

Vergaderjaar 2011–2012

21 501-07

Raad voor Economische en Financiële Zaken

Nr. 868

BRIEF VAN DE MINISTER VAN FINANCIËN

Aan de Voorzitter van de Tweede Kamer der Staten-Generaal

Den Haag, 7 december 2011

Tijdens het overleg van 1 november jl. is de motie Sap¹ aangenomen waarin de regering verzocht wordt het CPB te vragen om een analyse van de effectiviteit van opties om de slagkracht van het EFSF te vergroten. De motie noemt vier opties, te weten het bankmodel, het verzekeringsmodel, de special purpose vehicle (SPV) en de verhoging van de garanties van lidstaten. Op 25 november jl. heeft de Minister van Economische Zaken, Landbouw en Innovatie de CPB-notitie aan de Tweede Kamer aangeboden (kamerstuk 21 501-07, nr. 861). Dit rapport geeft een overzicht van de werking van de verschillende opties, waarbij ook de risico's van de opties worden beschreven. Met deze brief voldoe ik aan het verzoek van uw Kamer van 28 november 2011 om een kabinetsreactie op de CPB-notitie Evaluatie van opties EFSF.

Ontwikkelingen van de afgelopen maanden in de financiële stabiliteit van de eurozone hebben de noodzaak om de capaciteit van het EFSF efficiënter in te kunnen zetten duidelijk gemaakt. Er bestaan verschillende mogelijkheden om de slagkracht van het fonds te vergroten, die ieder hun eigen voor- en nadelen kennen. Voor alle varianten geldt dat de voorwaarden en strikte conditionaliteit die gesteld worden aan steun vanuit het noodfonds essentieel zijn. De analyse van het CPB onderschrijft dit beleid van het kabinet zoals dat onderdeel is van de inzet in Europese discussies. Voor de effectiviteit van het EFSF is het volgens het CPB belangrijk dat aan het verlenen van steun adequate condities voor beleid (vastgelegd in een Memorandum of Understanding) kunnen worden gekoppeld conform de praktijk van het IMF. Zo kunnen landen op een structurele manier hun overheidsfinanciën en economieën verbeteren. Dat is de basis voor het herwinnen van vertrouwen en een duurzaam economisch herstel.

In het verslag van de Eurogroep (kamerstuk 21 501-07, nr. 865, d.d. 2 december jl.) is vermeld dat in de Eurogroep inmiddels overeenstemming is bereikt over de verdere uitwerking van de twee varianten om de slagkracht van het EFSF te vergroten: het verzekeringsmodel en het

¹ Kamerstuk 21 501-20, nr. 580.

Co-Investment Fund (CIF). Deze twee varianten waren overeengekomen tijdens de Eurotop van 26 oktober jl. Bij de uitwerking van de richtlijnen en van de *terms and conditions* is zeker gesteld dat de voor Nederland essentiële voorwaarde van adequate, strikte conditionaliteit geborgd zijn. Uiteraard blijft gelden dat het nieuwe EFSF onderdeel moet zijn van een integrale aanpak en dus van een totaalpakket voor de schulden crisis. Zoals eerder gemeld aan uw Kamer, heeft Nederland daarom een parlementair voorbehoud gemaakt bij de goedkeuring van de aangepaste richtlijnen. De Tweede Kamer kan zich hierover uit spreken, alvorens Nederland definitief hiermee instemt.

Varianten voor vergroten slagkracht EFSF

Het CPB beoordeelt de verschillende opties in zijn rapport aan de hand van «slagkracht» van het noodfonds die het definieert als 1) voldoende middelen, die 2) snel kunnen worden ingezet 3) op een manier (bijvoorbeeld met voorwaarden) die het waarschijnlijk maakt dat het lenende land op termijn weer op eigen benen kan staan. Ten aanzien van de beoordeelde opties ter vergroting van de slagkracht van het EFSF neemt het CPB terecht niet alleen de effecten op de leencapaciteit mee van de verschillende varianten, maar ook de effectiviteit van de instrumenten. Uitgangspunt is immers dat landen door een structurele verbetering van de kredietwaardigheid weer zelfstandig geld op kunnen halen op financiële markten. Het CPB benadrukt in deze context het belang van adequate conditionaliteit behorende bij steunprogramma's.

Het CPB gaat ook kort in op de werking van het huidige EFSF. Het stelt dat het EFSF dezelfde status heeft als andere schuldeisers (geen «preferred creditor status») waardoor er volgens het CPB een groter risico is op verliezen. Met deze stelling wordt echter voorbijgegaan aan de mogelijkheden voor eurolanden om naar de Club van Parijs te gaan en aanvullende afspraken te maken over de terugbetaling van leningen bij een eventuele herstructurering van soevereine schuld. De werking van de Club van Parijs tot dusver laat zien dat de Nederlandse schuldpositie daar kwalitatief goed gewaarborgd is.

1. SPV-model

Het SPV-model dat het CPB doorgelicht heeft, komt grotendeels overeen met één van de varianten waarover de Eurogroep van 7 en 29 november jl. heeft gesproken. Dit betreft het bijeenbrengen van private en publieke middelen in een Co-Investment Fund dat op de primaire en secundaire markt obligaties kan opkopen. In dit model participeren (private) investeerders in de SPV, waarbij het EFSF de eerste verliezen opvangt. Bij kleine verliezen zullen de investeerders buiten schot blijven, maar bij groter verliezen lopen investeerders het risico dat ze (een deel) van hun geld niet terugkrijgen. Het CPB benadrukt dat de effectiviteit van deze optie afhangt van de bereidheid van private investeerders om aan dergelijk vehikel deel te nemen en van hun vertrouwen in de kredietwaardigheid van de garanderende landen. Het kabinet deelt deze observaties van het CPB. In dit kader heeft het EFSF de laatste tijd intensieve consultaties gevoerd met investeerders. Volgens het EFSF blijkt bij een deel van deze partijen interesse te bestaan. Daarbij hangt de exacte omvang van het EFSF die via de leverage wordt bereikt af van het marktsentiment op de momenten dat middelen moeten worden aangetrokken.

