

# Vergeet de euro-obligaties, ga voor European Safe Bonds

11:39 - 03 oktober 2011

Om de spiraal tussen bankencrisis en overheids crisis te doorbreken moeten banken veiliger activa aanhouden. Ook de overheden worden zo veiliger. European Safe Bonds of ESBies zijn een goede kandidaat.



*Door Stijn Van Nieuwerburgh, professor financiële economie aan New York University. Hij maakt deel uit van een consortium onafhankelijke economen die oplossingen zoeken voor de Europese schuldencrisis.*

De stroomversnelling in de eurocrisis is het gevolg van fouten in de architectuur van het europroject. Voor velen is de oplossing een verregaande politieke en fiscale integratie tussen de eurolanden. Dat is ook de denkpiste van onze eigen politici. Maar kiezers in Noord- en Zuid-Europa staan op straat en dreigen het hele Europa project op te blazen. Onze beste kans op het overleven van de euro is een hervorming van de Europese instellingen die minder in plaats van meer Europa beoogt. Enkele bescheiden wijzigingen in de banksupervisie, het monetair beleid en de rol van het Europees noodfonds EFSF kunnen de eurozone nieuwe draagkracht geven.

Een eerste diagnose is dat de banken in de eurozone te veel overheidsobligaties - vooral van hun eigen overheid - aanhouden. Ook KBC, Dexia, en BNP Paribas Fortis behoren tot die categorie. 40 procent van de 150 miljard euro aan overheidspapier die Belgische banken aanhouden, is schuld van onze eigen dierbare schatkist. De Europese bancaire toezichthouders behandelen elke overheidsobligatie als volstrekt risicovrij. Ze krijgen een etiket van nulrisico opgeplakt onder de Baselregelgeving, wat betekent dat banken er geen eigen vermogen hoeven tegen aan te houden. Ook de Europese Centrale Bank aanvaardt alle overheidsobligaties van de eurolanden als onderpand voor leningen zonder differentiatie. Die situatie heeft banken ertoe aangezet overheidspapier van Griekenland, Portugal, Ierland, Italië en Spanje aan te houden, zonder extra eigen vermogen maar met hoog rendement. Ook de Belgische overheid betaalt een risicopremie op haar schuld, maar die vertaalt zich niet in extra prudentiële reglementering.

Toen de crisis uitbrak, verzeilde Europa zo in een neerwaartse spiraal van een dubbele bank- en overheids crisis (twin crises). Vrees voor de solvabiliteit van de overheid voedde de speculatie

over de solvabiliteit van de banken, en vice versa. Overheden willen banken wel redden, maar kunnen dat niet meer zonder hun eigen solvabiliteit in gevaar te brengen. Wie gelooft vandaag dat de Belgische overheid, zoals in 2008, nog eens 27 procent van het bruto binnenlands product (u leest het goed) in het Belgische bankwezen kan pompen zonder rampzalige gevolgen voor de intrestvoet op Belgisch staatspapier?

We hebben nieuwe Baselregelgeving nodig die overheidsobligaties een risicogewicht toekent dat correspondeert met het risico van die obligatie. En we hebben een nieuw ECB-beleid nodig dat erkent dat Duitse en Griekse obligaties niet gelijkwaardig zijn als onderpand. Dat zijn kleine aanpassingen, met grote gevolgen. Europese banken zouden dan de juiste signalen krijgen om hun activa beter te diversifiëren en te heroriënteren naar minder risicovolle activa. Veiligere banken maken meteen de Europese overheden veel veiliger, en zo wordt de duivelse spiraal tussen bank- en overheids crisis gebroken.

