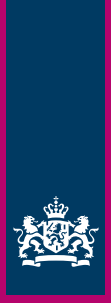


Centraal Planbureau

CPB Notitie | 24 november 2011

Evaluatie van opties EFSF

Op verzoek van de Tweede Kamer

Centraal Planbureau

CPB Notitie

Aan de Tweede Kamer

Centraal Planbureau
Van Stolkweg 14
Postbus 80510
2508 GM Den Haag

T (070) 3383 380
I www.cpb.nl

Contactpersoon
W. Elsenburg
M.J. Bijlsma
M.A. Roscam Abbing

Datum: 24 november 2011
Betreft: Evaluatie van opties EFSF (nav motie Sap)

1 Inleiding

Per (aangenomen) motie (kamerstuk 21 501-20, nr. 580) heeft de Tweede Kamer (via de Minister van Financiën) het CPB gevraagd om voor half november een analyse te maken van "de effectiviteit van vier opties voor vergroting van het noodfonds, te weten: een *special purpose vehicle* voor het aantrekken van financiering door externe investeerders, het verzekeringsmodel, het bankmodel en een verhoging van de garanties van de lidstaten". Toen het verzoek van minister bij het CPB werd ingediend heeft het CPB geoordeeld of zij aan het verzoek kon voldoen. Aangezien zowel de kennis als de personele capaciteit beschikbaar was doet het ons deugd de Tweede Kamer de gevraagde informatie te verschaffen.

2 Doel en huidige vormgeving noodfonds EFSF

Om 'de effectiviteit' van de vier genoemde opties te kunnen beoordelen, is het nodig om eerst het beoogde doel van het EFSF helder te krijgen. De overweging bij de motie Sap omschrijft 'de effectiviteit' van de opties in de context van de 'slagkracht' van het EFSF. Teksten van het EFSF zelf omschrijven het fonds als: '*part of a wider safety net to preserve financial stability within Europe*'.

In praktijk lijken er vier (potentiële) taken voor het EFSF te zijn:

1. krediet verlenen aan landen die geen markttoegang meer hebben en een hervormingsprogramma uitvoeren (oa. Portugal en Ierland);
2. krediet verlenen aan landen die dreigen besmet te worden (bijv. Spanje of Italië) om zo die besmetting te voorkomen, gekoppeld aan toezicht op begrotingsbeleid;
3. het klaarzetten van een kredietlijn, waar landen onder bepaalde voorwaarden gebruik van kunnen maken;
4. en kapitaal verschaffen dat lidstaten kunnen gebruiken om banken te herkapitaliseren.

Als landen eenmaal in aanmerking komen voor steun kan het EFSF obligaties opkopen in de primaire markt.[1] Dat is een efficiëntere manier van steunverlening dan obligaties opkopen in de secundaire markt. De

[1] Zie http://www.efsf.europa.eu/attachments/faq_en.pdf

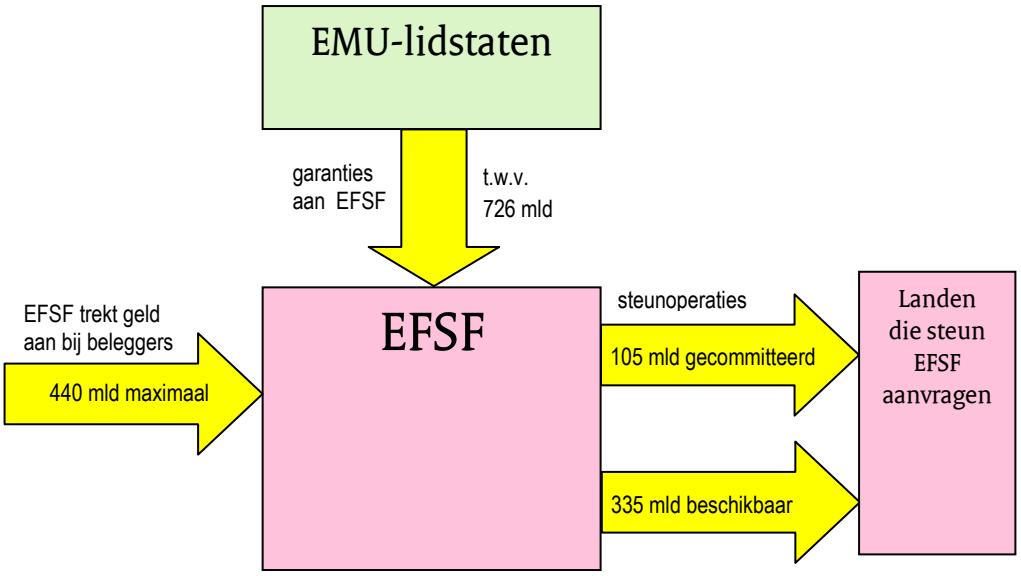
primaire markt is immers veel kleiner dan de secundaire markt. Daardoor kan met een kleinere slagkracht het EFSF een hulpbehoevend land langer op de been houden. Bovendien is veel van de uitstaande schuld van een land vaak in handen van de eigen ingezetenen. Debiteurlanden houden in dat geval een grotere prikkel om hun schuld af te betalen. Door schuld op te kopen op de secundaire markt wordt die prikkel verzwakt.

Daar waar de motie spreekt over 'slagkracht' wordt dat in deze analyse geïnterpreteerd als 1) voldoende middelen, die 2) snel kunnen worden ingezet op 3) op zo'n manier (bijvoorbeeld met voorwaarden) dat het waarschijnlijk is dat het lenende land op termijn weer op eigen benen kan staan. Zonder structurele verbetering van de (gepercipieerde) kredietwaardigheid van het land in kwestie blijft markttoegang problematisch en loopt het EFSF het risico simpelweg verplichtingen over te nemen. Dan is de facto sprake van budgettaire overdrachten en/of monetaire financiering van schulden van probleemlanden. Verbetering van de kredietwaardigheid kan door het opleggen van condities en is ook het gevolg van het beperken van rentestijgingen.

Huidige opzet EFSF
Op dit moment is het EFSF al vormgegeven als *special purposes vehicle* (SPV), zie figuur 1. Lidstaten verstrekken garanties aan het in Luxemburg gevestigde 'bedrijf' EFSF. Als een land steun nodig heeft kan het EFSF op basis van deze garanties geld lenen in de markt door middel van de uitgifte van 'EFSF-obligaties'. Het op deze manier opgehaalde geld wordt door het EFSF vervolgens onder bepaalde voorwaarden (zoals een aanpassingsprogramma) doorgeleend aan zijn 'klanten'. Die klanten zijn vooralsnog alleen Ierland en Portugal (het is de bedoeling dat een nieuw Grieks programma ook deels via het EFSF zal worden gefinancierd).[2]

Het EFSF is in deze constructie afhankelijk van geld dat het moet ophalen bij beleggers. Dit kan ten koste gaan van de slagkracht van het EFSF. Op het moment dat de animo voor EFSF-obligaties daalt, wordt het voor het EFSF moeilijker om steun te verlenen.

Figuur 1, huidige opzet EFSF



[2] Zie: http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ecofin/123979.pdf

In tabel 1 staan de gegarandeerde bedragen per lidstaat. Formeel is het maximaal beschikbare garantievermogen 780 mld euro, maar omdat de garanties van Ierland, Portugal en Griekenland niet meetellen, is de maximale effectieve garantie nog maar 726 mld euro (daarom is dit bedrag opgenomen in de tabel). De eurolanden geven daarnaast garanties voor de rentelasten van het EFSF.[3] De maximale leencapaciteit op basis hiervan is volgens het EFSF 440 mld euro omdat de ratingbureau's alleen de garanties van AAA-landen meetellen als het EFSF een AAA rating wil krijgen (en een aantal garantielanden heeft zelf geen AAA rating).[4] Op dit moment is er dus sprake van een 'hefboom' van minder dan 1, wat betekent dat de slagkracht kleiner is dan de maximale omvang van de garanties.