2. Verzekeringsmodel

In het verzekeringsmodel wordt een kredietverzekering aangeboden voor (een deel van) het verlies dat investeerders zouden kunnen lijden in het geval er sprake is van een niet volledige terugbetaling van een obligatie uitgegeven door een euroland. Het verschil met de huidige vormgeving van het EFSF is dat in deze optie investeerders direct blijven lenen aan potentieel kwetsbare landen, in plaats van via het EFSF. Het verschil met het SPV-model is dat in het verzekeringsmodel de markttoegang van het gesteunde land in stand blijft, waarbij het EFSF dit ondersteunt met een garantie. Als het kredietverlies groter is dan het verzekerde gedeelte maakt de investeerder een verlies. Het CPB twijfelt aan de effectiviteit van deze kredietverzekering. Het wijst daarbij op de ontwikkelingen rond Griekenland, waarbij het CPB stelt dat bestaande CDS-contracten niet zullen uitbetalen na de vrijwillige omruiloperatie. Volgens het CPB zullen sommige investeerders daarom wantrouwend zijn of kredietverzekeringen die het EFSF verstrekt wel zullen uitbetalen in geval van een herstructurering die niet officieel tot een credit event leidt. Overigens is Nederland nooit tegen het ontstaan van een credit event geweest, mede om de reden dat een herstructurering van schuld conform de praktijk van het IMF in uitzonderlijke omstandigheden mogelijk moet zijn.

Ook deze optie is de afgelopen tijd verder uitgewerkt door de Eurogroep. Vanuit het EFSF komen signalen dat er geïnteresseerde investeerders zijn voor dit model. Ook hier geldt wel weer dat de marktcondities mede bepalend zullen zijn voor de daadwerkelijke interesse.

3. Bankmodel

In deze door het CPB geanalyseerde optie wordt er aan het EFSF een bankvergunning toegekend. Hierdoor krijgt het EFSF onder andere toegang tot de kredietfaciliteiten van de ECB. Dit is het belangrijkste verschil met het SPV-model. Dergelijke vergunning voorziet in een zekere financiering voor het EFSF. Dit zorgt er volgens het CPB voor dat een grotere hefboom beter haalbaar wordt. De slagkracht van het noodfonds in termen van geld wordt dan ontegenzeggelijk groter. Volgens het CPB bestaat echter ook het risico op Moral Hazard wanneer de eurolanden ECB steun gaan zien als «gratis geld» waardoor de prikkel tot structurele hervormingen kleiner wordt. Hiermee kan de effectiviteit van deze optie geschaad worden. Tegenover de grotere slagkracht in termen van geld staat wel een groter risico voor de ECB in deze optie. Daarnaast kunnen er perverse effecten zijn op monetair beleid. Volgens het CPB is een ander bezwaar tegen het bankmodel dat betrokkenheid van de ECB kan leiden tot minder van democratische legitimatie. Het kabinet hecht aan de onafhankelijkheid van de ECB als monetaire autoriteit.

4. Verhogen van de garanties

De slagkracht van het EFSF kan ook worden vergroot door een verhoging van de huidige garanties van EMU-landen zonder dat hiermee via een hefboomconstructie extra middelen van externe investeerders worden aangetrokken. De landen kunnen via het EFSF adequate, strikte condities stellen conform de huidige praktijk. Het CPB geeft aan dat de verhoging van de garanties kan leiden tot zorgen bij marktpartijen over de kredietwaardigheid van de garantieverstrekkende landen. Het kabinet deelt de zorg van het CPB dat het sterk ophogen van de garanties voor sommige landen kan leiden tot een verminderde gepercipieerde kredietwaardigheid.

Samenvattend

Het CPB legt in zijn beoordeling de nadruk op de afhankelijkheid van marktfinanciering en de mogelijke geringe belangstelling van externe partijen. Hoewel de precieze omvang van de vergroting van het EFSF niet exact is vast te stellen, duiden de eerste signalen erop dat er wel degelijk belangstelling is van marktpartijen. Daarbij geldt wel dat het daadwerkelijke hefboom effect mede afhangt van het markt sentiment op de momenten dat middelen moeten worden aangetrokken. Hoewel in de optie waarin het EFSF een bankvergunning krijgt een grotere slagkracht voor het noodfonds in termen van geld beter haalbaar wordt, bestaat er het risico van het ontbreken van de voor duurzaam herstel juist zo essentiële hervormingen.

In de verdere uitwerking van de leverage opties heeft de Eurogroep van 29 november jl. zich tevens gebogen over mogelijkheden om het noodfonds te vergroten met aanvullende steun van het IMF. De hiervoor benodigde additionele middelen zou het IMF kunnen aantrekken via een verhoging van de Special Drawing Rights of door het verstrekken aan het IMF van bilaterale leningen. Dit adresseert een van de mogelijke nadelen van het huidige EFSF waar het CPB op wijst, namelijk de afhankelijkheid van marktfinanciering. Bovendien wordt hiermee, conform de inzet van het kabinet in Europees verband, de samenwerking van het EFSF met het IMF voortgezet. Het IMF heeft een uitgebreide expertise in het bepalen en opleggen van adequate, strikte condities. De mogelijkheden voor aanvullende steun van het IMF zullen nu in samenwerking met het IMF verder worden onderzocht. Voor de volledigheid merk ik op dat deze variant geen onderdeel vormde van de CPB-analyse.

De minister van Financiën,
J. C. de Jager