



GRIEKSE SCHULDHERSCHIKKING IS TABOE IN FRANKFURT

Waarom de ECB het been stijf houdt

In het begin van de Europese schuldencrisis was de Europese Centrale Bank een deel van de oplossing. Nu lijkt de ECB een deel van het probleem te worden omdat ze haar veto stelt tegen een Griekse schuldherschikking. Of is *no default, no bail out, no exit* toch de juiste houding? **DAAN KILLEMAES**

“**E**en schuldherschikking of een exit uit de euro staat gelijk met de doodstraf, en die hebben we afgeschaft in de Europese Unie”, zo sprak Lorenzo Bini Smaghi vorige maand nog. Daarmee verwoordde dat Italiaanse directielid van de Europese Centrale Bank (ECB) perfect het standpunt van de bank, zoals ook voorzitter Jean-Claude Trichet dat al herhaaldelijk vertolkte: van een Griekse schuldherschikking kan geen sprake zijn, en de Grieken moeten hun schulden afbetalen, tot de laatste euro.

De hardnekkige houding van de ECB doet de wenkbrauwen fronsen, omdat Griekenland in geen honderd jaar zijn nog verder oplopende schuldenberg (intussen 340 miljard euro of ongeveer 150 procent van het bruto binnenlands product) kan terugbetalen. Ook en vooral omdat de besparingsplannen de economische groei en de terugbetalingscapaciteit van Griekenland ondermijnen. De Europese strategie om Griekenland te herfinancieren in ruil voor harde besparingen is dus een doodlopende straat die de Grieken geen perspectief biedt. Toch houdt de ECB mordicus vast aan haar harde standpunt. Waarom?

1. Om het eigen faillissement te vermijden

De ECB zou zwaar de broek kunnen scheuren aan een schuldherschikking van Griekenland, Portugal, Ierland of Spanje. Theoretisch kan de ECB zelfs insolvent worden of failliet gaan. Er moet niet eens zo gek veel misgaan om de bank in moeilijke papieren te brengen. De ECB draait op een eigen vermogen van 82 miljard euro, wat relatief weinig is op een balanstotaal van bijna 1892 miljard euro. Dat maakt de ECB heel kwetsbaar voor verliezen op haar activa, want een verlies van 4,3 procent op het totaal van die activa volstaat om het eigen vermogen helemaal op te eten. Zo'n verlies is niet denkbeeldig, omdat de activa van de ECB in de loop van de Europese schulden crisis aan kwaliteit hebben ingeboet. Mats Persson, verbonden aan de denktank Open Europe, schat dat de ECB voor 444 miljard euro blootgesteld is aan Griekenland, Portugal, Spanje en Ierland. Het gros van die som staat in de boeken als

leningen aan het banksysteem van die landen, en daarnaast heeft de ECB ook al voor 75 miljard euro obligaties van deze landen gekocht.

Alleen al in de Griekse overheid en Griekse banken heeft de ECB ongeveer 190 miljard euro geïnvesteerd. Een Griekse schuldherschikking van 50 procent zou de ECB tot 56,8 miljard euro kunnen kosten, schat Persson. De kapitaalbasis van de ECB zou daarmee grotendeels van tafel geveegd worden. Boeken toe in Frankfurt? Neen, want de ECB heeft natuurlijk met de geldpers een technologie in huis waarmee ze elk dreigend faillissement kan afwenden. De ECB kan geld drukken, waarmee ze overheidsobligaties koopt, waarna de overheden met dat geld de verliezen van de ECB kunnen aanzuiveren. Dat komt dus neer op pure geldcreatie die haaks staat op het mandaat van de ECB om voor prijsstabiliteit te zorgen in het eurogebied. De verliezen van de ECB worden dan door iedereen gedragen in de vorm van een hogere inflatie. Het is echter ondenkbaar dat Duitsland akkoord kan gaan met een ECB die het Europese schuldenprobleem oplost door geld te drukken en op die manier verhaalt op de Europese burgers.

