

Vereisten voor het Europese noodfonds

Om de schuldencrisis tot een goed einde te brengen is een effectief noodfonds, als sluitstuk van een veelomvattend stappenplan, essentieel. Hierbij is behalve de hoogte, ook de inrichting van het noodfonds van belang, met stevige conditionaliteit. Om op mondiaal niveau de besmettingsrisico's het hoofd te bieden, is de recent aangekondigde ophoging van IMF-middelen een belangrijke stap.

JAN WILLEM VAN DEN END

Econoom bij De Nederlandsche Bank

JON FROST

Econoom bij De Nederlandsche Bank

In oktober 2011 is een Europees stappenplan opgesteld in antwoord op de schuldencrisis. Hierin staan structurele hervormingen in eurolanden ter bevordering van economische groei, aanscherping van de Europese governance en versterking van de bankensector centraal. Het Europese noodfonds is het sluitstuk van het plan. Op 30 maart jongstleden is besloten het fonds verder te verhogen tot maximaal 800 miljard euro. Daarnaast staat de leencapaciteit van het IMF, waarvoor eurolanden ook extra middelen hebben toegezegd. Het totaal aan middelen vormt een 'beschermwal' die het vertrouwen op financiële markten moet ondersteunen dat kwetsbare landen aan hun financiële verplichtingen blijven voldoen.

Economisch bezien is deze beschermwal een soort verzekeringconstructie waarin risico's worden gepoold. Een land alleen heeft meestal te weinig slagkracht om speculatieve aanvallen op financiële markten te doorstaan. Ook kan een beschermwal het risico van grensoverschrijdende besmetting verkleinen. Dit risico treedt op indien problemen in een land via economische en financiële verbanden of via percepties in de markt ook andere landen besmetten. De beschermwal kan voorkomen dat liquiditeitsrisico's in eurolanden, in samenhang met de weggevallen vraag naar obligaties, uitgroeien tot een solvabiliteitsprobleem wanneer het marktvertrouwen

langdurig uitblijft. Naast een cross-sectionele dimensie kent de beschermwal een tijdsdimensie. Het geeft overheden tijd om ingrijpende structurele aanpassingen door te voeren, zonder dat een negatief procyclisch proces op gang wordt gebracht. De noodzaak van structurele hervormingen, saneringen in het bankwezen en verkleining van macro-economische onevenwichtigheden zijn breed erkend (Euro summit, 2011).

Voor een effectieve beschermwal is een goed ontwerp essentieel. Van belang is te onderkennen dat deze ook risico's en kosten met zich meebrengt, zoals beleidsverslapping doordat landen zich verzekerd weten door het noodfonds. Hierin moet de juiste balans worden gevonden tussen enerzijds het scheppen van ruimte voor aanpassingsbeleid en anderzijds het beperken van moreel gevaar door het bevorderen van discipline bij overheden en beleggers. Dit vereist dat de beschermwal voldoet aan een aantal voorwaarden. Daaraan kan het bestaande Europese noodfonds getoetst worden.

VOORWAARDEN

De eerste voorwaarde voor een effectieve beschermwal is dat deze voldoende groot is ten opzichte van de risico's die zich in extreme scenario's via diverse besmettingskanalen kunnen manifesteren. In de huidige crisis zijn hierbij grensoverschrijdende kapitaalstromen, hoge schulden en herfinancieringsbehoeften van banken en overheden de ingrediënten. Bij overheden en banken is een gevaarlijke wisselwerking ontstaan die de besmetting versterkt. Herkapitalisatie en garanties verstrekt aan banken hebben de overheidsfinanciën belast, en gestegen risicopremies op overheidsobligaties vormen een probleem voor banken met substantiële obligatieportefeuilles. Deze negatieve spiraal kan worden doorbroken door een noodfonds, dat als tussenschot kan fungeren tussen banken en overheidsfinanciën.

De optimale omvang van de beschermwal is lastig te bepalen, omdat behoeften van banken en overheden veranderen door de economische situatie, financiële ontwikkelingen en begrotingsplannen van overheden, terwijl marktverwachtingen ook een rol spelen. Bovendien zijn scenario's waarop de