Wanneer Italië (139,3 mld euro) en Spanje (92,5 mld euro) niet langer garant zouden kunnen staan, daalt weliswaar het totaalbedrag van 726 naar 494,5 mld, maar de capaciteit van het EFSF verandert niet. Zo lang de huidige landen met een AAA status (Duitsland, Finland, Frankrijk, Luxemburg, Nederland, Oostenrijk) hun ratings behouden, blijft de totale hoeveelheid krediet die het EFSF kan verlenen zonder zijn AAA status te verliezen nog steeds 440 miljard euro.[5] Wel zullen de AAA landen in dat geval een groter deel van de risico's dragen. De kredietcapaciteit kan dalen als dit grotere risico de AAA rating aantast. Als echter bijvoorbeeld Frankrijk zijn AAA status verlies, dan neemt de garantiecapaciteit van het EFSF af (dat wil zeggen, de hoeveelheid leningen die het EFSF kan verstrekken zonder zijn AAA status in gevaar te zien komen wordt kleiner). Uitgaande van de huidige bedragen (zie tabel 1) zou in dat geval een bedrag van 293 mld euro aan AAA garantiekapitaal overblijven - waarvan een aanzienlijk deel al is toegezegd.

Tabel 1, garanties aan EFSF van EMU-landen

	EFSF garanties gecommitteerd (in mln euro)	Verdeelsleutel garantiebijdragen (in procenten)	Verleende EFSF garanties (in mln euro)	Verdeelsleutel verleende garant1ies (in procenten)
Oostenrijk	21,639	2,78	21,639	2,99
België	27,032	3,47	27,032	3,72
Cyprus	1,526	0,20	1,526	0,21
Estland	1,995	0,26	1,995	0,27
Finland	13,974	1,79	13,974	1,92
Frankrijk	158,488	20,31	158,488	21,83
Duitsland	211,046	27,06	211,046	29,07
Griekenland	21,898	2,81	-	0,00
Ierland	12,378	1,59	-	0,00
Italië	139,268	17,86	139,268	19,18
Luxemburg	1,947	0,25	1,947	0,27
Malta	704	0,09	704	0,10
Nederland	44,446	5,70	44,446	6,12
Portugal	19,507	2,50	-	0,00
Slowakije	7,728	0,99	7,728	1,06
Slovenië	3,664	0,47	3,664	0,51
Spanje	92,544	11,87	92,544	12,75
Totaal	779,783	100	726,000	100

Om de capaciteit voor toekomstige steunoperaties te bepalen, moeten daar de reeds gedane toezeggingen vanaf worden getrokken. Het EFSF heeft bijdrages toegezegd aan de steunprogramma's van Ierland (17,7 mld euro) en Portugal (26,0 mld euro) van in totaal 43,7 mld euro. Daarnaast ligt het in de rede dat het EFSF bijdraagt aan het tweede Griekse hulpprogramma. Onder dit programma is in totaal 109 mld euro aan

[3] Het zogeheten garantieplafond dat de Nederlandse overheid hanteert ligt daarom niet op 44,4 mld euro, maar op 97,8 mld euro. Zie brief aan de tweede kamer van de minister van Financien met kenmerk AFEP/ 2011/ 310.
[4] Strikgenomen vertegenwoordigen de garanties van AAA landen een waarde van 452 miljard euro, het is ons niet duidelijk waarom wordt gerekend met 440 mld euro.
[5] Eigenlijk ligt dit dus iets hoger, op 451,54 mld euro.

financieringssteun toegezegd. Als Europa tweederde voor haar rekening neemt en het IMF eenderde, en als 11,5 mld euro voor rekening van het European Financial Stability Mechanism (EFSM) komt, dan blijft 61,1 mld euro over die door het EFSF moet worden opgebracht (zie ook Buiter en Rahbari 2011). In totaal is dus circa 105 mld euro aan financiering door het EFSF toegezegd. Dit moet op de *leencapaciteit* in mindering worden gebracht om de capaciteit voor nieuwe steunoperaties te berekenen, ook in de mogelijk nieuwe opzet. In de huidige opzet is nog maar 335 mld euro beschikbaar voor nieuwe kredieten - wat niet veel is in relatie tot de primaire uitgifte van bijvoorbeeld Spanje en Italië.

Omdat voor reeds aangegane leningen al (AAA) garanties zijn afgegeven door het EFSF aan de geldverstrekkers, kunnen deze 'vastliggende' garanties niet meer worden gebruikt om financiering aan te trekken, niet in de huidige variant, ook niet in een variant met leverage. Op het moment van schrijven heeft het EFSF voor 16 mld euro aan gegarandeerde obligaties uitgegeven, wat betekent dat 16 mld euro aan AAA garanties al vastligt.[6] In alle berekeningen moet bij het in te zetten garantievermogen dus rekening worden gehouden met deze 16 mld euro.

Wanneer het EFSF kredieten verleent, ontvangt het hiervoor een rente die is gebaseerd op de kosten die het EFSF maakt om krediet aan te trekken plus een opslag voor 'operationele kosten' (voor leningen die zijn verstrekt vóór 21 juli werd een hogere opslag gevraagd).

Verschillende soorten risico in de huidige opzet

In de huidige opzet van het EFSF lopen investeerders (de kopers van de EFSF obligaties en daarmee de verstrekkers van 'cash') een klein risico. Pas als de landen die EFSF-leningen hebben ontvangen deze niet volledig terugbetalen én ook de garanties zijn uitgeput, komt de terugbetaling van de EFSF-obligaties in gevaar. Zolang de omvang van deze garanties groter is dan het bedrag dat aan obligaties in de markt is gezet, dus wanneer geen sprake is van leverage, is dit kredietrisico verwaarloosbaar.

De garantielanden lopen in de huidige opzet een groter risico. Zij nemen gezamenlijk de verliezen op zich wanneer landen die EFSF-steun ontvangen in gebreke blijven. Dit kan inhouden dat zij hun lening aan het EFSF niet (volledig) kunnen terugbetalen, maar ook wanneer het EFSF staatsobligaties opkoopt en deze moeten (gedeeltelijk) worden afgeschreven, komen verliezen in eerste instantie ten laste van de garanties van EMU-landen (en dus Nederland). Hier speelt dat het EFSF, in tegenstelling tot het IMF, geen "*preferred creditor*" status heeft. Dit impliceert dat het EFSF op gelijke voet staat met andere investeerders als een land in gebreke blijft op uitgegeven obligaties[7]. Zelf geeft het EFSF aan dat het voor andere (private) kredietverleners minder aantrekkelijk wordt om geld te verstrekken als er andere prefered creditors actief zijn, aangezien de senioriteit van andere claims daardoor wordt verlaagd.

Om de kans te verkleinen dat debiteurenlanden in gebreke blijven, koppelt het EFSF steun aan bepaalde voorwaarden. Zo is voor Ierland en Portugal samen met het IMF een hervormingsprogramma opgesteld waarbinnen steeds een deel van de lening wordt uitbetaald indien hervormingsmaatregelen zijn ingevoerd. Met het hervormingsprogramma wordt geprobeerd te voorkomen dat het voor debiteurlanden te aantrekkelijk wordt om een beroep te doen op het EFSF (moreel risico) en wordt de kans op terugbetaling vergroot. Dit is een belangrijke potentiële rol voor het EFSF: meer dan gewone beleggers kan het Fonds voorwaarden stellen - dat geeft ook een legitimatie voor een lagere rente dan de markt vraagt. Uit de principaal-agent theorie volgt dat een risico het best kan worden neergelegd bij de partij die dat risico het beste kan beheersen. Individuele marktpartijen hebben geen instrument om gezond beleid bij debiteurlanden af te dwingen. Ze kunnen immers geen geloofwaardig onderpand eisen, of een land onder curatele stellen. EMU landen kunnen veel meer druk uitoefenen om ervoor te zorgen dat een land dat in de problemen komt beter beleid gaat voeren. Als die landen een groot deel van de lasten van steunverlening op

[6] Zie: http://www.efsf.europa.eu/investor_relations/issues/index.htm Nota bene: in veel op het internet circulerende berkeneningen wordt gerekend met een groter al toegezegd deel van de garanties, waardoor na leverage ook een lager leenvermogen overblijft. Volgens ons is dit onjuist: garanties zijn alleen toegezegd aan investeerders, de toezeggingen aan debiteurlanden staan hier los van.

[7] Of dit ook impliceert dat onder deze omstandigheden directe leningen van het EFSF in het kader van een steunprogramma in gelijke mate moeten worden afgeboekt is nog onduidelijk en nog niet getest.

zich moeten nemen, hebben ze ook een sterkere prikkel om streng op te treden. Een EFSF is daardoor beter in staat hervormingsprogramma's af te dwingen. Zie ook Teulings e.a. (2011), hoofdstuk 6.

