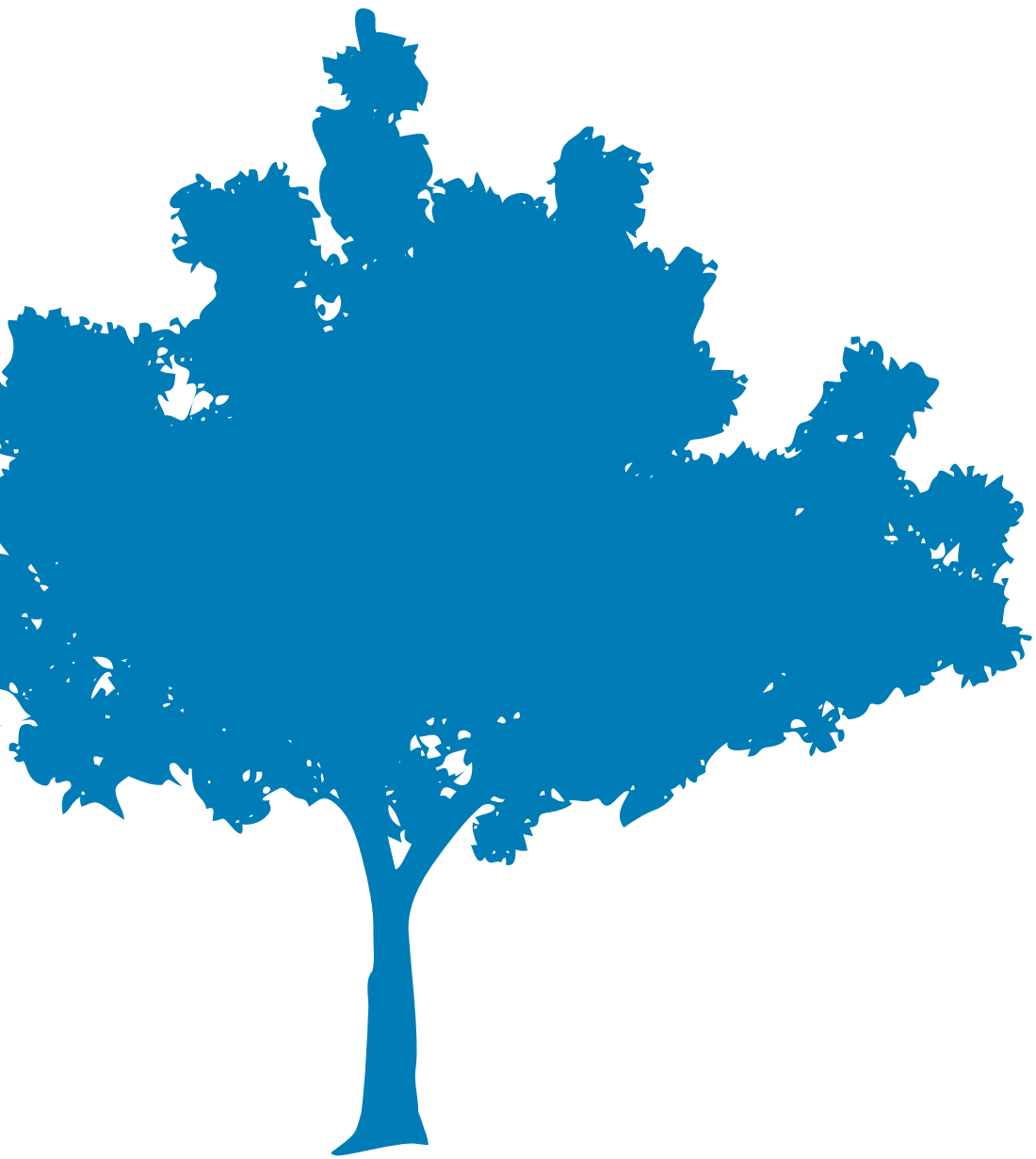


7



De Europese schuldencrisis

- Macro-economische onevenwichtigheden
- Van financiële crisis naar landencrisis
- Van landencrisis naar financiële crisis
- Hoe nu verder?
- Conclusie

De Europese schuldencrisis

Ivar Hagendoorn

Hoewel de economische groei en de werkgelegenheid in veel landen weer aantrekken, doen zich, drie jaar nadat de financiële wereld op haar grondvesten schudde, nog steeds naschokken voor. De zwaarste naschok tot nu toe is de crisis rondom de Europese staatschulden die in het voorjaar van 2010 begon. Directe aanleiding was onzekerheid over de houdbaarheid van de Griekse overheidsfinanciën. Al snel rezen er ook twijfels over de Portugese en Spaanse overheidsfinanciën. In april 2010 escaleerde de crisis. Even leek het er zelfs op dat de Europese Monetaire Unie (EMU) en de gemeenschappelijke munt in gevaar zouden komen.

De oprichting van een speciaal Europees noodfonds bracht de rust op de financiële markten weer terug. Enkele maanden later ontstond er echter nieuwe onrust, ditmaal rondom de Ierse staatsschuld. Na weken van ontkenningen zag de Ierse regering zich eind november gedwongen een beroep te doen op steun van de Europese Unie (EU) en het Internationaal Monetair Fonds (IMF). In het voorjaar van 2011 moest ook Portugal een beroep doen op de EU en het IMF. Daarmee is de crisis rondom de staatsschulden allerminst ten einde. Het Europese noodfonds is slechts een tijdelijke faciliteit en ook de structurele onevenwichtigheden die aan de schuldencrisis ten grondslag liggen verdwijnen niet zomaar.

Dit artikel belicht in hoofdlijnen de achtergronden en de gevolgen van de schuldenproblematiek in de eurozone. Eerst wordt ingegaan op de macro-economische onevenwichtigheden die sinds de invoering van de euro tussen de eurolanden zijn ontstaan. Daarna zal worden uiteengezet hoe deze onevenwichtigheden tot een nieuwe financiële crisis konden leiden. Vervolgens wordt een aantal mogelijke oplossingen van de schuldencrisis besproken, inclusief de gevolgen voor Nederland.

