

**Rabobank**

EMU weer een stukje sterker

Onlangs kwamen de regeringsleiders van het eurogebied bijeen om te voorkomen dat de schuldenproblematiek van Griekenland zich verder uit zal breiden. In dit Themabericht lichten wij de belangrijkste besluiten toe en kijken wij hoe deze helpen om de financiële stabiliteit in het eurogebied te versterken.

Schuldenproblemen in Europa

Een aantal lidstaten van de Economische en Monetaire Unie (EMU) heeft zwakke overheidsfinanciën en/of slechte economische vooruitzichten. Daardoor is het vertrouwen van beleggers in de terugbetalingscapaciteit van de overheid van deze landen afgenomen en steeg de rente op staatsobligaties naar onhoudbaar hoge niveaus. Om wanbetaling te voorkomen hebben Griekenland, Portugal en Ierland financiële hulp gekregen van andere Europese landen en het Internationaal Monetair Fonds (IMF). Zij verstrekken leningen tegen een rente die lager is dan wat nu aan private beleggers betaald zou moeten worden. In ruil daarvoor zijn afspraken gemaakt over verbetering van de overheidsfinanciën en structurele economische hervormingen. De leningen voorzien geruime tijd in de financieringsbehoefte van de overheid. Dit moet hen de tijd bieden om de financiën op orde te brengen en de economie te versterken. Daarmee moet het vertrouwen van beleggers in de terugbetalingscapaciteit van de overheden hersteld worden, waardoor op termijn weer tegen houdbare rentetarieven op de kapitaalmarkt geleend kan worden.

Griekenland heeft meer tijd nodig

Het eerste hulppakket voor Griekenland was gebaseerd op de verwachting dat het land in 2012 een deel van haar financieringsbehoefte weer tegen houdbare renteniveaus op de kapitaalmarkt op zou kunnen halen. Maar in de loop van 2011 werd duidelijk dat de overheidsfinanciën en de economische situatie daarvoor

nog niet voldoende zouden zijn verbeterd. Om te voorkomen dat het land in 2012 niet aan zijn betalingsverplichtingen kan voldoen is dus extra hulp nodig.

Trage besluiten leiden tot wantrouwen

Het uitblijven van een beslissing over nieuwe hulp leidde tot wantrouwen over de mate waarin de overheden van het eurogebied willen en kunnen voorkomen dat leden in wanbetaling raken. In combinatie met de verlagingen van het oordeel over de Portugese kredietwaardigheid door Moody's en onhandige uitspraken van de Italiaanse premier leidde dit tot sterk stijgende rentes in alle Zuid-Europese landen. In Spanje en Italië werd in één dag een stijging van de rente op 10-jaars staatsleningen genoteerd die sinds de eerste helft van de jaren negentig niet meer voorgekomen was. Om te voorkomen dat de rente voor deze landen verder op zou lopen naar onhoudbare niveaus hebben de regeringsleiders op 21 juli een aantal maatregelen aangekondigd.

Versterken bestaande hulp

Om de bestaande hulppakketten van Griekenland, Ierland en Portugal een grotere kans van slagen te geven wordt de looptijd van de via de European Financial Stability Facility (EFSF) verstrekte leningen verlengd van gemiddeld 7½ jaar naar tussen de 15 en 30 jaar. Door de terugbetaling over een langere periode te verdelen wordt het beroep op de kapitaalmarkt in de jaren na het aflopen van de financiële hulp fors verlaagd. Naast de langere looptijd wordt de rente op de EFSF-leningen verlaagd. Op dit moment wordt de rente die de EFSF betaalt voor haar eigen financiering nog opgehoogd met 2- tot 3%-punt. Deze opslag komt grotendeels te vervallen. Omdat de rentebetalingen aan de EFSF afnemen, wordt het makkelijker om het begrotingstekort omlaag te brengen.