Gezien de hoge mate van zekerheid, in het opmerkelijk dat investeerders de afgelopen tijd weinig interesse lijken te hebben in EFSF-obligaties. Een mogelijke verklaring is dat de huidige discussie over uitbreiding van het EFSF, zonder dat EMU-landen extra garanties inbrengen, onduidelijkheid creëert over de mate van zekerheid waar beleggers ook in de toekomst op kunnen rekenen - men kan bang zijn dat de regels tijdens de rit worden veranderd. Beleggers hebben te maken met juridische en politieke onzekerheid over de toekomst van het EFSF.

In de huidige EFSF-constructie geeft Nederland geen direct krediet aan noodlijdende landen, of aan het noodfonds, maar garandeert het de EFSF NV. Dat betekent dat Nederland pas geld hoeft over te maken naar het EFSF als de schuldenaars van het EFSF niet betalen. Deze constructie lijkt vooral ingegeven door juridische of politieke zorgen over een verbod op directe begrotingssteun. Deze bezwaren worden in deze constructie omzeild. Vanuit economisch perspectief bestaat niet veel verschil tussen garanties of directe financiering van het EFSF, de risico's en potentiële kosten blijven uiteindelijk gelijk en voor rekening van de Nederlandse overheid (en andere overheden).

3 Opties voor vergroten slagkracht EFSF

De verklaring na de eurotop van 26 oktober 2011 geeft aan dat er akkoord is bereikt over twee mogelijke opties om de slagkracht van het EFSF te vergroten. De verklaring laat enigszins open met hoeveel de slagkracht kan worden vergroot: de hefboom vergroot de beschikbare leencapaciteit met maximaal 'vier á vijf keer'. In commentaren wordt gespeculeerd dat de slagkracht van het fonds daarmee kan uitkomen om zo'n 1000 miljard euro, aangezien een deel van de huidige effectieve leencapaciteit van (440 mld euro) al is belegd. In officiële stukken blijft de beoogde capaciteit onduidelijk. De opties kunnen naast elkaar bestaan.

De twee opties die worden genoemd door de eurotop (en later toegelicht zijn door het EFSF):

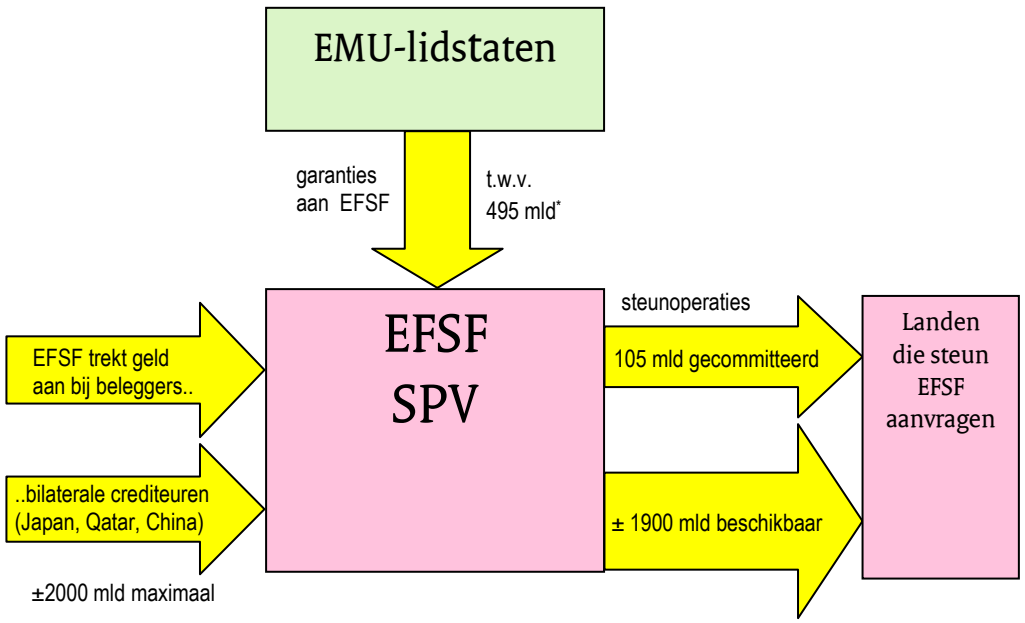
3.1 SPV-model

Dit model lijkt sterk op het huidige model, met als belangrijkste verschil dat op basis van de bestaande garanties méér geld van private investeerders wordt aangetrokken. Hierdoor kan het EFSF op grotere schaal steun verlenen aan eurolanden. Deze schaalvergroting impliceert echter ook dat verliezen voor de garantielanden sneller kunnen oplopen. Omdat de garantielanden in geval van wanbetaling de eerste verliezen opvangen, lopen deze dus per verstrekt euro garantie meer risico - dit is bij alle leverage opties het geval, de 'value at risk' neemt toe. Als een niet-geleveraged EFSF 100 miljard euro uitleent en er is 20% verlies, dan moeten de garantielanden 20% van hun garanties aanspreken. Maar als een EFSF met een leverage van vijf daarentegen 500 miljard euro uitleent en er is 20% verlies, dan moeten de eurolanden 100% van hun garanties aanspreken. Een geleveraged EFSF stuit daardoor sneller op zijn financieringsgrenzen. Of een geleveraged EFSF daadwerkelijk meer risico betekent, hangt af van de effectiviteit: als een groter noodfonds er beter in slaagt paniek op de financiële markten te voorkomen of beteugelen, is het minder risicovol.

In het SPV-model dragen investeerders het zogenoemde staartrisico. De eerste verliezen die het EFSF leidt, doordat landen hun EFSF-leningen niet terugbetalen of doordat opgekochte staatsobligaties in waarde dalen, komen voor rekening van de garantiestellende EMU-landen. Bij een hefboom van 5 is dat de eerste

20% over de totale leenportefeuille van het EFSF.[8] Pas als verliezen oplopen tot boven die 20%, zullen investeerders (een deel) van hun geld niet terugkrijgen. Bij kleine verliezen blijven ze buiten schot maar bij grote verliezen worden ze geraakt. Juist dat staartrisico zou voor investeerders wel eens moeilijk te dragen zijn. Immers, als zo'n uitzonderlijk slecht scenario zich voordoet is de kans groot dat investeerders zelf ook in de problemen komen. Vanuit de principaal-agent theorie bezien is het bovendien belangrijk dat de EMU-lidstaten een belang in het staartrisico houden, omdat hen dat de beste prikkel geeft om goed beleid en terugbetaling af te dwingen. Juist vanwege die betere prikkels kunnen de totale rentekosten in dat geval lager uitvallen.

Figuur 2, het SPV-model



*Waarvan 440 mld euro AAA en waarvan 16 mld euro al vastligt.

Bij een SPV-model met hefboom zal het bedrag dat de EMU-overheden garanderen lager zijn dan de (maximaal) uitstaande EFSF-obligaties[9]. Per geleende en verstrekte euro zijn er minder garanties dan onder het huidige model. Dit impliceert dat in tegenstelling tot het huidige model onder het SPV-model niet alle EFSF obligaties een AAA-rating kunnen krijgen. Uiteraard kunnen wel verschillende tranches van obligaties gecreëerd worden, waarbij een beperkt deel een AAA-rating heeft. Op de Eurotop is gehint op een maximale hefboom van vier à vijf. Vervolgens is het de vraag welke garanties door het EFSF zullen worden geleveraged in het SPV model. Dit zijn of de AAA garanties (440 mld euro min de vastliggende garanties 16 mld euro), of de totale garanties bijvoorbeeld de eerder berekende 495 mld euro aan garanties (exclusief Italië, Spanje en de drie programmalanden en wederom min 16 mld aan al vastliggende garanties). In beide gevallen is de totale leencapaciteit bij een hefboom van 5 ruim 2000 mld euro. Het vertrouwen dat marktpartijen hebben in de SPV-constructie en in de kredietwaardigheid van de garantielanden bepaalt welke mate van leverage mogelijk is. Een hefboom van 3 of 4 is gezien de huidige marktomstandigheden al ambitieus. Bij een kleinere hefboom is de ruimte voor nieuwe kredietverlening navenant kleiner.