“De bescherming van haar eigen balans, en meer in het bijzonder de reputatie van

“We evolueren geleidelijk naar een europeanisering van de schulden. De uitgifte van echte Europese obligaties wordt onvermijdelijk. Er is nauwelijks een alternatief”

Frank Lierman

Een Griekse schuldherschikking van 50 procent zou de ECB tot 56,8 miljard euro kunnen kosten. De kapitaalbasis van de ECB wordt daarmee van tafel geveegd.

het huis, is de enige reden die ik zie waarom de ECB eist dat alle schulden worden terugbetaald”, zegt professor Paul De Grauwe (KU Leuven). “Die houding van de ECB zou natuurlijk niet mogen omdat een centrale bank monetaire en financiële stabiliteit moet nastreven. Soms kan dat betekenen dat de centrale bank verliezen lijdt. Maar dat laatste kan geen beletsel zijn. Een centrale bank moet zich geen zorgen maken over haar verliezen. Ze kan nooit failliet gaan.”

2. Om haar onafhankelijkheid en geloofwaardigheid te beschermen

Een andere mogelijkheid om een eventueel dreigend faillissement te vermijden, is een *bail-out* van de ECB, een redding van de redder dus. De eurolanden herkapitaliseren de ECB dan met ‘echt’ belastinggeld. De kostprijs wordt verdeeld tussen de landen naar rato van hun participatie in het kapitaal van de ECB. België heeft een aandeel van 3,57 procent in de ECB. Een herkapitalisatie van de ECB om een Griekse schuldherschikking van 50 procent op te vangen, zou de Belgische belastingbetaler ongeveer 1,5 miljard euro kosten.

Maar Jean-Claude Trichet gruwelt van zo'n scenario. Moeten schooien bij de politici is niet alleen bijzonder vernederend voor de ECB, het tast ook haar geloofwaardigheid aan. Want als de ECB schatplichtig wordt aan de politici, kan ➤

➤ ze dan nog een onafhankelijk beleid voeren? De ECB heeft ook geen zin om de uitvoerende arm, of zeg maar de beul, van de Europese beleidsmakers te worden. Dat staat lichtjaren verwijderd van haar onafhankelijke statuut. Maar als via de ECB de kosten van een Griekse schuldherschikking worden doorgegeven aan de Europese burgers (via inflatie of via een herkapitalisatie van de ECB), dan is de fiscale unie of transferunie in het eurogebied een feit, want er wordt koopkracht overgeheveld van alle Europese burgers naar de landen die overgaan tot een schuldherschikking. Alleen is de ECB niet opgericht om deze fiscale transfers te organiseren. Dat is een politieke kwestie, die de Europese politici moeten regelen. Mogelijk kiezen die politici liever voor inflatie om de Griekse factuur aan de burgers voor te leggen, dan aan de kiezers te moeten uitleggen dat hun belastinggeld naar Griekenland vloeit.

3. Om een Europees Lehman Brothers- scenario te vermijden

Een Grieks bankroet zou een schokgolf door de Europese kapitaalmarkten kunnen jagen die het financieel systeem lamlegt. Europa zou het slachtoffer worden van een financieel hartinfarct, net zoals na de val van Lehman Brothers, met een nieuwe diepe recessie als gevolg. En wie mag dan op de eerste plaats puin ruimen? Juist, de ECB, die dan alle principes overboord zal moeten gooien. De ECB wil ook geen schuldherschikking die als *credit event* gecatalogiseerd kan worden, omdat moeilijk in te schatten valt welke instellingen zich via de verkoop van verzekeringscontracten (de zogenaamde *credit default swaps*) borg hebben gesteld voor de Griekse schulden. Door de enorme complexiteit en verwevenheid van het internationale financieel systeem is zelfs een economisch dwergland als Griekenland *too big to fail* geworden.