Macro-economische onevenwichtigheden

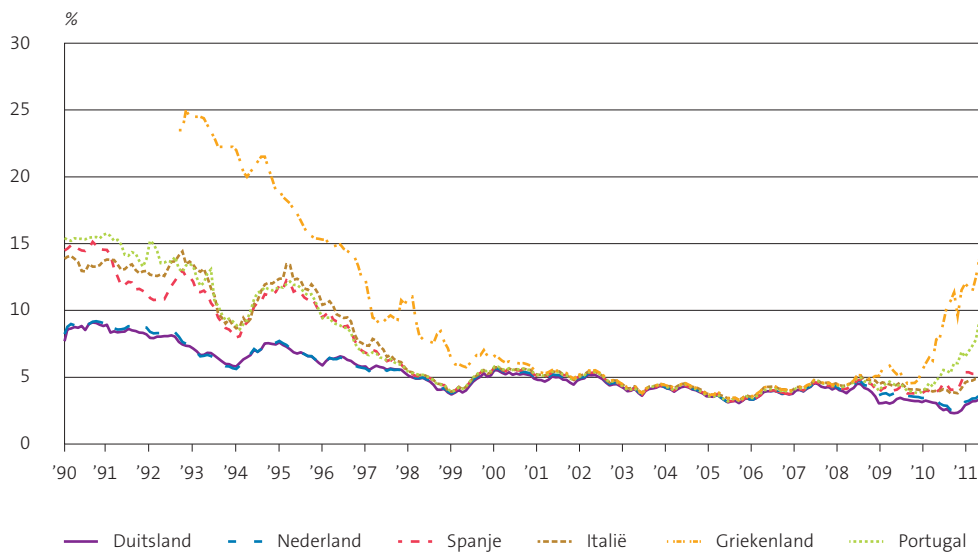
Convergentie kapitaalmarktrente

In 1992 werd besloten tot de oprichting van de Europese Economische en Monetaire Unie (EMU) en de invoering van de euro per 1 januari 1999. Op die datum werden de wisselkoersen tussen de euro en de valuta van de elf deelnemende landen definitief vastgesteld. In het Verdrag van Maastricht werd een aantal criteria vastgelegd, de zogenaamde convergentiecriteria, waaraan landen die wensten toe te treden tot de monetaire unie dienden te voldoen. Zo mag het begrotingstekort van de overheid niet meer dan 3 procent van het bruto binnenlands product bedragen en mag de overheidsschuld niet boven de

60 procent van het bruto binnenlands product uitkomen. Als de schuld toch boven dit maximum uitkomt, worden beleidsmaatregelen verwacht die erop gericht zijn de schuld te verminderen.

De maatregelen die landen namen om aan de criteria voor toetreding tot de euro te voldoen leidden tot een convergentie van de rente op de kapitaalmarkt. Dit proces werd versterkt doordat beleggers zich geen zorgen meer maakten over toekomstige inflatie of een devaluatie van bijvoorbeeld de lire of de peseta. Beleggers gingen er, naar nu blijkt ten onrechte, van uit dat het risico op staatsobligaties binnen de eurozone overall gelijk was. Dit vertaalde zich in een kleinere risicopremie op de staatsobligaties van landen die voorheen een hoge rente kenden. Een zelfde proces van convergentie deed zich voor in landen die later tot de euro toetraden, zoals Griekenland, dat zich in 2001 bij de EMU aansloot.

7.1 Rente op tienjaars staatsobligaties



Bron: Eurostat.

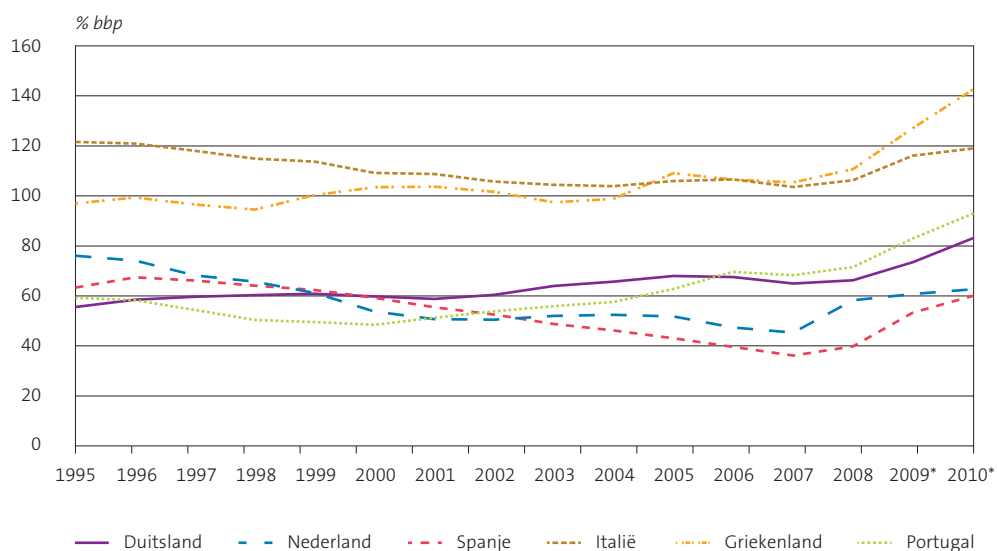
Leningen goedkoper door lage kapitaalmarktrente

De daling van de rente op de kapitaalmarkt in landen waar de rente voorheen hoog was, had merkbare gevolgen voor zowel huishoudens, ondernemingen en de overheid. Lenen werd een stuk goedkoper. Een daling van de hypotheekrente met enkele procentpunten betekent bijvoorbeeld dat huishoudens per jaar duizenden euro's minder aan rente hoeven te betalen, of bij gelijkblijvende lasten een hogere hypotheek kunnen nemen. Ook investeren wordt bij een lagere rente een stuk aantrekkelijker. De daling van de rente

leidde daarom tot een stijging van de consumptie en de investeringen, een daling van de besparingen en een versnelling van de kredietgroei.