[8] Het is ook mogelijk een SPV-model zo vorm te geven dat per kredietinstrument een aparate SPV wordt opgericht met een van te voren afgebakend (beperkt) deel van het garantievermogen. In dat geval lijkt de verdeling van risisco's bij het SPV-model op die van het verzerkingsmodel (zie paragraaf 3.2). De figuur wordt dan complexer, maar de analyse blijft gelijk.

[9] De precieze opzet van de SPV zal waarschijnlijk complexer zijn dan hier in de figuur weergegeven. Een mogelijkheid is dat het EFSF een gescheiden entiteit blijft die zelf een AAA-rating behoudt en garanties afgeeft aan één of meerdere zelfstandige SPV's, die vanwege hun leverage een lagere rating hebben. In economische termen maakt deze tussenstap geen belangrijk verschil met de eenvoudigere versie zoals hier beschreven.

Of een SPV-model de slagkracht van het EFSF daadwerkelijk in deze mate vergroot hangt ook van de snelheid waarmee het EFSF geld van investeerders kan aantrekken. Uit recente ervaringen met opkomende landen blijkt dat het aantrekken van investeringen van derden moeilijk kan zijn en dus tijd kan kosten. De CEO van het EFSF (Regling) gaf in een recent interview aan dat in de huidige onrustige tijden het ophalen van geld moeizaam verliep.[10] Dat is een zwakte van het SPV-model, want juist in de meest onzekere tijden, is de behoefte aan EFSF-financiering naar verwachting het grootst. Omdat het in de huidige (niet geleveragede vorm) al moeilijk is voor het EFSF om geld uit de markt te halen, zal het SPV-model waarschijnlijk afhankelijk worden van officiële bilaterale crediteuren (bijvoorbeeld landen uit het midden- of verre oosten).

Het zal echter geen gemakkelijke opgave zijn om deze landen zover te krijgen om geld te steken in het EFSF, terwijl de Europese landen dat blijkbaar niet kunnen.[11] In feite wordt beleggers gevraagd te investeren in de portefeuille van het EFSF - dat zijn leningen aan probleemlanden - terwijl de 'gezonde' eurolanden dat zelf niet willen of kunnen. Dit beroep op landen buiten de euro kan een negatief signaal afgeven over de bereidheid van sterke eurolanden om problemen binnen de muntunie zelf op te lossen en om terugbetaling van de schuld door de zwakke eurolanden af te dwingen. Voor de geloofwaardigheid is het daarom belangrijk dat duidelijk is dat ook de sterke eurolanden, zolang zij daartoe in staat zijn, een groot deel van de aan steunoperaties verbonden risico's dragen. Vermeden moet worden dat het beeld ontstaat dat externe financiers voor de reddingskosten opdraaien.

Daarbij is de omvang van het fonds cruciaal voor de geloofwaardigheid. Die moet voldoende groot zijn om landen als Italië en Spanje te beschermen tegen te hoge rentestanden, waardoor ook een positief signaal richting financiële markten ontstaat.

Tevens is de looptijd van door het SPV uitgegeven schuldtitels van belang. Als dit kortlopend schuldpapier is, wordt de geloofwaardigheid van de constructie mede bepaald door de bereidheid van EMU-landen om de SPV te steunen als deze leningen aflopen en externe financiers op dat moment niet opnieuw willen investeren in het EFSF (*doorrol-risico*). Zij zouden dan de rol van *lender of last resort* voor de SPV moeten vervullen.

De rente die externe investeerders eisen op hun beleggingen hangt naast de leverage van de SPV ook af van andere factoren, zoals de bereidheid van lidstaten om extra eigen vermogen te verstrekken als het EFSF verliezen leidt en de vraag of het EFSF erin slaagt goed beleid af te dwingen bij de debiteuren. Voor bilaterale crediteuren zullen ook politieke overwegingen een rol kunnen spelen.

3.2 Verzekeringsmodel

In dit model wordt gepoogd de aankoop van obligaties van 'probleemlanden' aantrekkelijker te maken doordat het EFSF garant staat voor een van te voren afgebakend eerste percentage van het verlies per instrument, mocht een land niet volledig aan zijn verplichtingen kunnen voldoen. Kopers van deze staatsobligaties krijgen de mogelijkheid om van het EFSF een kredietverzekering te kopen (te vergelijken met een Credit Default Swap). De verzekering kan los doorverkocht worden, maar geeft alleen recht op uitbetaling als de eigenaar ervan ook in het bezit is van de corresponderende hoeveelheid overheidsleningen. De verzekering wordt verstrekt door een *special purpose vehicle* en betaalt uit op het moment dat een land in gebreke blijft, een zogeheten *credit event*. Hoewel de precieze juridische definitie hiervan nog niet is uitgewerkt, gaat het om zaken als een gemiste rentebetaling of aflossing op de verzekerde staatsobligaties. Het verschil met de huidige werking van het EFSF is dat in het verzekeringsmodel beleggers

[10] Financieel Dagblad, 11 november 2011, pagina 1.
[11] Het plaatsen van de meest recente tranche EFSF obligaties ging moeizaam, werd twee keer uitgesteld en het EFSF moest uiteindelijk een aanzienlijke spread betalen. Dat betekent dat investeerders die eerdere tranches EFSF obligaties hebben gekocht, nu een boekverlies hebben geleden. Dat zal het niet gemakkelijker maken om in het SPV-model geld op te halen.

(marktpartijen, bilaterale crediteuren) direct lenen aan 'probleemlanden', in plaats van via het EFSF. Het EFSF faciliteert die kredietverlening met de garantie, zie ook figuur 3.

In het kader van het verzekeringsmodel wordt vaak het garantiepercentage van 20% genoemd (EFSF 2011). Om op effectieve wijze overheidsschulden te kunnen verzekeren is het waarschijnlijk noodzakelijk dat dit deel van het EFSF de AAA-rating behoudt wat betekent dat net als in de huidige opzet een 'overgarantie' nodig is (of: alleen rekening wordt gehouden met de AAA garanties). Gegeven de bestaande toezeggingen van 104,8 mld euro, blijft genoeg garantievermogen over om bijna 1700 mld euro aan additionele staatsschuld te verzekeren. Als de bestaande (maar nog niet uitgekeerde) toezeggingen via een SPV met leverage (van 5 maal het garantiekapitaal) worden gefinancierd, dan is het beschikbare bedrag voor verzekering hoger, namelijk genoeg om ruim 2000 mld euro aan schuld te verzekeren.

Een verzekeringsmodel vergroot het risico voor garantielanden ten opzichte van de huidige opzet, maar beperkt het risico voor garantielanden ten opzichte van een SPV-model, doordat bij het in gebreke blijven van een land op uitgegeven staatsobligaties, *per instrument* maximaal het verzekeringspercentage voor rekening van het EFSF komt. Mocht de afschrijving op een specifieke staatsobligatie groter zijn, dan is dat deel voor rekening van investeerders. Het verschil met het SPV-model is dat daar beleggers pas worden aangesproken als het totale garantiekapitaal is uitgeput, bij het verzekeringsmodel leiden beleggers al verlies als op een specifiek instrument de schade meer dan (in het voorbeeld) 20% bedraagt (maar zie voetnoot 8). Dit behoud van risico voor investeerders is tegelijkertijd een kracht en een zwakte van het model. Het is een kracht, omdat beleggers (en daarmee 'de markt') zelf direct lenen aan verschillende probleemlanden en daarom een prikkel houden om te differentiëren tussen landen die goed beleid voeren en die slecht beleid voeren. Bij het SPV-model heeft een belegger een claim op het EFSF, in het verzekeringsmodel is dat een claim op Ierland, Portugal of een ander land dat gebruik maakt van de steun én voor het garantiedeel ook op het EFSF.

Het behoud van risico bij beleggers is ook een nadeel. Doel van het EFSF is, zeker in deze opzet, om markten weer vlot te trekken op het moment dat investeerders zeer huiverig zijn om staatsobligaties uit een bepaald land aan te kopen. Mocht een land, net als Griekenland, een deel van haar schuld moeten afschrijven, dan ligt het veel meer in de rede dat dit afslagpercentage rond de 50% ligt dan dat het in de buurt van de 20% uitkomt.[12] Tegen deze achtergrond, kan een verzekeringspercentage van 20% te laag blijken om het animo van investeerders te herstellen op het moment dat een land in financieringsproblemen komt. Verhoging van dit percentage tot 50% zou de maximale omvang van de gegarandeerde leningen verlagen tot ruim 800 mld euro (uitgaande van financiering van huidige verplichtingen met SPV)) en zo de slagkracht van het EFSF beperken.