“De vrees voor een nieuw financieel hartinfarct lijkt me de meest plausibele uitleg voor het gedrag van de ECB”, zegt Peter De Keyser, hoofdeconoom van BNP Pari-

“De ECB moet monetaire en financiële stabiliteit nastreven. Soms kan dat betekenen dat de centrale bank verliezen lijdt”

Paul De Grauwe

bas Fortis. “Een Griekse schuldherschikking zou de eerste schuldherschikking zijn van een geïndustrialiseerd land sinds het einde van de Tweede Wereldoorlog. Het zou uiteraard ook de eerste zijn voor de eurozone. Het zou decennia duren vooraleer markten dit weer vergeten zijn. De gevolgen voor de Europese financiële integratie zouden gigantisch zijn. In de eerste plaats zouden markten onmiddellijk een eventueel faillissement van andere eurolanden beginnen in te prijzen, wat tot een *selffulfilling prophecy* zou leiden. Een faillissement moet dus zo lang mogelijk worden vermeden: je weet wel waar je begint, maar niet waar je eindigt. Europese politici hebben zich



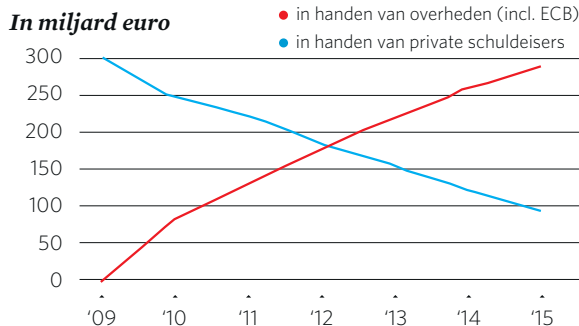
JEAN-CLAUDE TRICHET
Blufpoker van een voorstander van meer Europa.

vooral nog weinig creatief of doortastend getoond bij het oplossen van de crisis, bespaar ons dan ook een Grieks faillissement.”

Toch is er wat voor te zeggen om de private schuldeisers mee in het Griekse bad te trekken. Ze hebben een risicopremie verdiend op Grieks papier en het gaat daarom niet op dat ze huilend naar de overheden trekken als dat risico werkelijkheid wordt. Bovendien hebben de schuldeisers van Griekenland de fout gemaakt geld te lenen dat nooit kon worden terugbetaald. Eigen schuld, dikke bult. Van bankiers mag verwacht worden dat ze het kredietrisico juist inschatten. Vooral Duitsland zat op deze lijn en drong de voorbije maanden aan op bijdrage van de private sector, zodat de Griekse factuur niet helemaal door de (in hoofdzaak Duitse) belastingbetaler betaald zou worden. Vorig weekend deed Duitsland water in de wijn door akkoord te gaan met het principe dat enkel een “vrijwillige” schuldherschikking

MEER EUROPA VIA DE ACHTERDEUR

Overheden zijn bezig met het uitkopen van de private schuldeisers van Griekenland Bron: The Economist





REU

bespreekbaar is. De banken zouden bijvoorbeeld akkoord moeten gaan om hun aflopende Griekse overheidsobligaties opnieuw te kopen tegen dezelfde voorwaarden waartegen ze ooit gekocht werden.

Een begin van een oplossing is dit nog niet, want de Griekse schuldenberg wordt er niet minder om. De enige stap vooruit is dat Sarkozy en Merkel niet meer vechtend over straat rollen, maar Europese eensgezindheid is nog veraf. Een Grieks bankroet in juni is nog altijd mogelijk, als de volgende schijf van 12 miljard euro er niet komt. En komt ze er wel, dan zal de Griekse saga van crisis naar crisis sukkelen. Tot de veer breekt.