omvang kan worden gebaseerd hoogst onzeker. Een belangrijke determinant hiervan is de financieringsbehoefte van overheden, zowel wat betreft herfinanciering van vervallende schulden als lopende begrotingstekorten. Daarnaast moet het noodfonds voldoende groot zijn om als achtervang te dienen voor de herkapitalisatie van banken in landen waar de overheid daar zelf geen capaciteit meer voor heeft. Uitgangspunt bij het bepalen van de omvang van het noodfonds zijn scenario's waarin overheden en banken geen toegang hebben tot markten. Deze scenario's hebben bij voorkeur een langere horizon. Herstel van de onderliggende fundamentals en daarmee van markttoegang kost immers tijd. Marktpartijen zelf gaan bij hun inschatting over de optimale hoogte van een beschermwal ook uit van dergelijke scenario's. Hoewel deze niet altijd realistisch zijn, is het van belang dat beleidsmakers de markten overtuigen dat de omvang van het Europese noodfonds toereikend is. Immers, een voldoende grote beschermwal kan duidelijk maken dat in geval van nood voldoende middelen beschikbaar zijn om landen te ontlasten, en om ze hierdoor tegen speculatieve aanvallen te beschermen. Dit verkleint de kans dat de middelen ook daadwerkelijk worden gebruikt – een effect dat bijvoorbeeld bij het Amerikaanse Troubled Asset Relief Program (TARP) zichtbaar was (Pannetta *et al.*, 2009). Wanneer het bijdraagt aan terugkeer van vertrouwen op financiële markten kunnen kwetsbare overheden en banken immers weer zelfstandig financiering aantrekken en maakt de beschermwal zichzelf overbodig.

Om dit positieve vliegwieleffect op gang te brengen moet de bescherming voldoende geloofwaardig zijn, wat als tweede voorwaarde eisen stelt aan de inrichting van de beschermwal. Een risico is dat in een extreem scenario het Europese noodfonds aan meerdere landen gelijktijdig steun moet verlenen. Dit risico kan de geloofwaardigheid ondergraven; immers, het is een illusie dat een noodfonds aan alle leden tegelijk zou kunnen lenen. Een stevige inrichting moet de risico's voor de garanderende landen beperken. Het risico wordt bepaald door de correlatie tussen de landen die garant staan en de landen die gegarandeerd worden. Als die correlatie in een extreem scenario zou stijgen, kan de capaciteit van de garanties ontoereikend worden. Dit zou bijvoorbeeld het geval zijn indien krediet-ratings van garant staande landen worden verlaagd en daarmee de financieringskosten van het Europese noodfonds stijgen, of indien garanderende landen zelf steun nodig hebben. De waarschijnlijkheid van een dergelijk scenario neemt af wanneer het steunfonds zelf de middelen heeft om eerste verliezen op te vangen.

De derde voorwaarde voor een effectieve beschermwal is dat er strikte condities aan worden verbonden. In essentie is het noodfonds immers een gemeenschappelijke Europese bijdrage om in kwetsbare landen structurele aanpassingen mogelijk te maken. De beschermwal vermindert de druk van de financiële markten en creëert zo ruimte om pijnlijke aanpassingen door te voeren op arbeid- en productmarkten. Die moeten schulden houdbaar maken, markttoegang herstellen, economische en financiële onevenwichtigheden reduceren en het groeipotentieel bevorderen. Strikte condities opgelegd aan landen achter de beschermwal moeten ervoor zorgen dat het aanpassingsbeleid geloofwaardig is en niet verslapt. Conditionaliteit geeft dus prikkels en vermindert het moreel gevaar bij de ontvangende landen. Het is een effectiever in-

strument om moreel gevaar te beperken dan de in rekening te brengen rente. Een hoge rente zou weliswaar landen prikkelen om snel van de financiering af te komen, maar zou ook extra druk zetten op de financieringscondities van landen.

De vierde en laatste voorwaarde is dat de centrale bank buiten het ontwerp van de beschermwal moet blijven. De uitgebreide liquiditeitsvoorziening door het Eurosysteem ondersteunt weliswaar het functioneren van banken en markten, maar biedt geen oplossing voor de onderliggende problemen. De verantwoordelijkheid voor de aanpak van schuldproblemen en kwetsbaarheden in de financiële sector ligt primair bij overheden. Ondersteuning door het Eurosysteem zou neerkomen op monetaire financiering, wat het Verdrag van Maastricht om goede redenen in de vorm van inflatierisico's en moreel gevaar expliciet heeft verboden. Bovendien past het niet in het mandaat van het Eurosysteem om overheden voorwaarden op te leggen voor beleidsaanpassingen.