Een reden dat een verzekeringsmodel mogelijk niet effectief blijkt, is het gedaalde vertrouwen van marktpartijen in dergelijk kredietverzekeringen (zoals CDSen), nadat Eurolanden de schuldafslag van Griekenland op zo'n manier wilde vormgeven dat geen sprake is van een *credit event*, maar van een zogenoemde vrijwillige afslag. Als dit inderdaad de wijze wordt waarop marktpartijen hun Griekse gaan afschrijven, dan zullen bestaande CDS-contracten niet uitbetalen. Banken die dachten zich te hebben ingedekt tegen een Griekse default krijgen dan niet uitbetaald. Tegen deze achtergrond is het niet verbazingwekkend als Europese kredietgaranties niet met open armen worden ontvangen. Als een volgende schuldafslag wederom vrijwillig moet, of met een andere creatieve constructie wordt opgelost, dan is het de vraag of deze kredietverzekeringen wel uitbetalen. Het is de vraag of dit probleem kan worden opgelost bij de exacte uitwerking van het verzekeringsmodel.

[12] Als een land weer solvabel kan worden door 'slechts' 20% of minder van de schuld af te schrijven, moet het ook mogelijk zijn om op andere manieren de overheidsfinanciën weer op orde te krijgen.

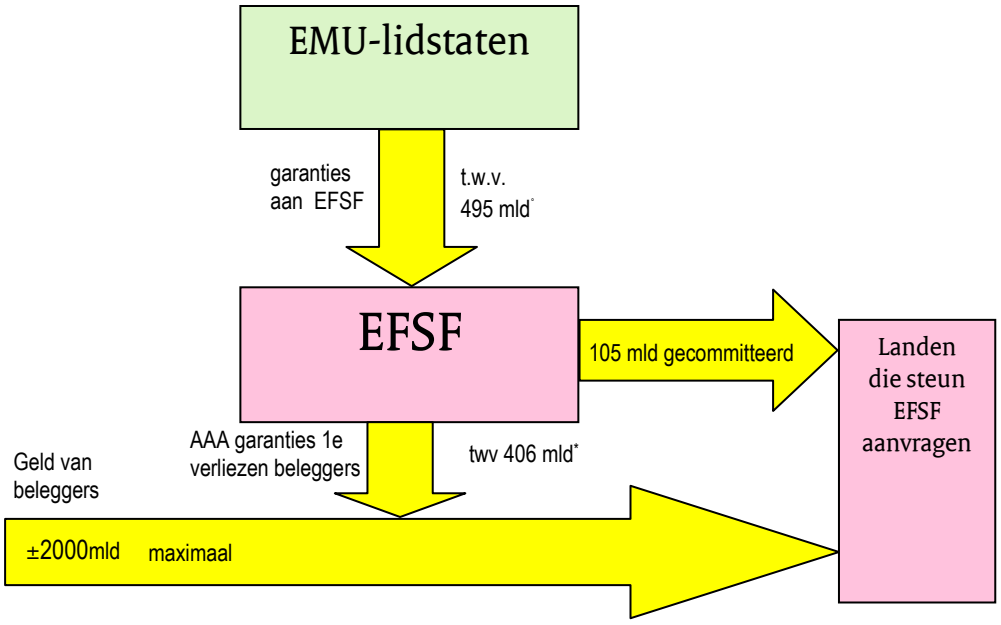
Een beperking aan het verzekeringsmodel is ook dat deze maatregel niet eenvoudig kan worden teruggedraaid wanneer marktomstandigheden verbeteren of wanneer de maatregel ineffectief blijkt.[13] De uitgegeven garanties zullen namelijk dezelfde looptijd hebben als de nieuw uitgegeven staatsobligaties, dat is minimaal enkele jaren.

Positief is dat uitgifte van verzekeringen geen extra tussenstap vereist. Daadwerkelijke uitbetaling is immers pas aan de orde wanneer daadwerkelijk sprake is van een credit event. Deze maatregel kan dus direct geëffectueerd worden als een land daarom vraagt. Het EFSF heeft, anders gezegd, niet te maken met een liquiditeitsrisico. Debiteurlanden echter wel, zij moeten nog steeds hun obligaties zien te verkopen (met garantie van het EFSF).

Wanneer verzekeringen worden uitgegeven door het EFSF kunnen marktpartijen daar een premie voor betalen. Deze kan gebruikt worden om een garantiepot op te bouwen waaruit toekomstige uitbetalingen op deze garanties gedeeltelijk gefinancierd worden. De hoogte van de premie zal echter lager dan een marktconforme risicopremie. Op het moment dat beide gelijk zijn, is immers geen sprake meer van steun door het EFSF (en is het EFSF overbodig omdat het niets toevoegt aan de verzekeringen die te koop zijn op de markt).

De hoogte van de verzekeringspremie die marktpartijen betalen hangt samen met de rente die zij eisen op staatsobligaties van het land in financieringsproblemen. Naarmate deze premie lager is, zullen zij ook een lagere rente eisen. Voor hen telt immers de netto rente-inkomsten die ontstaat als van de ontvangen rente de verzekeringspremie wordt afgetrokken. In de praktijk zal de verzekeringspremie dan ook vooral afhangen van de rente die een land dat bij het EFSF aanklopt redelijkerwijs kan betalen.

Figuur 3, een verzekeringsmodel



°Waarvan 440 mld euro AAA en waarvan 16 mld euro al vastligt. * Bij deze bedragen is aangenomen dat de reeds bestaande maar nog niet uitgekeerde toezeggingen worden gefinancierd via een SPV met een hefboom van 5.

[13] Dit kan alleen door te proberen de verzekeringen terug te kopen, maar deze markt zal mogelijk minder liquide zijn en zeker als duidelijk is dat het EFSF tot doel heeft alle verzekeringen terug te kopen zullen prijzen snel stijgen. Bij het SPV-model kan een directe lening aan een hulpbehoevend land direct worden teruggestort zodra de storm geweken is, of kan de uitkering van een nieuwe tranche worden tegengehouden als het hulpbehoevende land zich niet aan de afspraken houdt.

In de motie Sap worden nog twee opties genoemd:

3.3 Bankmodel

Omdat het bankmodel niet wordt voorgesteld door de Eurogroep of uitgewerkt in EFSF documentatie, is er geen 'formele' variant waar we onze analyse op kunnen baseren.[14] We beschrijven daarom hier een CPB interpretatie van een gestileerd bankmodel. Kern van dit model is dat het EFSF een bankvergunning krijgt, waardoor het onder andere toegang krijgt tot kredietfaciliteiten van de ECB. Zoals blijkt uit figuur 4 is dit het belangrijkste verschil tussen het SPV-model en het bankmodel. Ook zou het EFSF in theorie deposito's kunnen aantrekken, al lijkt ons dat niet waarschijnlijk. Voor het gemak hebben we in de figuur aangenomen dat de garanties van de lidstaten door de Luxemburgse bankentoezichthouder worden geaccepteerd als 'kapitaal' voor de EFSF-bank. Als dat niet het geval is, moeten de lidstaten hun garanties omzetten in 'echt geld' dat in het EFSF wordt geïnvesteerd.

Een bankmodel verschilt van een SPV-model doordat het toegang heeft tot de ECB wanneer het in liquiditeitsproblemen zou komen. In vergelijking met het SPV-model is het daarmee minder risicovol om naast uitgifte van obligaties ook geld kort aan te kunnen trekken in de markt. Dit maakt een grotere hefboom beter haalbaar. Volgens het Baselse toezichtsraamwerk moeten banken kapitaalbuffer aanhouden van minimaal 8% met daarboven 2,5% aan additionele buffer om verliezen te kunnen opvangen. Dit beperkt de hefboom ten opzichte van activa met een 100% risicoweging op circa 9,5. Het ligt immers in de reden om schuld aangekocht van landen in financieringsproblemen een volledige risicoweging toe te kennen, ook al geldt momenteel voor overheidsschuld van industrielanden een veel lagere weging. De maximale capaciteit van een bank ontstaat als alle garanties (478,5 mld euro als wederom Italië, Spanje en de programmalanden niet worden meegeteld en de al vastliggende garanties a 16 mld euro worden afgetrokken) worden ingebracht en in financiële markten wordt geleend tot een hefboom van 9,5 ontstaat. De maximale capaciteit is dan 4545,8 mld euro. Ook dit lijkt een (grove) overschatting van de capaciteit die in de praktijk en onder de huidige omstandigheden maximaal haalbaar is. Op zich is een hefboom van 9,5 voor een 'gewone' bank niet uitzonderlijk - maar het EFSF is geen gewone bank omdat het alleen maar leent aan landen die niet meer op de markt terechtkunnen. Het is gegeven de huidige marktomstandigheden zeer de vraag of het de EFSF-bank daadwerkelijk zou lukken om hele grote bedragen aan financiering uit de markt te halen. Duidelijk is wel dat een bank, vanwege de toegang tot de noodfinanciering van de ECB, een grotere hefboom aankan van een SPV.