Verlichting slechts op deel van de hulp

Overigens strekken de langere looptijden en de lagere rente zich niet uit over het totale bedrag aan financiële hulp. Griekenland heeft tot nu toe steun gekregen door middel van bilaterale leningen van de eurozone lidstaten en het IMF. Van de door Europa toegezegde € 80 mrd aan hulp is inmiddels € 47 mrd uitgekeerd. Daarvan zal de looptijd verlengd worden, maar verandert voor zover bekend niets aan de rente. De rente op deze leningen is variabel en bedraagt 3-maands Euribor plus 3%-punt. Eind vorige week was de effectieve rente op die leningen dus 4,6%. Dat is aanmerkelijk hoger dan de 3,5% die als indicatie voor de EFSF leningen genoemd wordt. De overige € 33 mrd van het eerste hulppakket zal wel via EFSF verstrekt worden, waardoor voor die toekomstige leningen wel de lagere rente zal gelden. Ook de hulp aan Ierland en Portugal bestaat slechts voor een deel uit EFSF leningen. Van het Portugese pakket wordt 1/3 door de EFSF verstrekt, 1/3 door het European Financial Stability Mechanism¹ (EFSM) en 1/3 door het IMF. Van veranderingen in de looptijd en rente van de leningen verstrekt door het EFSM en het IMF is niets bekend. De gunstige effecten gelden dus voor slechts 1/3 van de Portugese hulp. Het EFSF aandeel in het Ierse hulppakket is nog kleiner, ongeveer 1/5. Dit komt doordat de bilaterale leningen van het Verenigd Koninkrijk, Denemarken en Zweden van de EFSF bijdrage afgetrokken zijn. Bij de eerste (en tot nu toe enige) lening van de EFSF aan Ierland was het verschil tussen de financieringskosten van de EFSF en de effectieve rentekosten voor Ierland 3%-punt. In totaal zal de EFSF € 17,7 mrd aan Ierland overmaken. Over dit gehele bedrag zal de besparing door het vervallen van de rente-opslag dus € 531 miljoen per jaar zijn. Dat is in 2012 ongeveer 0,3% van het BBP. Hoewel dit geen verwaarloosbaar effect is, maakt het op een verwacht begrotingstekort van 8,8%-BBP in dat jaar ook geen wereld van verschil uit.

¹ Dit fonds wordt gefinancierd door de EU, terwijl het EFSF alleen gegarandeerd wordt door EMU lidstaten.

Extra hulp aan Griekenland

Naast de veranderingen aan de bestaande hulppakketten zijn de regeringsleiders van de EMU extra financiële steun aan Griekenland overeengekomen. Dit moet er voor zorgen dat het land tot eind 2014 geen beroep hoeft te doen op de kapitaalmarkt.

Bijdrage private sector

Een belangrijk onderdeel van de nieuwe hulp aan Griekenland is de bijdrage van de private financiële instellingen. Het International Institute of Finance (IIF) heeft een daartoe een voorstel gepubliceerd. Het is de bedoeling dat 90% van de private bezitters van Griekse staatsobligaties met een looptijd tot en met het einde van 2020 meedoet. Omdat deelname vrijwillig is, blijft de omvang van de private bijdrage echter onzeker. De voorziene bijdrage heeft twee effecten. Ten eerste wordt in een deel van de Griekse financieringsbehoefte voorzien, door voor langere tijd in de staatobligaties van het land te beleggen. Ten tweede wordt de schuldenlast verlaagd.

Verlaging financieringsbehoefte

De bijdrage aan de financieringsbehoefte van de Grieken wordt ingevuld door obligaties die uiterlijk eind 2020 aflopen om te ruilen voor obligaties met een langere terugbetaaltermijn. Daardoor neemt de herfinancieringsbehoefte in de komende jaren af. Het IIF rekent voor dat tot en met halverwege 2014 op die manier voor € 54 mrd aan de financieringsbehoefte van de Griekse overheid bijgedragen zal worden. De omzetting naar lange obligaties is echter zo vormgegeven dat de werkelijke bijdrage aan de financieringsbehoefte van Griekenland lager ligt. Van de nieuwe obligaties zal de hoofdsom geheel of gedeeltelijk gegarandeerd worden met AAA obligaties zonder tussentijdse rentebetalingen (zero-coupon bond). Zo'n obligatie keert op het einde van de looptijd het bedrag uit wat nodig is om de hoofdsom van de Griekse obligatie aan de private belegger te voldoen. Voor de € 54 mrd aan geruilde obligaties is voor € 17 mrd aan AAA obligaties nodig.