De lage rente stimuleerde niet alleen de consumptie in de private sector, maar ook de overheidsuitgaven. Dit betekende dat landen als Griekenland en Italië de uitstaande staatsschuld konden herfinancieren tegen gunstige voorwaarden waardoor de rentelasten daalden. Tegelijkertijd leidde de toename van de consumptie in de private sector tot een stijging van de belastinginkomsten. Ondertussen bleven de overheidsuitgaven gewoon doorstijgen. Het netto-resultaat was dat de overheidsschuld in Italië en Griekenland nagenoeg gelijk bleef. Voor zover de ratio van de overheidsschuld ten opzichte van het bruto binnenlands product daalde, is dat toe te schrijven aan de snellere stijging van het bruto binnenlands product.

7.2 Overheidsschuld



Bron: ECB.

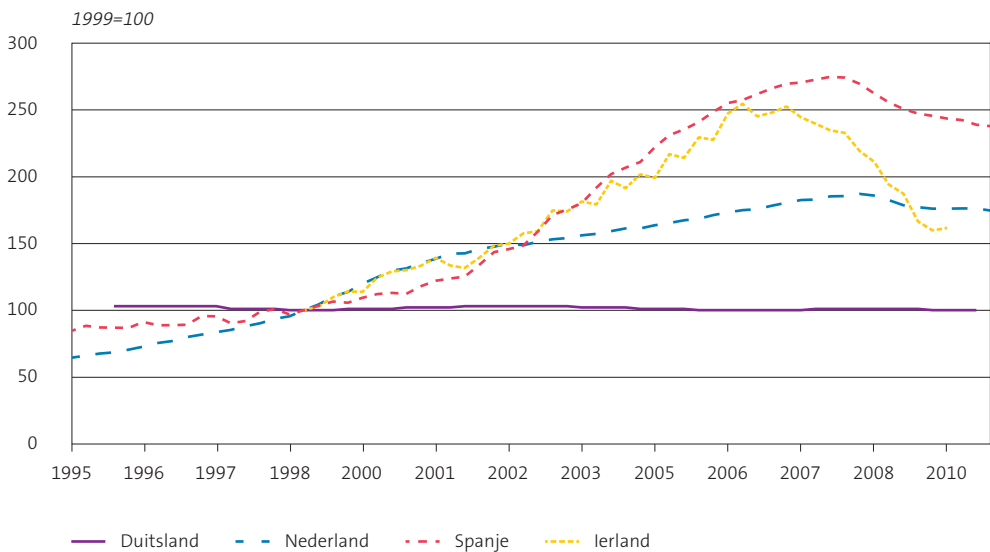
Tweedeling in de eurozone

Het wegvallen van het wisselkoersrisico maakte het voor banken aantrekkelijker om in andere eurolanden kredieten te verstrekken. Hierdoor kon het totaal uitstaande bedrag aan kredieten in landen met een voorheen hoge rente nog verder stijgen. Het aandeel interbancaire leningen in de eurozone steeg sinds de introductie van de euro van 15 naar 25 procent. Met name banken in Duitsland, Frankrijk en Nederland leenden grote bedragen aan banken en overheden in Zuid-Europese landen (zie ook figuur 7.6).

Onevenwichtigheden door ongebreidelde kredietgroei

Door het makkelijk verkrijgbare krediet stegen in Spanje en Ierland de investeringen in met name de onroerendgoedmarkt. Dit leidde tot een stijging van de huizenprijzen in wat nu een speculatieve zeepbel blijkt te zijn geweest. De hausse leidde tot een stijging van de lonen in de bouwsector. Om aantrekkelijk te blijven voor werknemers moesten de andere sectoren met deze loonstijging meegaan. Hierbij kan een onderscheid gemaakt worden tussen de verhandelbare sector, zoals landbouw en industrie, en de niet-verhandelbare sector, zoals de bouw. De niet-verhandelbare sector ondervindt geen concurrentie uit het buitenland, de verhandelbare sector wel. De prijzen en lonen in de niet-verhandelbare sector konden vrijwel onbelemmerd stijgen. Door het meestijgen van de lonen in de verhandelbare sector kwam hier de winstgevendheid onder druk te staan. Dit maakte landen als Spanje en Ierland, maar ook Portugal en Griekenland minder aantrekkelijk voor directe investeringen of overnames door buitenlandse ondernemingen.

7.3 Huizenprijzen



Bron: BIS.

Concurrentie binnen Europa

De groeiende macro-economische onevenwichtigheden tussen de lidstaten van de eurozone uitte zich onder andere in de nominale loonkosten per eenheid product en de reële effectieve wisselkoers.

Nominale loonkosten

De nominale arbeidskosten per eenheid product geven de verhouding weer tussen de loonkosten en de arbeidsproductiviteit. Een stijging van de loonkosten per eenheid product betekent dat de loonkosten sneller stijgen dan de arbeidsproductiviteit. Stijgende arbeidskosten per eenheid product kunnen nadelig zijn voor de concurrentiepositie en de export als andere factoren zoals de kosten van kapitaal en de wisselkoers niet voor de stijging compenseren. Binnen de eurozone zijn de mogelijkheden om deze factoren te beïnvloeden beperkt.

