeten aantrekken (Nederlandse banken voldoen reeds aan de gestelde eisen). Waar dat niet lukt –en het is onduidelijk welke criteria hierop van toepassing zijn– springt in eerste instantie de eigen overheid bij en geldt het Europese vangnet EFSF als achtervang.

Een belangrijk tweede element met betrekking tot het Europese bankwezen betreft de intentie om weer staatsgaranties af te geven op langlopende leningen aan banken. Dit omdat het Europese bankwezen in de onzekerheid rondom de Europese schuldenproblematiek de afgelopen maanden nagenoeg niet in staat was om zelfstandig langlopende middelen aan te trekken. De maatregel moet de komende weken nog ingevuld worden en dat geschiedt – anders dan in 2008– deze keer op Europees in plaats van nationaal niveau.

### 4. Vergroting Europees vangnet

Daarnaast moest ook het Europese vangnet (EFSF) groter worden in zowel omvang als bevoegdheden om een geloofwaardig signaal te geven aan de markten dat Europa snel en daadkrachtig kan ingrijpen als meer en grotere landen in de problemen mochten geraken of

---

<sup>6</sup> Hierbij worden niet alleen de staatsobligaties van de zwakke eurolanden (waarop een fors koersverlies bij verkoop van toepassing zou zijn) meegerekend, maar ook die van de sterke eurolanden (waarop een forse koerswinst bij verkoop van toepassing zou zijn). In het geval een bank per saldo meer zou winnen dan verliezen als gevolg van deze exercitie, dan hoeft zij geen extra buffer aan te houden, maar mag zij de papieren netto winst evenmin van de vereiste kapitaalbuffer aftrekken.

als Portugal en Ierland net als Griekenland toch een extra steunpakket nodig zouden hebben. Er is besloten dat dit vangnet wordt vergroot naar €1000 mrd, hoewel er door de eurolanden geen extra garanties aan worden afgegeven. Hoe dat kan en wat de open vragen zijn in de uitwerking van dit dossier vereist een duidelijk beeld van wat het EFSF is en wat niet.

Het EFSF is een faciliteit die geld aantrekt uit de markt door obligaties uit te geven en met de opbrengst daarvan leningen verstrekt aan landen in problemen. Met haar in juli afgesproken en onlangs geratificeerde uitgebreide bevoegdheden mogen de opbrengsten ook worden gebruikt om staatsobligaties van eurolanden op te kopen als de rente onwenselijk snel of hoog oploopt. Ook mag het fonds banken in nood herkapitaliseren. Het EFSF kan obligaties met de hoogst mogelijke kredietwaardigheid (AAA) plaatsen, omdat de faciliteit door de eurolanden wordt gegarandeerd tot een effectief uitleenbedrag van €440 mrd.

Dat is veel geld, maar lang niet voldoende voor alle taken die moeten worden uitgevoerd. De ECB kocht het afgelopen anderhalve jaar bijvoorbeeld al voor ruim 170 mrd aan staatsobligaties op om de Griekse, Ierse, Portugese, Spaanse en Italiaanse obligatiemarkten te kalmeren. Bovendien leggen Ierland, Portugal en het tweede Griekse steunpakket al beslag op een groot deel van het fonds, zodat nog 'slechts' €250 mrd - €275 mrd resteert voor de aanvullende taken en mogelijk nieuwe steunpakketten aan landen. Als landen als Spanje of Italië in de problemen raken, dan is de resterende slagkracht van het EFSF ruimschoots ontoereikend. Hier geldt dat het vangnet geloofwaardiger wordt naarmate het groter is.

Er hebben in totaal vier opties op de onderhandelingstafel gelegen om het EFSF meer slagkracht te geven. De eerste en meest voor de hand liggende is om alle eurolanden grotere bedragen aan garanties af te laten geven. Dit is –alleen al blijkens de moeizame ratificatie

van de verhoging van de garanties op 21 juli-politiek onhaalbaar. De tweede optie is om de EFSF-obligaties door de ECB op te laten kopen, waarmee feitelijk de geldpers wordt aangezet om de schuldenproblematiek op te lossen. Deze optie wordt door Duitsland principieel geblokkeerd en Nederland sluit zich hier bij aan. De derde optie is dat met de EFSF-middelen een investeringsfonds wordt gekapitaliseerd, waarin bijvoorbeeld ook Chinese investeerders kunnen participeren. De eurolanden staan dan middels hun garanties opgesteld om de eerste verliezen op te vangen. De vierde optie is om het EFSF niet meer in te zetten om leningen te verstrekken, maar om slechts gedeeltelijke verzekeringen af te geven voor het eerste verlies dat geleden zou kunnen worden op staatsobligaties van eurolanden.