VERGELIJKING MET BESTAANDE BESCHERMWAL

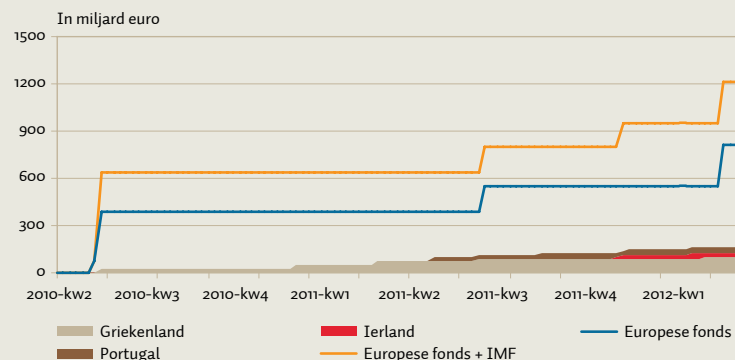
Gedurende de schulden crisis is de omvang van het Europese noodfonds opgehoogd. Na de eerste toezegging van 80 miljard euro aan bilaterale leningen voor Griekenland (mei 2010), hebben EU- en EMU-landen de European Financial Stability Facility (EFSF, 440 miljard euro) en het European Financial Stabilisation Mechanism (EFSM, 60 miljard euro) in het leven geroepen. Tegelijkertijd heeft het IMF destijds ook aangekondigd om een deel van de Europese programma's te cofinancieren tot een bedrag van 250 miljard euro. Deze maatregelen hebben vertrouwen gewekt, maar door de voortdurende onrust op financiële markten en verslechterende economische vooruitzichten bleken verdere stappen noodzakelijk. In juli 2011 is de effectieve vuurkracht van de EFSF met extra garanties versterkt. Ook is de EFSF flexibeler gemaakt om op verschillende behoeften in te kunnen spelen, bijvoorbeeld opkoop van overheidsschuld in de secundaire markt en herkapitalisatie van banken. In maart van dit jaar is besloten het European Stability Mechanism (ESM), dat oorspronkelijk in 2013 de EFSF zou vervangen, naar voren te halen, door het sneller te kapitaliseren en parallel te laten lopen aan huidige uitstaande leningen. De maximale capaciteit van het ESM wordt bereikt in 2014, na betaling van de opeenvolgende tranches van kapitaal in het ESM door lidstaten. In de tussentijd wordt de ongebruikte EFSF-capaciteit als achtervang gebruikt. Hierdoor neemt de capaciteit van het Europese noodfonds toe tot maximaal 800 miljard euro.

Daarboven komen nog de IMF-middelen voor cofinanciering van Europese programma's. Naast de in mei 2010 aangekondigde IMF-middelen van 250 miljard euro, hebben het IMF en de G-20 leden op 20 april jongstleden besloten om de middelen van de IMF General Resources Account tijdelijk te verhogen met ruim 430 miljard Amerikaanse dollar. Deze middelen zijn niet geoormerkt voor een specifieke regio, maar beschikbaar voor het gehele mondiale lidmaatschap van het IMF. De middelen geven het IMF echter extra vuurkracht om ook in samenwerking met het Europese noodfonds kwetsbare landen binnen en buiten Europa te beschermen.

De verhoging van de beschermwal moet het vertrouwen op financiële markten ondersteunen dat kwetsbare landen aan hun financiële verplichtingen blijven voldoen. De OESO (2012) heeft aangegeven dat hiervoor een noodfonds van

Beschermmwal¹ en uitstaande EU/IMF-steun²

FIGUUR 1



¹ Som van EFSF, EFSM, ESM en bilaterale leningen aan Griekenland, plus IMF-middelen.

² Inclusief uitstaande bedragen uit eerste Griekse programma, die niet door EFSF zijn gefinancierd.

minstens 1000 euro miljard nodig is. Na de recente aankondigingen is de beschermmwal, met de ophoging van IMF-middelen, groter dan dit bedrag (figuur 1). Van de totale middelen is op dit moment circa 390 miljard euro gecommiteerd en circa 160 miljard euro uitbetaald voor de lopende Griekse, Ierse en Portugese programma's.

De tweede voorwaarde, een stevige inrichting van de beschermmwal, wordt bevorderd doordat het ESM zelf middelen krijgt om eerste verliezen op te vangen door pre-funding ofwel ex ante inleg van kapitaal. Ook de mogelijkheid van cofinanciering door private beleggers verstevigt de beschermmwal. De EFSF heeft daarvoor twee opties ontwikkeld; een waarbij het fonds garanties afgeeft voor het eerste verlies op staatsobligaties die in de private markt worden geplaatst en een waarbij de EFSF samen met private beleggers participeert in investeringsfondsen.

