

De Europese noodhulp aan eurozonelidstaten in financiële moeilijkheden.

Effecten voor de Belgische staatsfinanciën.

Luc BUFFEL

Adviseur-generaal van Financiën

ABSTRACT

Because of serious economic and budgetary problems several Euro Area Member States (EAMS) (notably Greece, Ireland, Portugal, Spain and Cyprus) can borrow at present only at very high and prohibitive interest rates on the financial markets. Not to endanger the financial stabilisation of the whole Euro area, mechanisms of financial assistance in the form of conditional loans are being granted to these countries. Starting in 2010 from bilateral loans granted only to Greece, the financial assistance was channelled by means of the European Financial Stabilisation Mechanism and the temporary European Financial Stability Facility (EFSF), which were set up in 2010 and funded not only Greece. With the aim of increasing the effectiveness of the financial assistance, the scope and the lending capacity of the bailout fund 'EFSF' were extended, which led to its successor, i.e. the permanent and larger European Stability Mechanism. Besides also the IMF is granting financial assistance.

The grant of the loans has a non negligible impact on the finances of the helping EAMS, especially on their debt, which is different according to the mechanism. In this article the different support mechanisms are generally outlined and, in particular, the budgetary impact for Belgium is clarified. In 2011, the exogenous rise in the Belgian government debt caused by this financial assistance, which is out of control of the Belgian federal government, amounted to 0.5 % of GDP; in 2012 this increase could even be slightly more than thrice higher.

Keywords: sovereign debt restructuring, international loans, European Financial Stability Facility, European Stability Mechanism, financial assistance to Euro Area Member States.

JEL Classification Code: F33, F35, H63, H81.

Tekst afgesloten op 30 juni 2012

Inhoudstafel

Algemene inleiding	107
1 Eerste hulpplan aan Griekenland	108
1.1 Algemene beschrijving	108
1.2 Belgische wettelijke en budgettaire regeling	109
1.3 Cijfermatige toelichting van het eerste steunpakket voor Griekenland	111
2 De Europese Faciliteit voor Financiële Stabiliteit	113
2.1 Aanleiding tot de oprichting ervan en van het EFSM	113
2.2 Algemene beschrijving van de EFSF	114
2.3 Algemene regels in verband de EFSF en de Belgische regelgeving ervan	115
2.4 Toezeggingen inzake het steunprogramma ten gunste voor Ierland en Portugal	118
2.5 Het tweede steunpakket voor Griekenland en verdere evolutie van de EFSF	119
2.6 Verdere evolutie: mijlpalen bij de belangrijkste beslissingen	120
2.7 Budgettaire aanrekening in de nationale rekeningen	122
3 Het ESM	125
3.1 Inleiding	125
3.2 Algemene bepalingen	125
3.3 Kapitaalstructuur	129
3.4 Bestuur en institutionele werkingsregelingen	130
3.5 Prijsstelling en overige financiële regelingen	131
3.6 Boekhoudkundige aspecten	133
3.6.1 Algemene aanrekening in de nationale rekeningen	133
3.6.2 Budgettaire weerslag voor België	133

3.7	Verdere evolutie na ondertekening van het Verdrag en beslissingen in verband met de stabilisatiemechanismen	134
4	Definitieve regeling van het tweede steunprogramma voor Griekenland	136
4.1	Algemene beschrijving	136
4.2	Regeling voor België van het terugstorten aan Griekenland van inkomsten ontvangen uit Grieks overheidspapier	139
5	Overzicht van de leningen van de EFSF	141
6	Bijdrage van het IMF	142
7	Recentste evoluties	143
7.1	Lening ten gunste van Spaanse banken	143
7.2	Lening aan Cyprus	144
7.3	Beslissingen van de top van de Eurozone van 29 juni 2012	144
8	Globale weerslag op de Belgische overheidsschuld	145
9	Conclusies	147

Algemene inleiding

Deze tekst behandelt in hoofdzaak de Belgische betrokkenheid bij de in Europees verband toegekende steun aan lidstaten van de eurozone (eurolanden) in financiële moeilijkheden. Er wordt gefocust op de beschrijving en toelichting van de verscheidene vormen van Europese financiële steun en van de institutionele vormgeving ervan. De beschreven maatregelen worden wel in hun evolutie geschetst. Daarbij komt in het bijzonder de budgettaire weerslag van die vormen van steun op de Belgische staatsfinanciën aan bod. De steun van de ECB in de vorm van het opkopen van staatsschuldeffecten (Secondary Market Purchase Programme) van probleemlanden met als doel de rente van die effecten te verlagen alsmede het ter beschikking stellen van goedkope kortetermijnkredieten aan kredietinstellingen, wordt hier niet behandeld; deze tekst behandelt dus enkel de officiële steun van Europese instellingen of van de eurolanden.