De rente die probleemlanden moeten betalen aan het EFSF hangt in het bankmodel net als in het SPV model af van de rente die de EFSF-bank moet betalen op aangetrokken geld. Wanneer de EFSF-bank geld tegen een korte looptijd en daarmee samenhangende lagere rente aantrekt, zouden de rentekosten voor probleemlanden ook lager kunnen zijn.[15] Een bank is hier beter toe in staat dan een SPV, vanwege de liquiditeitsachtervang van de ECB.

Doordat de EFSF-bank in principe onder alle omstandigheden direct over liquiditeit kan beschikken (met de ECB als *lender of last resort* voor de bank), kan het EFSF ook zelf effectief als *lender of last resort* optreden op een moment dat markten in paniek of op slot zijn. De aanwezigheid van een lender of last resort voorkomt het onstaan van een zelfbevestigende 'bankrun' op het EFSF en/of de debiteurlanden (zie Diamond en Dybvig, 1984, Rogoff 1999 en Teulings e.a., 2011, voor een beschrijving van bankruns bij banken en bij landen).

Een grotere hefboom leidt in principe tot grotere risico's voor de kapitaalverstrekkers. Met dezelfde hoeveelheid garanties kan meer risico worden genomen, waardoor de kans dat de garanties worden

[14] Naar verluidt is het wel de officiële Franse lijn. Zie bijvoorbeeld: http://www.reuters.com/article/2011/11/16/eurozone-france-efsf-idUSP6E7LO00L20111116

[15] In theorie zou het huidige EFSF of de SPV-variant dat ook kunnen. Vooralsnog doet het EFSF dat echter niet en in het huidige klimaat lijkt een dergelijke maturity-mismatch gevaarlijk als er geen lender of last resort is die in noodgevallen kan bijspringen.

aangesproken, toeneemt. De totale *directe* potentiële kosten voor Nederland en andere garantieverstrekkende landen zijn gelijk aan die in het SPV-model, namelijk maximaal het totale garantiebedrag. De toegang tot ECB faciliteiten voorkomt echter dat het EFSF zelf in acute liquiditeitsproblemen kan komen (die zouden kunnen ontstaan als er bijvoorbeeld een maturity mismatch zou zijn tussen aangetrokken gelden en uitgegeven kredieten van het EFSF) en leidt zo tot een verlaging van de totale acute risico's ten opzichte van de SPV-variant.

Het is in dit bankmodel mogelijk om de solvabiliteitsrisico's vrijwel volledig bij de garantielanden neer te leggen. De ECB verstrekt sinds haar oprichting alleen kredieten aan banken op basis van voldoende onderpand. Dit voorkomt dat verliezen bij de ECB terecht komen. Hiertoe waardeert de ECB dagelijks het beschikbaar gestelde onderpand tegen marktwaarde en bouwt het een extra veiligheidbuffer in door een risicoafslag (haircut) toe te passen op dit onderpand (zie ECB 2011). Eenzelfde regime zou kunnen gelden voor de EFSF-bank. Dit impliceert dat wanneer deze bank liquiditeitssteun van de ECB nodig heeft, de EFSF-leningen aan landen in financieringsproblemen als onderpand bij de ECB worden gedeponeerd. Om te voorkomen dat de ECB hierop verliezen leidt, zou het EFSF bovendien de garantie kunnen afgeven dat zij verliezen op deze leningen zullen goedmaken. Mogelijk kan een deel van de garanties van sterke EMU landen worden geëffectueerd om als *cash collateral* te dienen. Door dergelijke veiligheidmarges in te bouwen, wordt het kredietrisico dat bij de ECB komt te liggen minimaal. Deze extra zekerheid voor de ECB beperkt echter wel de maximale capaciteit van het bankmodel. Een deel van het garantiekapitaal van het EFSF zal immers gereserveerd moeten worden om risico's voor de ECB weg te nemen. Als 25% van de EMU-garanties hiervoor wordt gereserveerd, dan daalt de maximale geleveragede capaciteit van dit model tot circa 3400 mld euro.

Wanneer de ECB geen kredietrisico draagt, maar slechts opereert als liquiditeitsverschaffer wanneer de Europese geldmarkt op slot zit, is dit zelfs volgens een stringente definitie niet aan te merken als monetaire financiering. Een radicale vorm van monetaire financiering ontstaat wanneer de ECB geld bijdrukt om daarmee overheidsschulden af te betalen. In de hier beschreven opzet is dat niet het geval, want de hulp is afkomstig van EMU-landen, zij nemen immers het kredietrisico op zich. Ook treedt geen blijvende balansverlenging op als de ECB slechts tijdelijk liquiditeit verstrekt en ontstaat dus geen inflatierisico.

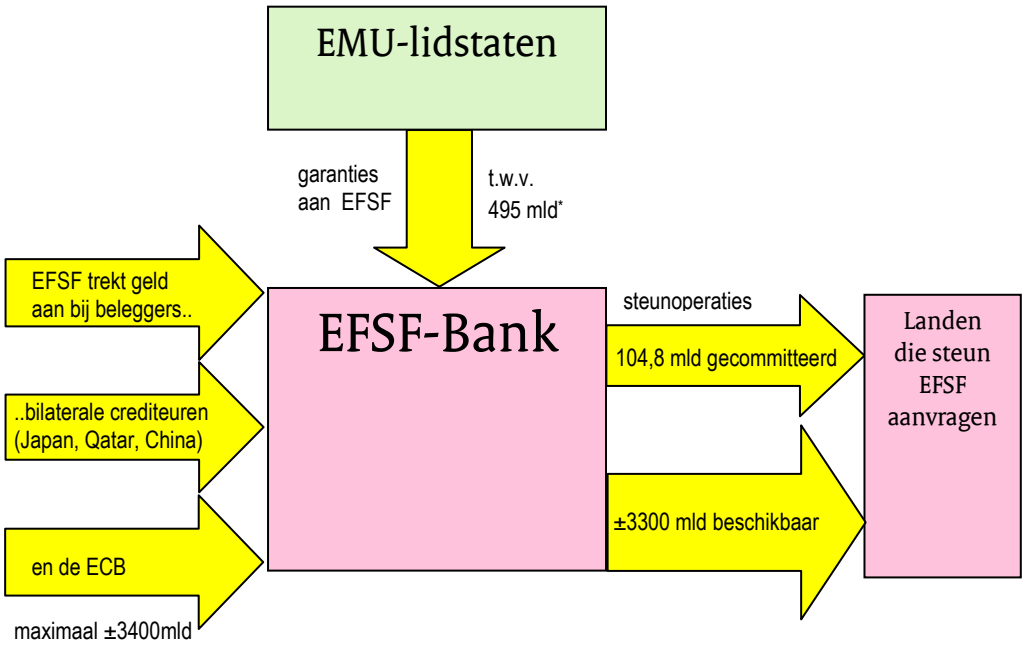
Er zijn ook varianten van een bankmodel mogelijk waarbij de ECB minder goed is afgeschermd van solvabiliteitsrisico's. Dit is bijvoorbeeld het geval wanneer de EFSF-leningen die bij de ECB als onderpand worden aangeboden niet zijn voorzien van een garantie door de sterke EMU-overheden (dat is het geval wanneer gebruik wordt gemaakt van leverage). Hierdoor kunnen verliezen bij de ECB terecht komen. Het neerleggen van risico's bij de ECB is niet gratis, ECB-geld is geen gratis geld. Als de ECB solvabiliteitsrisico's op zich neemt, zijn die in ultimo ook voor rekening van de aandeelhouders van de ECB en dat zijn (via de nationale centrale banken) de lidstaten, aangezien die via de winst- en verliesrekening van de ECB meedelen in winsten en verliezen op de portefeuille van de ECB. In dit geval is een ander bezwaar tegen het bankmodel dat betrokkenheid van de ECB kan leiden tot omzeiling van democratische legitimatie. De regering neemt dan immers geen expliciet besluit over de verliezen die het bereid is te nemen, maar wordt via het uithollen van het kapitaal van de ECB daar op een later moment wel mee geconfronteerd.