Voor de aankoop daarvan moeten de Grieken geld lenen van de EFSF. Per saldo draagt de financiële sector tot halverwege 2014 naar verwachting dus netto € 37 mrd bij aan de financieringsbehoefte. Ten behoeve daarvan verstrekt de EFSF voor € 17 mrd aan officiële financiering. Tot eind 2020 loopt de verwachte netto bijdrage op tot € 106 mrd, waarvoor in totaal € 35 mrd aan EFSF leningen nodig is.

Verlaging schuldenlast

Naast het voorzien in een deel van de Griekse financieringsbehoefte, wordt door de vormgeving van de private hulp ook de Griekse schuldenlast verlaagd. Doordat een deel van de obligaties in het IIF voorstel wordt omgewisseld tegen een lagere hoofdsom, neemt de Griekse staatsschuld volgens het IIF met € 13,5 mrd af. Daarnaast is er een plan om bestaande obligaties tegen een lage prijs terug te kopen. Daardoor neemt de schuld naar verwachting nog eens met € 12,6 mrd extra af. De totale schuldverlaging door de bijdrage van de private sector komt dan uit op 11½% van het BBP in 2012. Dat een flinke stap. Maar afgezet tegen de nu verwachte staatsschuld van 166%-BBP in dat jaar brengt het de schuld niet terug naar een duidelijk houdbaar niveau. Voor de aankoop van de bestaande obligaties moet ook weer geld geleend worden van de EFSF en/of het IMF. Bovendien hebben Griekse banken waarschijnlijk kapitaalinjecties nodig om de verliezen die zij op hun portefeuille Griekse staatsleningen lijden te compenseren. Ook daarvoor moet aangeklopt worden bij deze instanties. Om de bijdrage van de financiële sector aan de financieringsbehoefte en de schuldverlaging te realiseren is dus een fors bedrag aan officiële financiering nodig.

Officiële financiering

EMU lidstaten en het IMF zullen naar verwachting € 109 extra financiering aanbieden. Daarvan is € 34 mrd direct bedoeld voor (her)financiering, € 35 mrd voor het kopen van de AAA obligaties ten behoeve van garanties ('credit enhancements') voor de bijdrage van

de private sector, € 20 mrd voor het opkopen van uitstaande Griekse staatsobligaties en € 20 mrd voor het herkapitaliseren van Griekse banken. Deze € 109 mrd moet samen met de nog resterende € 45 mrd uit het eerste hulppakket, de bijdrage van de private sector en een verwachte opbrengst van € 28 mrd euro uit privatiseringen de financieringsbehoefte van Griekenland tot eind 2014 afdekken. Als de bijdrage van de private sector of de opbrengst van de privatiseringen echter tegenvalt, moet de officiële financiering omhoog om te voorkomen dat Griekenland al voor einde 2014 een beroep moet doen op de kapitaalmarkt. Daarnaast is het nog onduidelijk hoe de officiële financiering precies verdeeld zal worden. De EMU regeringsleiders hebben het IMF opgeroepen financieel bij te dragen, maar het is nog niet duidelijk in hoeverre dit ook zal gebeuren.

Voorkomen besmetting

Een belangrijk doel van de regeringsleiders was het indammen van het effect dat ontwikkelingen in Griekenland hebben op het vertrouwen van beleggers in de betalingscapaciteit van andere landen. Daarvoor is vertrouwen in de mogelijkheid om landen met financiële problemen te ondersteunen een belangrijke voorwaarde. Om dit vertrouwen te versterken wordt het aantal manieren waarop de EFSF ingezet kan worden vergroot.

EFSF wordt flexibeler...