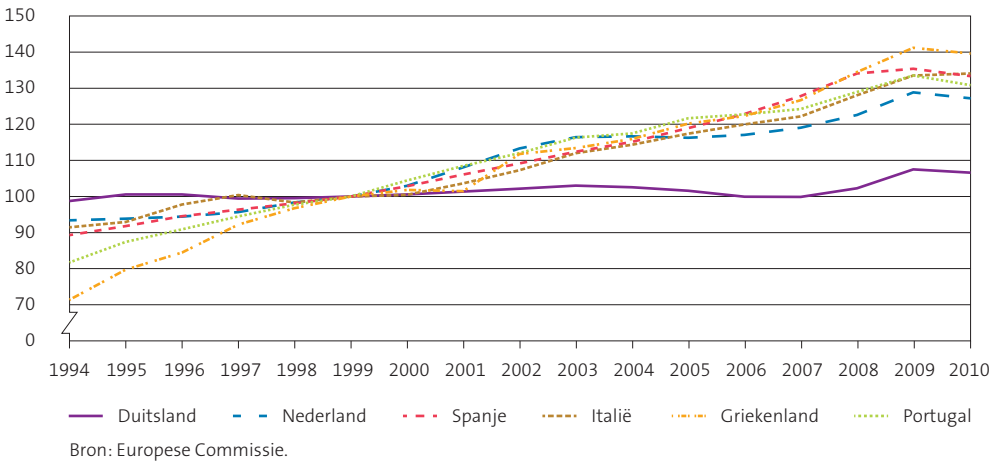
Reële effectieve wisselkoers

De reële effectieve wisselkoers is gedefinieerd als de met handelsgewichten gewogen wisselkoers van een valuta gecorrigeerd voor inflatieverschillen. De reële effectieve wisselkoers geeft zowel de relatieve prijsontwikkeling als de ontwikkeling van de wisselkoers weer. Een stijging van de reële effectieve wisselkoers weerspiegelt een verslechtering van de concurrentiepositie van een land.

De keuze van 2000 als basisjaar in beide grafieken is enigszins arbitrair en suggereert ten onrechte dat er destijds sprake was van een evenwichtssituatie en dat nadien sprake was van divergentie.

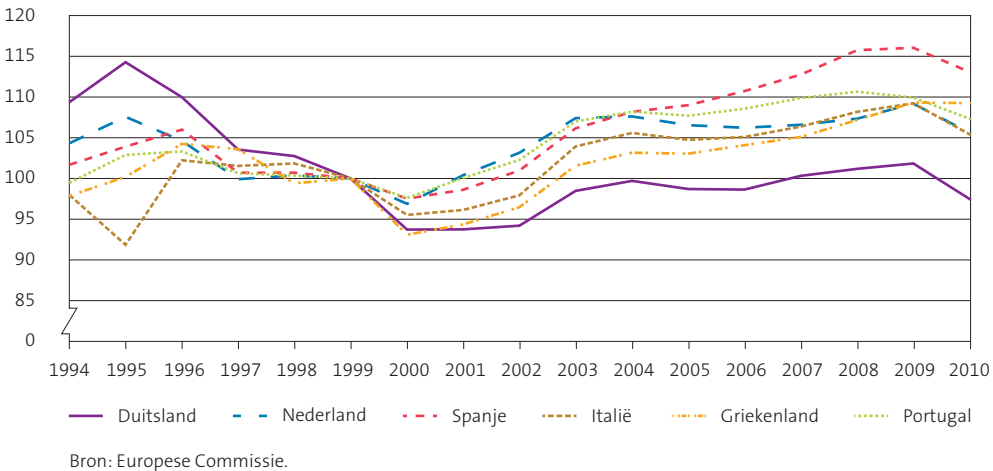
Nominale loonkosten per eenheid product

1999=100



Reële effectieve wisselkoers

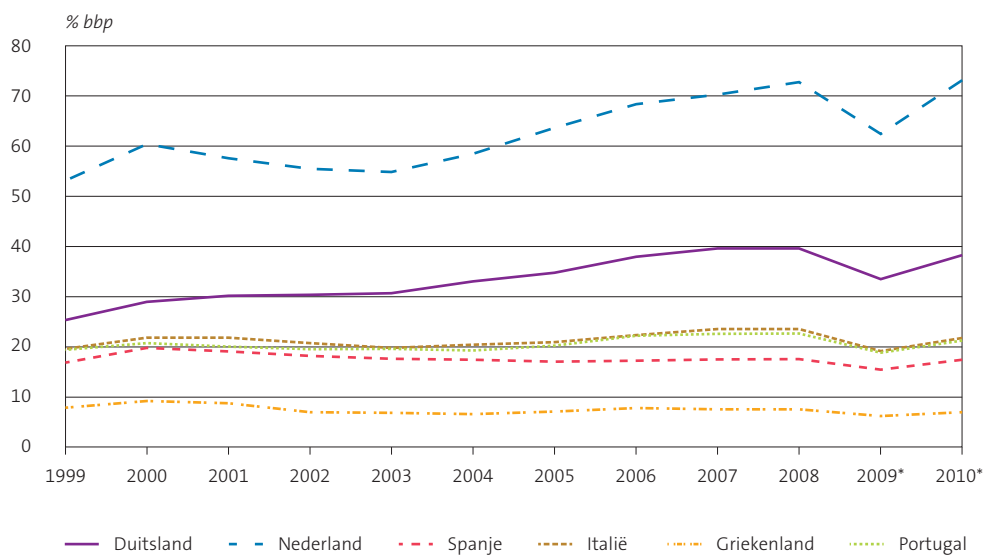
1999=100



Bij de introductie van de euro zuchtte Duitsland nog onder de kosten van de eenwording. Bovendien had Duitsland aanvankelijk te lijden onder concurrentie uit Zuid-Europese landen. De investeringen waren in Duitsland daarom laag en ook de loonkosten stegen niet of nauwelijks. De loonmatiging in Duitsland aan de ene kant en de stijging van de loonkosten in Griekenland, Portugal en Spanje aan de andere kant leidde tot toenemende verschillen in concurrentiepositie in de eurozone (zie bovenstaand kader).

De export als percentage van het bbp is in Spanje, Griekenland en Portugal sinds 2000 nagenoeg gelijk gebleven, maar in Duitsland en Nederland gestegen. De opkomst van China was goed voor de Duitse export, die voor een belangrijk deel bestaat uit duurzame kapitaalgoederen, maar slecht voor de concurrentiepositie van Zuid-Europese landen. In de eerste jaren na de introductie daalde de koers van de euro ten opzichte van de dollar en de yen, maar vanaf 2002 begon de euro in waarde te stijgen. De appreciatie van de euro ten opzichte van diverse andere valuta was eveneens nadelig voor landen die naar landen buiten de EU exporteren, maar had weinig effect voor landen als Nederland die voornamelijk binnen de EU exporteren.

