

# Financiële sector te veel uit de wind gehouden door EU-fonds

## Door crediteuren te sparen maken EU-leiders voortzetting van het riskante gedrag van overheden en de financiële sector mogelijk, schrijven Lans Bovenberg, Bas Jacobs en Sweder van Wijnbergen

Gisteravond heeft de EU overeenstemming bereikt over een permanent noodfonds voor eurolanden (ESM). Maar door schuldreductie en herkapitaliseren van (West-Europese) banken niet tegelijk op de agenda te zetten, is het echte probleem toch weer doorgeschoven. Het is wel belangrijk dat er zo'n stabiliteitsfonds komt om de stabiliteit in de eurozone te bewaren zonder daarvoor een te groot beroep te hoeven doen op de middelen van het IMF.

Maar de beschikbaarheid van een noodfonds voor de landen van de eurozone die hun toegang tot de kapitaalmarkt verliezen, kent een groot gevaar, namelijk dat schuldeisers onvoldoende kritisch zijn bij het uitle-

nen aan Europese overheden omdat ze weten dat bij financieringsproblemen het permanente fonds wel bij springt. Terwijl dat is ontworpen om een crisis te voorkomen, dreigt zo precies het omgekeerde: landen met weinig begrotingsdiscipline kunnen makkelijker op de pof leven omdat schuldeisers bij wanbetaling uit de wind worden gehouden door de Europese belastingbetaler. Er is een impliciete subsidie op onverantwoord gedrag van zowel lakse overheden als onvoorzichtige private crediteuren.

Om dit 'morele gevaar' te bezwemen is het van belang dat het ESM-fonds niet wordt gebruikt om de pijn voor private schuldeisers te verzachten. De leningen en garanties van het ESM dienen daarom een voorrang-

status te krijgen ten opzichte van de private partijen, net als leningen van de Wereldbank en het IMF. Dat is nodig om te voorkomen dat private partijen hun verantwoordelijkheid afschuiven op de belastingbetaler.

Het maximaal aanspreken van private partijen op hun verantwoordelijkheid is ook een belangrijke aanvulling op een aangescherpt Stabiliteitspact voor het disciplineren van overheden. De effectiviteit van het Stabiliteitspact blijft door het ontbreken van geloofwaardige afdwingmechanismes beperkt: in het huidige stadium van Europese eenwording is de legitimiteit en daarmee de geloofwaardigheid van ingrijpen in elkaars budgettaire beleid en het afdwingen van sancties zwak. Europa moet

daarom niet alleen steunen op regels en procedures maar ook op markt-discipline. Dat vereist dat houders van staatsobligaties kredietrisico lopen door de obligaties af te stemmen als de betrokken landen hun schuld niet meer kunnen financieren. Dit kredietrisico maakt crediteuren voorzichtiger en daardoor stijgen de kosten om te lenen voor landen die hun publieke financiën niet goed op orde hebben. Landen worden zo gestimuleerd om hun tekorten niet op te laten lopen terwijl ze toch een grote mate van soevereiniteit behouden.

Het aanspreken van private crediteuren is alleen geloofwaardig als de West-Europese financiële sector, de grootste houder van deze schulden naast (hopelijk tijdelijk) de Europese Centrale Bank, sterk genoeg is om de schuldvermindering aan te kunnen zonder dat die financiële sector implodeert. De innige omhelzing tussen ongedisciplineerde overheden en zwakke banken op kosten van de Europese belastingbetaler dient daarom te worden beëindigd.

Dat vereist een strengere toezicht op en steviger ingrijpen bij banken.

Als landen op het terrein van hun begrotingsbeleid soevereiniteit houden, dienen zij op het gebied van het banktoezicht juist meer samen te werken. Kapitaalsvereisten en stresstesten dienen de volledige kredietrisico's van staatsschuld mee te nemen, ook wanneer die op het bankboek aangehouden worden als

Deze maatregelen zullen misschien de kosten van kredietverlening doen toenemen. Maar die hogere kosten weerspiegelen dan werkelijk gelopen risico's, in plaats van die risico's door te schuiven naar belastingbetalers. Dat is noodzakelijk als we een einde willen maken aan het excessief risicozoekend gedrag van

### Landen met weinig begrotingsdiscipline kunnen gemakkelijker op de pof leven van de schuldeisers

*hold to maturity*. Nu wordt ongeveer driekwart van de staatsobligaties bij de banken helaas buiten de Europese stresstests gehouden omdat de banken stellen ze niet op korte termijn voor korte termijn handelsdoeleinden aan te houden. De impliciete subsidie van belastingbetalers op het onverantwoorde gedrag van West-Europese banken moet worden beperkt. Aandeelhouders en ook mogelijkwerwijs schuldeisers van banken moeten dan ook meedelen in de kosten van een eventueel noodzakelijk herstructureren van deze banken.

diezelfde banken – de hoofdoorzaak van de nu pas langzaam wegebbende kredietcrisis.

Herkapitaliseren van de West-Europese banken is absoluut noodzakelijk, want hun zwakke positie staat nu een realistische schuldreductie in landen als Griekenland, Ierland en Portugal nog in de weg. Toch is die schuldreductie noodzakelijk willen we weer groeiherstel zien in Zuid-Europa en Ierland. Schuldreductie is zo uiteindelijk ook in het belang van de crediteuren.

Schulden reduceren om groei mo-

gelijk te maken gebeurde ook in de negentiger jaren onder het Bradyplan bij bijvoorbeeld Mexico, waar Van Wijnbergen toen als adviseur actief was. Het meebetalen door verantwoordelijke crediteuren is bovendien een absolute voorwaarde voor de bevolking om in te stemmen met sanering van de overheidsfinanciën. Opofferingen aan de lokale bevolking vragen terwijl roekeloze bankiers er zonder kleerscheuren van af zouden komen was destijds in Mexico politiek niet te verkopen.

De tegenwoordig ook veelgehoorde bewering dat schuldreductie de desbetreffende landen langdurig van de kapitaalmarkt uitsluit, is onzin. Mexico werd in de maanden na haar schuldreductie van 40 procent overspoeld door privaat kapitaal, want met een hervormde economie en een lage schuldenlast werd het meteen weer een kredietwaardige debiteur.

Er is een risico dat het ESM zich ontwikkelt tot een concurrent voor het IMF als het makkelijker krediet verleent dan het IMF en zo 'forum-shopping' uitnodigt. Daarom moet het ESM alleen hulp geven als ook het IMF een bijdrage levert met zo-

wel financiële middelen als expertise. Het Nederlandse parlement heeft terecht gisteren bijna Kamerbreed een motie aangenomen die naast een voorrangstatus voor het ESM ook deze sterkere rol voor het IMF bepleit. Kortom, de besluiten van gisteravond zijn in de goede richting, maar een structurele oplossing vereist meer: schuldreductie in ruil voor verdergaande hervormingen in de probleemlanden, en meer risicodeling door de private financiers van de West-Europese banken die in Ierland en Zuid-Europa met hun vingers tussen de deur beland zijn. Door schuldreductie en het herkapitaliseren van banken voor zich uit te schuiven, blijven de leiders van de EU het toch weer mogelijk maken voor zowel overheden als de financiële sector hun risico zoekende gedrag voort te zetten op kosten van de Europese belastingbetaler.

Lans Bovenberg, Bas Jacobs en Sweder van Wijnbergen zijn hoogleraar economie aan respectievelijk, Universiteit van Tilburg, Erasmus Universiteit Rotterdam en Universiteit van Amsterdam.