Opties drie en vier worden de komende weken verder uitgewerkt. Het is belangrijk om te realiseren dat in beide gevallen het risico voor de belastingbetalers van de garantie-verlenende landen toeneemt, ook al worden er door deze landen niet meer garanties afgegeven. Men gaat namelijk in beide gevallen via het EFSF garant staan voor de eerste klappen, waarmee verliezen op het moment dat het verkeerd gaat, groter zullen zijn. Het zijn daarmee dus vooral cosmetische ingrepen om de belastingbetalers op het oog te ontzien, maar feitelijk potentieel zwaarder te belasten. Vanuit deze invalshoek is het begrijpelijk dat bondskanselier Merkel deze opties aan haar parlement voorlegde ter goedkeuring en niet riskeerde om achteraf door het Constitutionele Hof terug te worden gefloten.

## 5. Hervormingen en bezuinigingen

Met de hierboven besproken dossiers is Griekenland voorzien van een realistischer schuldreductieprogramma en worden door versteviging van de buffers via zowel hogere kapitaal-eisen voor banken als een omvangrijker Europees vangnet, de besmettingseffecten op de andere kwetsbare landen enigszins afgezwakt. Maar als een land als Spanje of Italië –laat

staan België of Frankrijk– onverhoopt toch aanspraak moet gaan maken op de faciliteiten, dan zal de rek ervan meteen danig op de proef worden gesteld. Daarom geldt als sluitstuk dat alle eurolanden hun uiterste best doen om het vertrouwen van de markten te herwinnen (in het Spaanse en Italiaanse geval) c.q. niet te verliezen (in het Belgische en Franse geval).

De Italiaanse zorgen vormen in deze context een blok aan het been van de Europese regeringsleiders bij hun pogingen om een alles- of in elk geval veelomvattende oplossing voor de Europese schuldenproblematiek te smeden. Markten hebben momenteel nog maar beperkt vertrouwen in Italië en als het land er niet zelfstandig in slaagt het volle vertrouwen terug te winnen, zou een eventueel reddingspakket voor Italië ook binnen de veelomvattende oplossing van 26 oktober moeten passen. En dat doet het bij lange na niet, behoudens de door de ECB aangegeven bereidheid om haar opkoopprogramma van staatsobligaties van eurolanden langer voort te zetten; de omvang van de Italiaanse staatsschuld is daarvoor met zo'n €1900 mrd euro eenvoudigweg te groot.

Italië presenteerde daarom onder druk van de andere eurolanden een voor haar doen tamelijk ambitieus plan voor aanvullende bezuinigingen –om de tegenvallers vanwege de lager dan verwachte groei op te vangen– alsmede de broodnodige structurele hervormingen om het groeipotentieel op termijn te bevorderen en een geloofwaardig uitzicht te bieden op een dalende schuldquote die op 120%-BBP momenteel tweemaal het Europese toegestane maximum bedraagt. Italië moet 'zo spoedig mogelijk' haar plannen concreet invulling geven en van een tijdsplan voorzien. Gegeven de binnenlandse politieke weerstand die dit reeds teweeg bracht, is het geen uitgemaakte zaak dat dit gaat lukken. Bovendien kijken de markten met argusogen naar de groei-remmende effecten van de bezuinigingen en hervormingen, welke op korte termijn de draagkracht onder de schuld juist kunnen verminderen.

De Italiaanse kwestie benadrukt het belang om bevoegdheden van de lidstaten over te hevelen naar de Europese Commissie of om ten minste naar afdwingbare afspraken te streven waar het economisch en begrotingsbeleid van de lidstaten betreft. In dat licht moet ook de Nederlandse wens van een eurocommissaris voor begrotingszaken worden gezien. De grote vraag blijft ook dan uiteraard hoe goed afdwingbaar een afspraak is als de tegenpartij een soevereine staat is. De komende weken moeten uitwijzen of het alternatief –afspraken tussen landen onderling– tastbare resultaten oplevert.

### **Conclusie**

*Het doel –een allesomvattende oplossing voor Europa's schuldenproblematiek– resulteerde in een veelomvattend raamwerk dat de komende weken nader moet worden ingevuld. De dossiers behandelen de juiste knelpunten en de stappen zijn –mits voldoende snel en ambitieus ingevuld– aanzienlijk. Ook de bewegingsrichting is de goede, namelijk een potentieel wesenlijke stap naar een meer Europese verantwoordelijkheid voor wat betreft het te voeren budgettaire en economische beleid. De dossiers smeden bovendien in gezamenlijkheid de goede aanpak van de problemen; maar vereisen wel dat men elk afzonderlijk individueel dossier snel, accuraat en ambitieus invult. Lukt dat niet, dan gaan we onvermijdelijk de spanningen in het financiële systeem weer op zien lopen als opmaat naar (weer) een Eurotop. Het beoogde Griekse referendum over het nieuwe Europese reddingspakket heeft nu al de positieve ontvangst van het raamwerk teniet gedaan. Als het Griekse plan niet snel wordt ontzenuwd slaat het bovendien hoogstwaarschijnlijk het hele fundament onder het moeizaam tot stand gekomen raamwerk weg.*

2 november 2011

Allard Bruinshoofd (030 – 2163272)

W.A.Bruinshoofd@rn.rabobank.nl

[www.rabobank.com/economie](http://www.rabobank.com/economie)