7.4 Export

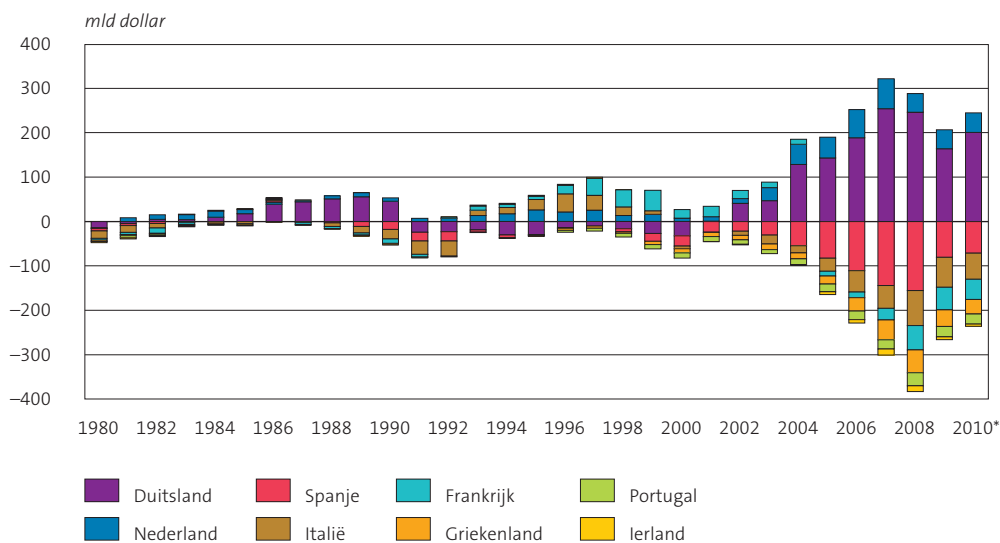


Bron: Eurostat.

Deze ontwikkelingen bij elkaar leidden tot een groeiende tweedeling binnen de eurozone tussen landen met een overschot op de lopende rekening, zoals Duitsland en Nederland,

en landen met een tekort op de lopende rekening, zoals Spanje, Griekenland, Portugal en Italië. De onevenwichtigheden op de lopende rekening zijn niet inherent negatief. Kapitaal stroomt naar de sector met het hoogste rendement. Probleem is dat het kapitaal stroomde naar sectoren die niet erg productief waren en weinig bijdroegen aan de export.

7.5 Saldo lopende rekening



Bron: IMF.

Van financiële crisis naar landencrisis

Overheidsfinanciën verslechterd door kredietcrisis

De financiële crisis maakte een abrupt einde aan de kredietgroei in Spanje en Ierland. In de periode na het faillissement van Lehman Brothers, in september 2008, kwam de interbankaire geldmarkt nagenoeg tot stilstand. Onzekerheid over de financiële positie van andere banken en forse dalingen op de aandelenmarkten leidden ertoe dat veel banken terughoudend werden bij het verstrekken van nieuwe leningen. Het gevolg was dat er een einde kwam aan de instroom van buitenlands kapitaal naar landen als Griekenland, Spanje en Ierland. Banken in deze landen waren plotseling aangewezen op financiering op basis van lokale deposito's. In Ierland had dit tot gevolg dat banken in grote liquiditeitsproblemen kwamen en uiteindelijk door de overheid gered moesten worden.

De financiële crisis leidde wereldwijd tot een terugval in de vraag die zich vertaalde in een afname van de industriële productie. Met enige vertraging werkte dit door in de vraag naar financiële en zakelijke diensten. Door de teruglopende economische groei daalden bovendien de belastinginkomsten en steeg de werkloosheid en daarmee de uitgaven aan sociale zekerheid. Veel overheden besloten tot een breed scala aan maatregelen in een poging de economie te stimuleren. Als gevolg van de lagere belastinginkomsten en de hogere uitgaven stegen in veel landen het overheidstekort en de staatsschuld.

Op het hoogtepunt van de financiële crisis, in het najaar van 2008, zagen diverse landen, waaronder Nederland en Ierland, zich bovendien genoodzaakt financiële instellingen met kapitaalinjecties te ondersteunen of zelfs te nationaliseren. Hierdoor steeg de staatsschuld in deze landen met vele miljarden euro's, dollars of ponden.

Hoge staatsschuld wordt problematisch

Een stijging van de staatsschuld hoeft op zich geen probleem te zijn, mits de economische groei weer aantrekt en de staatsschuld voorafgaand aan de crisis relatief laag is. Landen met een hoge staatsschuld en een gering groeipotentieel kunnen echter in een schuldenpiraal terecht komen. Ieder jaar moeten overheden een gedeelte van de uitstaande schuld herfinancieren door de uitgifte van nieuw schuldpapier. Door de groeiende vraag naar kapitaal en de verslechterde economische en fiscale vooruitzichten werd het een steeds grotere uitdaging al het schuldpapier bij beleggers te plaatsen. Die hebben immers de keus in welke effecten zij beleggen.

In het voorjaar van 2010 bleek dat de Griekse overheidsschuld hoger was dan eerder gerapporteerd. Griekenland had via slimme derivatentransacties de werkelijke hoogte van de schuld jarenlang gemaskeerd. Kredietbeoordelaars, zoals Moody's en Standard and Poor's stelden hierop de kredietwaardigheid van Griekenland neerwaarts bij. Dit had als gevolg dat de rente die Griekenland op de kapitaalmarkt moest betalen naar recordhoogte steeg en de koersen van obligaties navenant daalden (zie figuur 7.1).