Indien het de EFSF-bank niet lukt om structurele financiering uit de markt te halen en de de ECB daardoor in de positie terechtkomt dat het langdurig financiering verstrekt aan het EFSF, wordt het EFSF de-facto een doorgeefluik voor financiering van de ECB aan probleemlanden. In dat geval wordt in elk geval de democratische besluitvorming over begrotingssteun omzeild en worden risico's voor garantstellende overheden verdoezeld door ze op de balans van de ECB te parkeren. Mogelijk is ook sprake van inflatieverhogende monetaire financiering, dat is afhankelijk van de manier waarop de ECB dergelijke transacties zou verwerken. Indien de kredietverlening niet wordt gesteriliseerd en dus leidt tot balansverlenging, is er in theorie een inflatieverhogend effect. Bij een leverage van 9,5 is deze potentiële monetaire financiering evenwel begrensd op 8,5 maal het ingelegde kapitaal, bij het volledig waardeloos

worden van de vorderingen van het EFSF op steunlanden.[16] Daarnaast geldt dat onconditionele liquiditeitssteun kan leiden tot moral hazard waardoor het geven van liquiditeitssteun tot een verslechterende gezondheid leidt van landen die deze steun ontvangen.

Aangezien het bankenmodel niet wordt geopperd door de Eurogroep, is er (tot op heden) blijkbaar geen politieke steun voor deze optie. Daarbij gaat de politiek niet over wat de ECB doet. Een ander zwak punt van deze optie is dat het de medewerking van de ECB vereist en dat het momenteel zeer twijfelachtig is of de ECB hiertoe bereid is. Op de manier waarop dat door de ECB directie wordt geïnterpreteerd staat financiering van een bank opgericht om staatsobligaties van probleemlanden op te kopen op gespannen voet met het huidige mandaat van de ECB. Dit neemt niet weg dat er ook goede economische redenen zijn dat een centrale bank in crisissituaties zijn steun geeft aan markten waar de liquiditeit opdroogt, inclusief de markt voor staatsobligaties (zie bijvoorbeeld Teulings e.a. 2011, hoofdstuk 4). Zolang het om liquiditeitssteun gaat en niet om het permanent op zich nemen van overheidsschulden, is ook het inflatierisico beperkt. Om alle juridische onzekerheid weg te nemen zal deze taak eerst duidelijker verankerd moeten worden binnen het mandaat van de ECB. Haar huidige rol als hoeder van de financiële stabiliteit in het eurogebied biedt hiertoe wel een aangrijpingspunt.

Figuur 4, het bankmodel



*Waarvan 16 mld al vastligt.

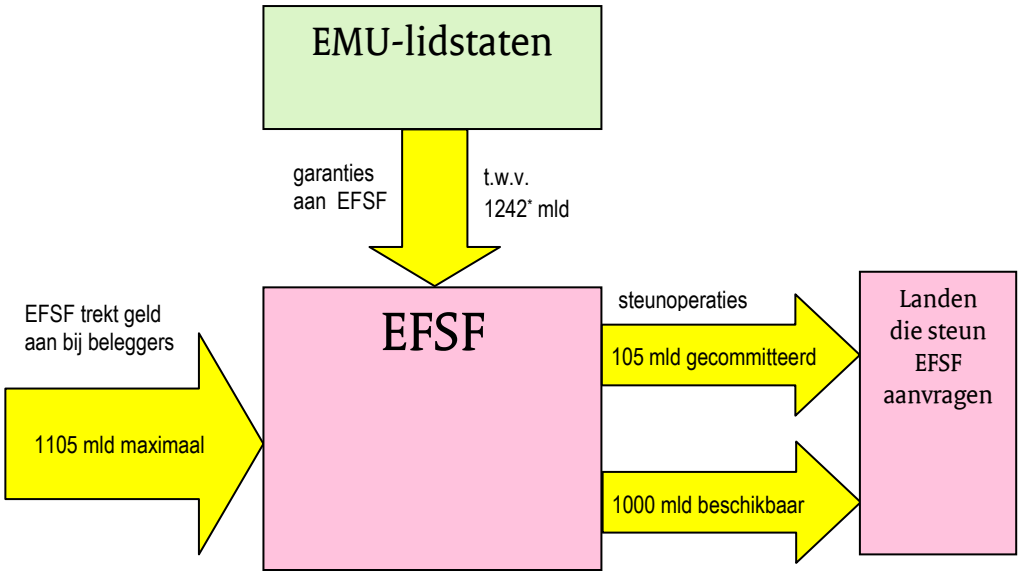
[16] Sommige hardliners stellen dat alle transacties waarmee een centrale bank de rentekosten voor de overheid drukt gelden als schadelijke monetaire financiering. In die definitie kan het huidige opkoopprogramma ook al als monetaire financiering worden gezien. De hardliners verwijzen bijvoorbeeld naar artikel 124 van het EU-Verdrag, dat stelt: "Niet op overwegingen van bedrijfseconomisch toezicht gebaseerde maatregelen waardoor instellingen,organen of instanties van de Unie, centrale overheden, regionale, lokale of andere overheden, andere publiekrechtelijke lichamen of openbare bedrijven van de lidstaten een bevoorrechte toegang tot de financiële instellingen krijgen, zijn verboden."

3.4 Garantiemodel

De slagkracht van het EFSF kan ook worden vergroot door een verhoging van de huidige garanties van EMU landen zónder dat hierop via een hefboomconstructie extra middelen van externe investeerders worden aangetrokken, zie ook figuur 5. Dit is het huidige model zoals beschreven in paragraaf 2, alleen dan met hogere garanties. Voordeel ten opzichte van het huidige model is dat het EFSF in elk geval op papier een grotere slagkracht krijgt. Potentieel probleem is dat wanneer de Eurolanden voor grotere bedragen garant moeten staan, dat bij de markt tot zorgen over hun eigen kredietwaardigheid kan leiden.[17] Een vergroting van de effectieve resterende slagkracht tot zo'n 1000 mld euro zou meer dan een verdubbeling van de huidige garanties vergen (een factor 2,5, om precies te zijn). Voor Nederland komt dit neer op het beschikbaar stellen van garanties van circa 110 mld euro (of bijna 20% bbp) ten behoeve van de hoofdsom van EFSF obligaties.

Een sterk punt van het garantiemodel is dat EMU-lidstaten zelf volledig aan de lat staan voor verliezen van het EFSF. Dit signaleert een sterke commitment en zorgt voor een zo sterk mogelijke prikkel om te zorgen dat het EFSF zijn geld terugkrijgt, onder andere via effectieve conditionaliteit. Een zwakte van het garantiemodel is dat (net als bij het SPV-model) het EFSF voor het kunnen verstrekken van krediet afhankelijk blijft van de bereidheid van de markt om op kritische momenten het fonds van financiering te voorzien. Het liquiditeitsrisco voor het EFSF wordt in het garantiemodel dus niet opgelost. Hierin verschilt het garantiemodel van het bankmodel, waarin de ECB liquiditeit kan verstrekken. Dat zou veranderen als de lidstaten in plaats van garanties direct krediet ter beschikking stellen, of als dit model wordt gecombineerd met het bankmodel. Dan zou bijvoorbeeld een niet-geleveragede variant van het bankmodel kunnen ontstaan, waar de ECB het liquiditeitsrisico op zich neemt. In dat geval is de slagkracht gelijk aan die in het 'gewone' garantiemodel, zoals weergegeven in figuur 5. Dit soort varianten wordt overigens niet genoemd in de motie Sap.

Figuur 5, uitbreiding van het garantiemodel



*waarvan 1105 AAA en waarvan 16 mld al vastligt.

[17] Dit geldt mogelijk ook bij de andere opties waarin als gevolg van de hefboom het risico voor garantielanden toeneemt. In die andere opties is het totale potentiële verlies voor de garantielanden echter gemaximeerd volgens de sleutel zoals weergegeven in tabel 1. In het garantiemodel neemt het totale potentiële verlies toe.