## NULRISICO

Maar wat zijn dan die veilige activa die Europese banken moeten aanhouden? Wij stellen voor om een nieuw instrument te creëren: de ESBie of European Safe Bonds. ESBies zijn de enige activa die een nulrisicogewicht van Basel zouden krijgen en de enige die de ECB zonder straf (haircut) als onderpand zou aanvaarden. ESBies zouden een vacuüm vullen, niet alleen voor de Europese banken maar voor de hele wereld. Er is namelijk een acuut tekort aan veilige investeringen in deze turbulente tijden. Zelfs goud en de Zwitsere frank hebben afgedaan als veilige haven, enkel de dollar (en in mindere mate de yen) worden nog vertrouwd door de internationale belegger.

ESBies zijn het instrument bij uitstek om de euro te doen meetellen als internationale reservemunt. De liquiditeit van de ESBies zou zich vertalen in een lagere rente in Europa. En dat zou de intrestkosten van alle Europese overheden verlagen en meteen de probleemlanden wat ademruimte geven.

Wat zijn ESBies? Een nieuw Europees Schuldagentschap (ESA) koopt overheidsobligaties van alle eurolanden op volgens een vaste verdeelsleutel en houdt die passief aan. Het gewicht van elk land in de verdeelsleutel is rechtstreeks gekoppeld aan de grootte van elk euroland (het bbp-gewicht uitgemiddeld over de voorbije vijf jaar). Zo'n ijzeren regel is nodig omdat politici anders nooit aan de verleiding zouden kunnen weerstaan om het gewicht te verhogen voor een euroland dat in de problemen is gekomen. Tegen die portefeuille van overheidsobligaties van alle 17 eurolanden zou de ESA twee nieuwe investeringsproducten uitgeven.

## VEILIG

Het eerste product is de ESBie, een ultraveilige investering die beleggers een vast rendement belooft. Het tweede product is een risicovolle obligatie die achtergesteld is tegenover de ESBies. Concreet betekent dit dat, in het geval van een schuldherschikking of een faillissement van een euroland, de eerste 30 procent van alle verliezen wordt toegekend aan de investeerders in de achtergestelde tranche, het tweede product. De ESBies, die 70 procent vertegenwoordigen van het balanstotaal van de ESA, lijden enkel verlies als de verliezen meer dan 30 procent bedragen.

Zelfs als Griekenland, Portugal en Ierland volledig in gebreke blijven en Spanje en Italië hun schuld maar gedeeltelijk terugbetalen, behouden de ESBies hun volledige waarde. Simulaties tonen aan dat ESBies veiliger zijn dan Duits overheidspapier en dat ze maar één keer om de 600 jaar niet volledig terugbetalen. ESBies zijn ontworpen om veiligheid te maximaliseren, niet zoals de verachte mortgage-backed securities die ontworpen waren om winst te maximaliseren.

Indien gewenst zou de 440 miljard euro die de lidstaten al toegezegd hebben aan het Europees noodfonds EFSF kunnen worden gebruikt als extra marge voor het geval de ESBies in gebreke blijven. Zo'n EFSF-garantie zou echter in uiterst onwaarschijnlijke gevallen nodig zijn. In tegenstelling tot de eurobonds, die velen als oplossing naar voren schuiven, betekenen de ESBies dus geen fiscale unie. De investeerders in de achtergestelde tranche nemen zo goed als alle verliezen op hun conto in plaats van de belastingbetaler in het geval van eurobonds.

Omdat de ESA maar een stuk van de overheidsschuld van elk land zou kopen (maximaal 60 procent van het bbp zoals in de Maastrichtcriteria), moeten de zware leners nog steeds een beroep doen op de privémarkt om hun staatspapier te plaatsen. Zo behoudt de rente haar waarde als signaal van het risico van de schuld. En zo verliezen landen als Griekenland, Portugal, en ja ook België, niet hun incentives om de noodzakelijke structurele hervormingen onverminderd voort te zetten.

ESBies lossen niet alle problemen in de eurozone op en kunnen evenmin een aantal banken van de ondergang redden. Desalniettemin corrigeren ze belangrijke fouten in het ontwerp van de eurozone en kunnen ze zo een sterker fundament vormen voor de toekomst van de euro.

**Meer op [www.euro-nomics.com](http://www.euro-nomics.com)**