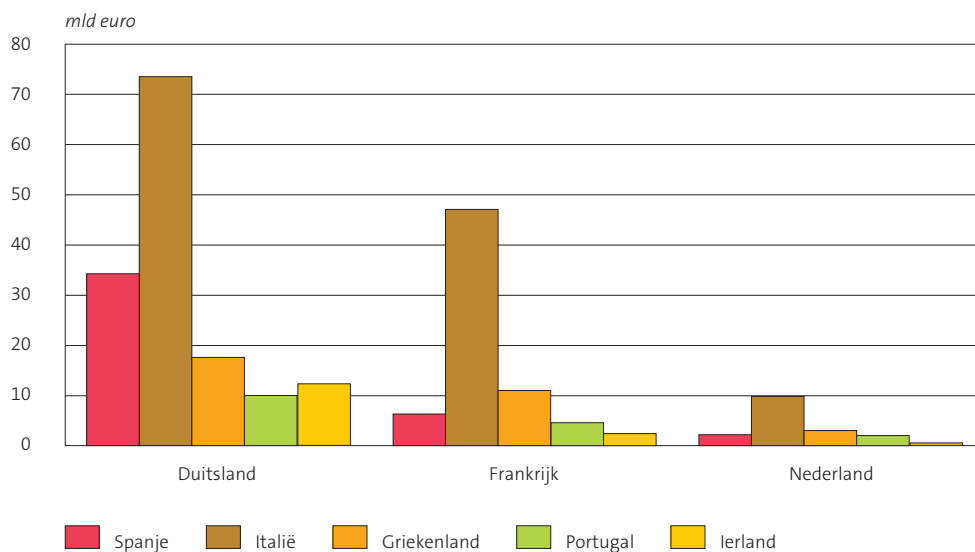
Van landencrisis naar financiële crisis

Staatsobligaties zijn in het bezit van binnenlandse en buitenlandse banken, pensioenfondsen, verzekeringsmaatschappijen en beleggingsfondsen. Aangezien veel financiële instellingen hun bezittingen tegen marktwaarde waarderen, betekent een daling van de koers van staatsobligaties dat banken een afboeking moeten doen op hun obligatieportefeuille. Omdat banken van elkaar niet weten hoeveel zij moeten afboeken, stijgt het tegenpartijrisico in het gehele financiële systeem. Een landencrisis kan daarom leiden tot een nieuwe financiële crisis.

Stresstest

Om duidelijkheid te verkrijgen over de soliditeit van het Europese bankwezen besloten de Europese Commissie, de ECB en de centrale banken van de eurozone in maart 2010 tot het uitvoeren van een zogenaamde stresstest waarbij banken de gevolgen van een somber economisch scenario moesten doorrekenen. De centrale vraag daarbij was of banken voldoende kapitaalbuffers hadden om een periode van economische tegenspoed te doorstaan. In het sombere scenario werd onder andere uitgegaan van een daling van de economische groei, een stijging van de werkloosheid, een verdere daling van de huizenprijzen en de prijzen van commercieel vastgoed, een stijging van de korte en de lange rente en een daling van de koersen van Griekse, Portugese en Ierse staatsobligaties. De vier grote Nederlandse banken, ING, ABN Amro, Rabobank en SNS Reaal doorstonden de stresstest. Uit de stresstest bleek dat met name Duitse en Franse banken veel Spaanse, Griekse en Portugese staatsschuld op de balans hebben staan. Nederlandse banken hebben alleen een substantieel aandeel Italiaanse obligaties.

7.6 Overheidsschuld van risicolanden in handen private banken



Bron: Europese Bank Autoriteit, Stresstest, voorjaar 2010.

Stresstest niet uitputtend

Direct na de publicatie van de resultaten was er veel kritiek op de Europese stresstest. Zo werden uitsluitend obligaties die banken voor handelsdoeleinden in portefeuille heb-

ben in de test opgenomen. Obligaties die tot aan het einde van de looptijd aangehouden worden, hoefden niet te worden meegeteld. De reden hiervoor was dat er vanuit werd gegaan dat een land niet failliet zal gaan of gedwongen wordt de uitstaande staatsschuld te herstructureren door minder dan 100 procent van de hoofdsom terug te betalen. Saillant detail, ook de Ierse banken die slechts enkele maanden later aan de rand van de afgrond stonden, slaagden voor de stresstest.

Banken zijn niet alleen direct blootgesteld aan het risico dat overheden hun uitstaande schuld saneren, maar ook indirect, middels leningen aan andere banken en derivaten-transacties. Uit cijfers van de Bank voor Internationale Betalingen (BIS) blijkt dat wanneer hier rekening mee wordt gehouden, banken voor een veel groter bedrag zijn blootgesteld aan landenrisico's. Opvallend is bijvoorbeeld het grote bedrag aan Spaanse leningen dat Nederlandse banken hebben uitstaan. Opmerkelijk is ook het grote bedrag dat Duitse banken aan Ierse banken hebben uitgeleend.

7.7 Totaal leningen aan risicolanden in handen private banken



Bron: BIS, Quarterly Review, juni 2011.

Daling koersen staatsobligaties brengt liquiditeit banken in gevaar

De twijfels rondom de Griekse, Ierse en Portugese overheidsfinanciën uitte zich onder meer in een daling van de koersen van hun staatsobligaties. Een dergelijke daling heeft grote gevolgen voor de financiering van banken, die staatsobligaties gebruiken als onderpand. Veel banken voorzien in hun financieringsbehoefte door een zogenaamde *repo agreement* (repo), aan te gaan met een andere financiële instelling (zie onder-

staand kader). Repo's hebben veelal een looptijd van één dag of enkele dagen, omdat de financieringsbehoefte van een bank van dag tot dag verandert. Dit betekent dat banken dagelijks een bedrag aan repo's moeten doorrollen. Als de waarde van het onderpand daalt, moet de bank, om het zelfde bedrag te financieren, extra onderpand inbrengen; doet zij dat niet dan kan de bank minder lenen. Omdat staatsobligaties verondersteld worden een laag risico te hebben, worden zij veel gebruikt als onderpand. Als echter de koersen van staatsobligaties plotseling dalen, kan de liquiditeit van een bank in gevaar komen, omdat zij minder onderpand heeft om tegen te lenen.