De maximale capaciteit kan in het garantiemodel alleen worden vergroot als landen meer garanties toezeggen. Er van uitgaande dat de kredietwaardigheid van de landen die garant staan niet verslechtert, kan in de AAA-rating behouden blijven als niet meer krediet wordt aangetrokken dan de omvang van de beschikbare AAA garanties.

4 Oplossing onderliggende problemen

Voor de effectiviteit van het EFSF is het belangrijk dat aan het verlenen van steun aan probleemlanden adequate condities voor beleid vastgelegd in een Memorandum of Understanding kunnen worden gekoppeld, zodat landen op een structurele manier hun overheidsfinanciën en economieën verbeteren. De manier waarop dit gebeurt, is op zich niet afhankelijk van het gekozen financieringsmodel, het gaat om de juiste voorwaarden bij steunverlening, die van geval tot geval adequaat bepaald worden zoals conform de praktijk van het IMF. Hierbij is bovendien het regulier monitoren van de beleidscondities van belang zoals dat gebeurt door missies van het IMF, de Europese Centrale Bank en de Europese Commissie. Zonder juiste condities en structurele verbetering is het moeilijk om marktvertrouwen te herstellen en voor landen om terug te keren naar zelfstandige financiering op obligatiemarkten. Aangezien het stellen van eisen (aan bijvoorbeeld het begrotingsbeleid) in praktijk vaak ten dele een politieke kwestie is, is de kans groter op een goede afloop als de Europese politici direct worden geconfronteerd met eventuele verliezen bij wanbeleid. Een effectieve oplossing legt de prikkels voor monitoring bij landen als Nederland en Duitsland. Omdat ECB-financiering door nationale politici (ten onrechte) kan worden gezien als ‘gratis geld’, is bij het bankmodel de kans groter dat de EU-leiders geneigd zijn tot grote, onconditionele kredietverlening. In de andere modellen kunnen condities via het EFSF gewaarborgd worden.

Het IMF heeft een lange ervaring met het opleggen van condities, gericht op versterking van de economie in landen die geen toegang meer hebben tot de internationale kapitaalmarkt. Om effectieve condities voor EFSF-financiering op te leggen zou het EFSF de huidige samenwerking met het IMF ook in de toekomst kunnen voortzetten. Zo kan het EFSF niet alleen profiteren van de economische kennis van het IMF, maar kan het IMF in tandem met het EFSF optreden als onafhankelijke beoordelaar van de hervormingsprestaties van landen. Dit is niet afhankelijk van de precieze financieringsmodaliteiten van het EFSF en kan bij alle genoemde opties.

5 Budgettair beslag NL

In alle vormen verstrekt Nederland in eerste instantie alleen garanties, geen kapitaal. In het bankmodel is dit afhankelijk van de wijze waarop de toezichthouder omgaat met garanties. Als garanties niet als kapitaal gezien worden moet bij het bankmodel kapitaal ingelegd worden. Garanties belasten volgens de regels van Eurostat het EMU-saldo vooralsnog niet en indien een beschikbaarheidsstellingsvergoeding wordt betaald door het EFSF aan de verstrekkers van de garanties, is dat volgens de Europese boekhoudregels zelfs saldoverbeterend. Dat zou echter geen overweging moeten zijn, aangezien de risico’s voor de Nederlandse belastingbetaler tegelijkertijd navenant toenemen (om diezelfde reden zouden eventuele opbrengsten ook niet onder het uitgavenkader vallen, conform de huidige begrotingsregel 24). Wanneer het EFSF verliezen leidt en de garanties worden aangesproken, belast dat uiteraard wel de overheidsfinanciën. Zie de vorige paragraaf voor de risico’s bij de verschillende modellen. Eurostat heeft geoordeeld dat indien het EFSF krediet verleent, de lidstaten dit deel bij hun bruto EMU-schuld moeten optellen. Bij de keuze tussen het SPV-model, het verzekeringmodel en het bankmodel zouden de eventuele budgettaire consequenties geen rol moeten spelen. Indien de Nederlandse garanties worden verhoogd (zoals in het garantiemodel) neemt de potentiële directe schade voor de overheidsfinanciën toe. Dan nog geldt dat niet alleen gekeken moet

worden naar het budgettaire beslag van de opties, maar ook naar de mogelijke effectiviteit in het bedwingen van een financiële crisis met mogelijk veel grotere schade voor de overheidsfinanciën.

6 Beoordeling

Een noodfonds kan alleen helpen de financiële markten te kalmeren als het geloofwaardig is. De geloofwaardigheid hangt vooral af van het commitment van de (leiders van) de EMU-lidstaten. Zijn zij bereid 'to do whatever it takes' om landen met liquiditeitsproblemen te hulp te schieten?

Een groter noodfonds zou moeten helpen bij het bestrijden van acute liquiditeitsproblemen ('*lender of last resort*'). In dat geval is het niet praktisch als het EFSF zelf in grote mate afhankelijk is van de markt voor het ophalen van financiering. Noch vanwege praktische redenen, noch omdat het beroep op de markt weinig commitment uitstraalt: waarom zou de markt wel lenen, als de EMU-landen niet een aanzienlijk deel willen financieren? Van de vier in de motie Sap genoemde varianten is alleen in de bank-variant de directe beschikbaarheid van liquiditeit gegarandeerd, doordat in noodgevallen een beroep kan worden gedaan op faciliteiten van de ECB.

Het nadeel van zowel het SPV als het verzekeringsmodel is dat het staartrisico bij beleggers wordt neergelegd. Nog los van de vraag of beleggers dit risico in de huidige omstandigheden wel willen accepteren, ondergraaft dit de geloofwaardigheid van het commitment van de EMU-lidstaten. Bovendien hebben de EMU-lidstaten de meeste mogelijkheden om terugbetaling door de landen die een beroep doen op steun uit het EFSF af te dwingen. Door het staartrisico bij de overige EMU-lidstaten te leggen, hebben zij een maximale prikkel om terugbetaling af te dwingen. Alleen al daardoor leidt dat tot lagere rentetarieven.

Een nadeel van het Bank-model is dat ECB-financiering ten onrechte kan worden gezien als 'gratis geld', waardoor de prikkel om goed beleid af te dwingen en te implementeren minder sterk wordt. De prikkels om goed beleid af te dwingen zijn juist het sterkst in het garantiemodel, omdat de garantstaande landen dan één-op-één worden geconfronteerd met eventuele verliezen van het EFSF. Een alternatieve variant is een waarbij het garantiemodel wordt gecombineerd met het bankmodel (maar dan zonder leverage). Dit alternatief heeft als voordeel ten opzichte van de geleveragede Bank-variant dat de prikkel voor Europese leiders om goed beleid af te dwingen sterker is (en daarmee de commitment van probleemlanden). Ze voelen eventuele verliezen dan direct in de eigen overheidsfinanciën. Het voordeel ten opzichte van de overige varianten is dat de ECB-betrokkenheid ervoor zorgt dat het EFSF niet blootstaat aan liquiditeitsrisico's. Deze optie ligt echter niet op tafel.

Literatuur

Buiter, W. en E. Rahbari, oktober 2011, Can sovereign insurance by the EFSF be the 'Big Bazooka' that saves the euro?, Global Views, Citi Bank.

Diamond, D. en P. Dybvig, 1983, Bank runs, deposit insurance, and liquidity, *Journal of Political Economy*, 91(3): 401-419.

ECB, september 2011, "Guideline of the European Central Bank o*f 20 September 2011on monetary policy instruments and procedures of the Euro*system (Recast) (ECB/2011/14), http://www.ecb.int/ecb/legal/pdf/en_ecb_2011_14_f_sign.pdf

Euro Summit Statement 26 october 2011, http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ec/125644.pdf

European Financial Stability Facility, november 2011, Frequently asked questions http://www.efsf.europa.eu/attachments/faq_en.pdf

Rogoff, K., 1999, International institutions for reducing global financial instability, Journal of Economic Perspectives, Vol 13, No 4, p.21-42.

Teulings C.N., e.a., 2011, Europa in crisis. Balans.

Dit is een uitgave van:

Centraal Planbureau
Van Stolkweg 14
Postbus 80510 | 2508 GM Den Haag
T (070) 3383 380

info@cpb.nl | www.cpb.nl

November 2011