Een verdere versteviging van de beschermmwal volgt uit de cofinanciering van een minder gecorreleerde partij, zoals het IMF. Zijn betrokkenheid ligt voor de hand omdat de Europese schuldencrisis tot mondiale besmettingseffecten leidt. Het IMF kan een katalyserende functie hebben op financieringsbijdragen van landen buiten het eurogebied. De beschermmwal is ook in hun belang. De landen zijn gebaat bij financiële stabiliteit in het eurogebied vanwege hun handels- en financiële banden met eurolanden. Tevens worden landen buiten Europa door het noodfonds beschermd voor besmettingseffecten, die door de grote verwevenheid van het financieel-economische systeem mondiaal kunnen optreden. Opkomende landen hebben last van de eurocrisis door lagere export en investeringen. Dat is voor deze landen aanleiding om ook bij te dragen aan de ophoging van de IMF-middelen.

Ook de potentiële IMF-bijdrage is echter gelimiteerd. Zo hanteert het IMF beperkingen per land om te grote kredietconcentratie te voorkomen, al is in de praktijk enige flexibiliteit mogelijk.

Alle programma's moeten door de Raad van Bevindvoerders worden goedgekeurd. Deze overwegingen zijn meegenomen in het uitgangspunt dat programma's voor eurolanden voor een deel uit IMF-middelen worden gefinancierd.

Bij toetsing van de derde voorwaarde, conditionaliteit, moet worden bedacht dat de beschermmwal is bedoeld als achtervang. De eerste verdedigingslinie bestaat namelijk uit maatregelen op nationaal niveau. Hierna komt de versterkte EMU-governance en handhaving van de Europese regels als tweede verdedigingslinie om crises te voorkomen. Indien het te laat is voor deze preventieve regels en het Europese noodfonds wordt aangesproken voor de financiering van hervormingsprogramma's, zoals door Griekenland, Ierland en Portugal, dan worden aan de financiering strikte voorwaarden verbonden. Het IMF speelt een belangrijke rol bij de vormgeving van de programma's. De Trojka – ofwel de EU, het IMF en de ECB, die samenwerken met de programmalanden – op deze schaal is uniek. Het creëert synergie tussen de kennis over de specifieke omstandigheden van eurolanden en de ervaring met aanpassingsprogramma's van het IMF. De betrokkenheid van het IMF draagt bij aan de geloofwaardigheid van het hervormingsbeleid en aan de onafhankelijke toetsing van de programmacriteria. De conditionaliteit die aan de programma's is verbonden, vermindert het morele gevaar bij de ontvangende landen. Conditionaliteit moet daarom een belangrijk onderdeel blijven van de beschermmwal. Zo kan het Europese noodfonds een belangrijke bijdrage leveren aan het oplossen van de schuldencrisis en dient het ook het collectieve belang van landen binnen en buiten Europa.

De conditionaliteit onderkent dat de oplossing van de crisis niet kan komen van de centrale bank. Prikkel voor beleidsaanpassingen moeten vooral komen vanuit Brussel, zoals van het nieuwe Fiscal Compact en European Semester. Als het noodfonds wordt aangesproken, gaat de financiering ook met stevige conditionaliteit gepaard, waarin de EU/IMF-financiering ook voorziet. Dit mechanisme draagt bij aan herstel van marktvertrouwen en vermindert de noodzaak voor het Eurosysteem om op financiële markten te intervenieren. Daarmee waarborgt de beschermmwal het belangrijke onderscheid tussen fiscale en monetaire financiering, de vierde voorwaarde voor een effectieve beschermmwal.

CONCLUSIE

Het bestaande Europese noodfonds komt op veel punten tegemoet aan de voorwaarden voor een effectieve beschermmwal. De verhoogde omvang moet het vertrouwen van marktpartijen ondersteunen en waarborgen dat de aanpassingsprogramma's de markttoegang bevorderen, waardoor de kans op daadwerkelijk gebruik van het noodfonds uiteindelijk kleiner is. Daarmee vermindert het tevens de noodzaak voor de centrale bank om te intervenieren. De conditionaliteit die is verbonden aan de beschermmwal bevordert structurele aanpassingen in kwetsbare landen, draagt bij aan de geloofwaardigheid van het noodfonds en vermindert morele risico's bij kwetsbare landen en financiële risico's van garanderende landen. Betrokkenheid van het IMF – als minder gecorreleerde partij met substantiële expertise in het opstellen van aanpassingsprogramma's – is essentieel voor de stevigheid van de beschermmwal. De bijdrage van niet-eurolanden aan de ophoging van IMF-middelen is daarom belangrijk.

LITERATUUR

Euro summit (2011) *Euro summit statement*. Verklaring op www.consilium.europa.eu, 26 oktober.

OESO (2012) *Economic Surveys. Euro area*. Parijs: OECED.

Panetta, F. et al. (2009) *An assessment of financial sector rescue programmes*. BIS Papers, 48.1