Repurchase agreements

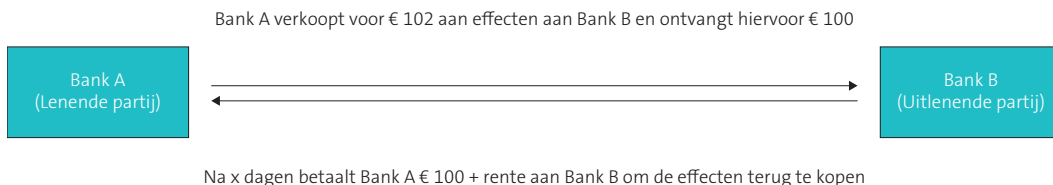
Een repurchase agreement, kortweg repo, is een financiële transactie waarbij gelijktijdig effecten worden gekocht en verkocht en alleen de afwikkeldata verschillen. In de praktijk komt een repo neer op een lening tegen onderpand. Als de verkopende partij niet in staat is de effecten terug te kopen vervalt het onderpand aan de tegenpartij. Staatsobligaties zijn het meest geliefd als onderpand, maar ook gesecuritiseerde effecten met een hoge kredietbeoordeling worden veel gebruikt. Securitisa-tie, ookwel effectisering of vertiteling, is een financiële techniek waarbij activa worden samengevoegd en verkocht als verhandelbare securities (effecten). Financiële instituten en bedrijven gebruiken securitisatie om de huidige waarde van toekomstige kasstromen direct te realiseren.

Hoewel de repomarkt zich grotendeels aan het oog van het brede publiek onttrekt, gaan er dagelijks zeer grote bedragen in om. Op basis van een enquête onder de 52 grootste Europese financiële instellingen schat de International Capital Market Association dat de onderliggende waarde van de uitstaande repo-contracten alleen al in Europa ongeveer 6 800 miljard euro bedraagt (medio 2010).

Soms verlangt een bank een zogenaamde haircut (afstempe-len): voor een gegeven bedrag aan onderpand ontvangt de lenende partij dan minder dan 100 procent van de waarde van het onderpand. Banken doen dit om zich in te dekken tegen het risico dat zij de effecten op de markt moeten verkopen als de tegenpartij in gebreke blijft. Volgens de Amerikaanse econoom Gary Gorton¹⁾ was de financiële crisis van 2007 en 2008 een gevolg van het feit dat tegenpartijen een steeds hogere haircut vroegen omdat zij twijfelden aan de waarde van de gesecuriti-seerde effecten die als onderpand voor veel transacties dienden. Het gevolg was dat banken soms van de ene op de andere dag minder konden lenen. Gorton spreekt in dit verband van een bank run in de repomarkt. Tijdens de Europese schulden-crisis twijfel(d)en banken aan de waarde van de Griekse, Ierse en Portugese staatsobligaties die als onderpand dienden.

¹⁾ Gary Gorton (2010), *Slapped By the Invisible Hand*, Oxford University Press.

Repurchase Agreement (repo)



De onzekerheid omtrent de kredietwaardigheid van banken leidde in 2010 enkele malen tot spanningen op de interbancaire geldmarkt. Banken parkeerden hun overvloedige mid-delen liever tijdelijk tegen een lage rente bij de centrale bank dan het tegen een hogere rente aan een andere particuliere bank uit te lenen. Griekse, Portugese en Ierse banken

zagen zich daarom genoodzaakt zich tot de ECB te wenden om in hun liquiditeitsbehoefte te voorzien. Hierbij trad de ECB als tegenpartij op in een repo-transactie. De ECB ontving daarbij als onderpand de staatsobligaties die gewone banken niet meer accepteerden.

Europees noodfonds opgericht

Om de aanhoudende onrust op de financiële markten te bezweren lanceerden de ministers van financiën van de EU in het weekend van 8 en 9 mei 2010 een plan dat voorzag in de oprichting van een speciaal fonds, later tot *European Financial Stability Facility* gedoopt, dat leningen kan verstrekken aan lidstaten van de EMU die in financiële moeilijkheden verkeren. Hiertoe leent het fonds geld op de financiële markten. De verplichtingen die het fonds aldus aangaat worden gegarandeerd door de aandeelhouders, de lidstaten van de EMU. Het Nederlandse aandeel hierin bedraagt ongeveer 26 miljard euro. Het fonds kan leningen verstrekken tot een totaalbedrag van 440 miljard euro. In 2013 krijgt het fonds een permanente status en zal dan verder gaan onder de naam European Stability Mechanism. Bij het schrijven van dit artikel is er druk overleg tussen de ECB en de EU-lidstaten over de omvang en status van dit noodfonds.

Hoe nu verder?

Er zijn diverse oplossingen te bedenken voor de schulden crisis. De aandacht richt zich in de zomer van 2011 vooral op Griekenland. Door de EU en het IMF zijn in Griekenland en Portugal ingrijpende hervormingen afgedwongen. Deze hervormingen staan of vallen echter met de bereidheid van de bevolking deze te ondergaan en het vermogen van de overheid om de hervormingen door te voeren. Het is bijvoorbeeld nog maar de vraag of de aan Griekenland opgelegde privatiseringen het ingecalculerde bedrag opleveren.

De vraag bij alle plannen is wie uiteindelijk de verliezen lijdt. Bij een nationalisatie zoals in het geval van ABN Amro en Fortis zijn het de aandeelhouders, in het geval van een herstructurering van de uitstaande schuld de obligatiehouders, in het geval van een redingsoperatie door de overheid de belastingbetalers.

Nieuwe lening

Het Europese noodfonds kan in totaal voor 500 miljard euro aan leningen verstrekken. Op dit moment is voor een gedeelte van dit bedrag een beroep gedaan op het fonds. Om de paar maanden loopt een gedeelte van de uitstaande obligaties van Griekenland, Portugal en Ierland af. Als zij de schuld niet op de financiële markt kunnen herfinancieren omdat de rente te hoog is, dient de schuld op een andere manier geherfinancierd te worden. De landen kunnen hiertoe een beroep doen op het noodfonds. In zekere zin wordt de schuld van landen met een lage kredietwaardigheid zo omgezet in een schuld met een hoge kredietwaardigheid, op basis van de garanties van landen als Duitsland en Nederland die

zelf een hoge kredietwaardigheid hebben. Critici merken dan ook op dat het mede dit soort financiële constructies zijn die ten grondslag lagen aan de financiële crisis van 2007 en 2008. Ook de leningen van het noodfonds zullen echter op termijn afgelost moeten worden.