4. Om discipline af te dwingen

De ECB had misschien geen andere keuze dan met honderden miljarden noodfinanciering over de brug te komen, maar paradoxaal genoeg dreigt die steun de schulden crisis te bestendigen. Door de beschikbaarheid van noodd kredieten tegen lage rentevoeten, voelen de betrokken banken en overheden niet meer de druk om zelf snel orde op zaken te zet-

ten – via kapitaalverhogingen of besparingen. In haar inspanningen om de eurozone bij elkaar te houden, spande de ECB niet alleen een vangnet maar ook een hangmat onder de slechte leerlingen.

Met het signaal dat schulden volledig moeten worden terugbetaald, probeert de ECB dus tegengas te geven. Trichet & co maakten ook al langer duidelijk dat het steunbeleid van de ECB er niet voor de eeuwigheid is. Bij een Griekse schuldherschikking dreigde de ECB ook al om niet langer Grieks papier als onderpand te aanvaarden, wat zoveel is als een doodvonnis voor het Griekse banksysteem en economie. Wellicht een staaltje bluffpoker, maar het toont hoe ver de crisis is als de centrale bank moet dreigen en bluffen.

De discipline aanscherpen is een must, zegt Peter De Keyser: “Als het een valabele optie wordt onder overheidsschulden uit te raken, dreig je verzeild te raken in een situatie waarin defaults in Europa schering en inslag worden. We worden dan de risee van de financiële wereld. De ECB heeft als enige in de euro crisis nog geloofwaardigheid en onafhankelijkheid en wil die twee troeven ook zo lang mogelijk blijven behouden. Pleiten voor de moeilijke weg hoort daar nu eenmaal bij.”

“Europese politici hebben zich vooralsnog weinig creatief of doortastend getoond bij het oplossen van de crisis, bespaar ons een Grieks faillissement”

Peter De Keyser

5. Om meer Europa via de achterdeur binnen te laten

Of heeft Jean-Claude Trichet, een fervente voorstander van meer Europa, een dubbele agenda? Een aantal waarnemers, zoals het weekblad *The Economist*, vermoedt dat het veto tegen een Griekse schuldherschikking moet dienen om meer Europese eensgezindheid te bekomen. “Het is een pokerspel. De ECB wil de politici dwingen om de rangen te sluiten en om voorstellen te formuleren die het overleven van de eurozone niet in het gedrang brengen”, zegt Frank Lierman, hoofdeconoom van Dexia. “We evolueren geleidelijk naar een europeanisering van de schulden. De uitgifte van echte Europese obligaties wordt onvermijdelijk. Er is nauwelijks een alternatief. Maar om dat politiek verkocht te krijgen, is de verpakking cruciaal, en dat vergt tijd. Bovendien moet deze oplossing juridisch sluitend zijn om niet op een veto van het Duits grondwettelijk hof te botsen.”

Die oefening waarbij Europa, met de hulp van het IMF, de Griekse schulden overneemt, is trouwens al vrij ver gevorderd (zie de grafiek). Zodra de overheid alle Griekse schulden in portefeuille heeft, kan ze eenvoudiger een schuldherschikking organiseren, zonder een schokgolf door de private kapitaalmarkten te jagen. “Europese solidariteit is onvermijdelijk om de eurozone te redden”, zegt Frank Lierman.

Als er in Europa ooit het politieke draagvlak wordt gevonden om deze oplossing uit te werken, dan zal de transferunie of politieke unie een feit zijn, via de achterdeur. Dan heeft ECB eindelijk een politieke tegenhanger in het eurogebied, en zal ze minder snel de kastanjes uit het vuur moeten halen. De geboorte van een fiscale unie is voor de ECB daarom een extra garantie voor haar onafhankelijkheid. Als Trichet dat voor elkaar krijgt, past hij in het rijtje van de grote Europese roergangers. Maar intussen toch maar uitkijken dat de gehanteerde strategie niet in zijn gezicht ontploft. ☉

Lees ook blz. 22: *Euro en out*