De EFSF kon tot nu toe alleen leningen verstrekken aan landen met een volledig hulppakket, inclusief strenge afspraken over de overheidsfinanciën en de economie. Om de flexibiliteit te vergroten zal het fonds nu ook leningen mogen verstrekken aan landen zonder dat er sprake is van een volledig en voorwaardelijk hulppakket. Ook mag er op die manier geleend worden aan overheden om de solvabiliteit van banken te versterken. Als laatste mag de EFSF in bepaalde omstandigheden staatsobligaties kopen op de financiële markten, om zo een onrustige markt te stabiliseren. De flexibiliteit

is erg nuttig, omdat het bij onrust op de financiële markten kan voorkomen dat een oplopende rente op zichzelf het vertrouwen in de overheidsfinanciën ondermijnt. Aankopen van staatspapier door de Europese Centrale Bank (ECB) hebben eerder laten zien (tijdelijk) flink effect te kunnen sorteren. Het is echter nog onduidelijk in hoeverre de EFSF de beschikking zal krijgen over een snel inzetbare financiële reserve die speculanten serieus af kan schrikken. Bovendien geldt dat als beleggers fundamenteel het vertrouwen in de toekomstige terugbetalingcapaciteit van een land verliezen, er alsnog een volledig hulppakket nodig zal zijn. Spanje en Italië kunnen niet gelijktijdig een aantal jaar door het fonds buiten de financiële markten gehouden worden. Omdat de EFSF wel flexibeler is geworden maar niet groter, blijven de zorgen daarover bestaan.

... maar ook minder ruim

De € 33 mrd Europese steun die nog resteert in het eerste hulppakket voor Griekenland wordt onder de EFSF geschoven. Dit telt op bij € 26 mrd voor Portugal en € 17,7 mrd voor Ierland. Daar komt een nu nog onbekend bedrag voor het tweede pakket van Griekenland bij. Als we voor het tweede Griekse hulppakket uitgaan van 1/3 financiering door het IMF dan betekent dit voor de EFSF een bijdrage van € 73 mrd. Dan resteert dus nog € 290 mrd. Dit kan gebruikt worden voor de nieuwe flexibele doeleinden of voor het opzetten van een volledig hulppakket. Bij dat laatste kan de resterende € 11,5 mrd van het EFSM ingezet worden en zal het IMF waarschijnlijk weer een bijdrage leveren die de helft is van de Europese. In totaal is dus maximaal nog € 452 mrd beschikbaar voor nieuwe financiële hulp. Dat is meer dan genoeg om Ierland en Portugal van extra hulp te voorzien of om Spanje in geval van nood geruime tijd te ondersteunen. Maar bij een groot hulppakket voor Spanje blijft al snel nog maar weinig ruimte voor Italië over. Ook voor de meer flexibele mogelijkheden van het fonds zal in dat geval snel minder ruimte beschikbaar zijn.

Als de crisis zich verder uitbreidt naar de grote zuidelijke lidstaten is de kans dus groot dat de omvang van het fonds alsnog vergroot moet worden.

Alles op zijn tijd

Het verbeteren van de overheidsfinanciën en het versterken van de economie heeft tijd nodig. Die tijd wordt door de financiële hulppakketten geboden. Maar omdat de hulp met strenge eisen gepaard gaat bestaat steeds het risico dat een land er niet in slaagt om aan die eisen te voldoen en de hulp verliest. Zelfs als wel aan de eisen voldaan wordt, is het niet zeker dat de financiële en economische situatie aan het einde van de huidige hulp private beleggers voldoende vertrouwen zal geven in de toekomstige kredietwaardigheid van de overheid. Daardoor moeten we voor de komende jaren rekening houden met terugkerende perioden van onrust op de financiële markten, welke maatregelen nu ook genomen worden.

Conclusie

De regeringsleiders van de Economische en Monetaire Unie hebben op 21 juli een aantal goede maatregelen genomen om de financiële stabiliteit in het eurogebied te versterken. Tegelijkertijd kunnen de maatregelen geen garantie bieden voor een succesvolle verbetering van de financiële en economische situatie. Daar is tijd voor nodig. De onrust op de financiële markten zal de komende jaren dus nog regelmatig terugkeren. Er zijn een aantal goede stappen gezet, maar de regeringsleiders hebben nog het nodige werk te verzetten. In Themabericht 2011/17 doen wij een aantal suggesties voor vervolgstappen.

juli 2011

Tim Legierse² (030 – 2162677)

T.Legierse@rn.rabobank.nl

www.rabobank.com/kennisbank

² Met dank aan Elwin de Groot, Financial Markets Research Rabobank International, voor suggesties en commentaar.