Afstempelen

Bij afstempelen wordt slechts een gedeelte van de nominale waarde van een obligatie terugbetaald. Dit zou kunnen betekenen dat banken die op dit moment Griekse, Ierse of Portugese obligaties in portefeuille hebben opnieuw extra kapitaal nodig hebben en dat pensioenfondsen onder de dekkinggraad zakken. Dit zou tot nieuwe onrust op de financiële markten kunnen leiden, omdat banken van elkaar niet weten hoeveel obligaties zij in bezit hebben. Aangezien met name Griekse banken Griekse staatsschuld op de balans hebben staan, zou afstempelen van schulden desastreuze gevolgen hebben voor het Griekse bankwezen. Daarnaast zou een herstructurering van bijvoorbeeld de Griekse schuld de vraag oproepen of een zelfde lot ook de Portugese en Ierse schuld wacht. Afstempelen van schulden zou ook consequenties hebben voor de ECB. Griekse, Ierse en Portugese banken hebben via repo-transacties met de ECB voor vele miljarden euro's aan Griekse en Portugese staatsobligaties in onderpand gegeven om in hun liquiditeitsbehoefte te voorzien. Daarnaast heeft de ECB voor naar schatting 40 miljard euro aan Griekse staatsobligaties opgekocht. Een afboeking van de nominale waarde zou een verlies voor de ECB tot gevolg hebben en kunnen betekenen dat de ECB zelf opnieuw gekapitaliseerd moet worden.

Verlenging van de looptijd

Een volgende optie is een al dan niet vrijwillige verlenging van de looptijd van de uitstaande obligaties, al dan niet met behoud van de bestaande couponrente. De obligatie zou dan pas over tien of twintig jaar aflopen in plaats van dit of volgend jaar. De obligaties zouden dan gewoon op de balans van de financiële instellingen kunnen blijven staan en het uitgevende land zou de schuld niet hoeven te herfinancieren. Het is echter nog maar de vraag of financiële instellingen hiermee vrijwillig zouden instemmen.

Een variant op een verlenging van de looptijd is het uitruilen van bestaande obligaties voor nieuwe obligaties met een langere looptijd van een nieuw op te richten fonds. Via een dergelijk plan is in de jaren tachtig ook de crisis rondom de schulden van Latijns-Amerikaanse landen opgelost.

Een complicerende factor is dat financiële marktpartijen op meerdere manieren aan risico op staatsschuld zijn blootgesteld. Financiële instellingen kopen van elkaar zogenaamde credit default swaps om zich in te dekken tegen een mogelijk bankroet van een tegenpartij. Echter, tegenover de ontvangende partij staat, net als bij een gewone verzekering, een uitkerende partij. Het is onbekend hoeveel van deze credit default swaps er uit staan en wie voor welk bedrag in handen heeft. Er bestaat derhalve de vrees dat een bankroet

van Griekenland of een ander land tot nieuwe onrust op de financiële markten leidt. De onzekerheid wordt versterkt doordat onbekend is of afstempelen van schulden of een verlenging van de looptijd als een bankroet zullen worden aangemerkt.

Zwakke landen stappen uit de euro

Een alternatief is dat landen als Griekenland uit de euro stappen. Griekenland zou in dat geval een zelfstandig monetair economisch beleid kunnen voeren. Een eventuele nieuwe Griekse valuta zou bij invoering echter direct sterk in waarde dalen ten opzichte van de euro waardoor de exportpositie weliswaar zou verbeteren, maar een herstructurering van de schuld onvermijdelijk zou worden. De schuld staat immers uit in euro's. Omgerekend in de nieuwe valuta zou de overheidsschuld als percentage van het bbp tot ongekende hoogte stijgen. Invoering van een nieuwe munt zou derhalve gelijk staan aan een bankroet. Een conversie zou ook een grote kapitaalvlucht uit Griekenland tot gevolg hebben. De Griekse banken zouden direct omvallen en, om een bankrun te voorkomen, genationaliseerd moeten worden. Uittreding van Griekenland zou verder de vrees oproepen dat andere landen zouden kunnen volgen, waardoor er een enorme kapitaalvlucht uit deze landen en de eurozone als geheel zou ontstaan. De gevolgen van uittreding van een enkel land zijn, kortom, niet te overzien.

Bij de afweging van de diverse opties wordt niet alleen gekeken naar de directe kosten en baten, maar ook naar de indirecte voor- en nadelen van verdere steunoperaties of het afwijzen daarvan. Als Griekenland, Portugal of Spanje uit de euro zouden stappen, zou dit grote gevolgen hebben voor de Nederlandse export. Het zou niet alleen nadelig zijn voor de Nederlandse export naar deze landen, maar ook voor de export van bijvoorbeeld land- en tuinbouwproducten naar andere landen. Een nieuwe Griekse, Spaanse of Portugese munt zou onmiddellijk sterk in waarde dalen ten opzichte van de euro waardoor producten een stuk goedkoper worden dan die van Nederlandse producenten.

Conclusie

Door de onderlinge verwevenheid van banken, centrale banken en overheden is een oplossing van de Europese schuldencrisis nog niet in zicht. De leningen die in het voorjaar van 2010 door de EU en het IMF aan Griekenland werden toegekend hadden als doel een liquiditeitscrisis te voorkomen en ruimte te creëren om tot een structurele oplossing te komen.

Op de lange termijn zijn herkapitalisatie van de banken, het terugdringen van de overheidsschulden en het vereffenen van de macro-economische onevenwichtigheden essentieel. Daarnaast is een beleid gericht op herstel van de economische groei van belang, want alleen dan zullen landen als Griekenland, Spanje, Portugal en Ierland in staat zijn de huidige crisis te boven te komen. Anders dan in de jaren voorafgaand aan de crisis zal de

groei in deze landen moeten komen uit de verhandelbare sector en de export. Totdat er een structurele oplossing is, blijft de schuldencrisis als een donkere wolk boven de financiële markten hangen en zijn de gevolgen ongewis. Dit geldt ook voor het Nederlandse financiële stelsel en de Nederlandse overheid die garant staat voor een deel van het Europese noodfonds.