Deze tekst biedt zeker geen geschiedschrijving van de Europese schulden crisis en evenmin wordt ingegaan op de oorzaken van de moeilijkheden van de afzonderlijke getroffen landen. Hierbij dient vermeld dat zoals dat het geval was met de steunverrichtingen ten gunste van de Belgische financiële sector door de overheid, de concrete steunverlening voor het allergrootste deel geen rechtstreekse weerslag had en heeft op het vorderingensaldo in de vorm van kapitaaloverdrachten. In normale omstandigheden is het dus niet zo dat de Belgische federale overheid geldmiddelen 'à fonds perdu' verschaft aan de noodlijdende landen. De steun neemt immers de vorm aan van terug te betalen leningen (dus zuiver financiële verrichtingen met alleen een weerslag op de schuld ⁽¹⁾), ofwel van waarborgverstrekkingen.

1 Daarnaast is er nog een beperkte onrechtstreekse weerslag op het vorderingensaldo door de rentebetalingen op de ontleende gelden voor bijvoorbeeld de kapitaaldeelname in het permanente noodfonds.

1

Eerste hulpplan aan Griekenland

1.1 Algemene beschrijving

Begin 2010 had de Helleense Republiek (Griekenland) te kampen met grote budgettaire en economische problemen en kon het daarom slechts tegen prohibitief hoge intrestvoeten ontlenen op de financiële markten. De liquiditeitsproblemen, die in feite een solvabiliteitsprobleem verhulden, werden steeds erger zodat Griekenland nog moeilijk op de financiële markten kon ontlenen. Daarom werd op Europees vlak besloten dat de eurolidstaten Griekenland zouden bijspringen in de vorm van bilaterale leningen.

Gevolg gevend aan de gemeenschappelijke verklaring van de Staats- en Regeringsleiders van de lidstaten van de eurozone van 25 maart 2010 om, tezamen met het Internationaal Monetair Fonds, hun financiële steun te verlenen aan de Helleense Republiek, hebben de lidstaten van de eurozone de modaliteiten van die financiële steun geformaliseerd in twee overeenkomsten van 8 mei 2010, nl. het "Intercreditor Agreement" en het "Loan Facility Agreement". Het totaal bedrag aan financiële steun (loan facility) die over een periode van drie jaar (van mei 2010 tot juni 2013) door de lidstaten van de eurozone aan Griekenland zal worden verleend, is 80 miljard EUR en neemt de vorm aan van bilaterale leningen. Die bilaterale leningen worden gecentraliseerd en beheerd door de Europese Commissie, in haar hoedanigheid van agent van de lidstaten van de eurozone, en door de ECB, in haar hoedanigheid van betaalagent. Volgens de twee vermelde overeenkomsten is de totale bijdrage van de Belgische Staat in deze financiële steun vastgelegd op 2 860 942 462,10 euro, gespreid over een periode van drie jaar. De kalender van de geplande stortingen wordt opgesteld door de Europese Commissie op basis van de bepalingen van de vermelde overeenkomsten. Daarnaast kent ook het IMF in het kader van zijn 'Extended Fund Facility' leningen toe voor een maximaal bedrag van 30 mrd. euro. De terugbetalingen van de leningen aan Griekenland hebben volgens de oorspronkelijke overeenkomst plaats tussen september 2013 en september 2016.

De bijdrage van elke eurolidstaat wordt berekend op basis van zijn aandeel in het kapitaal van de ECB, wat voor België in een eerste fase 3,5762 % bedroeg. Tijdens de eerste drie jaren van de lening betaalt Griekenland volgens de oorspronkelijke maar later herziene overeenkomst de volgende rente op de leningen: Euribor op 3 maanden + 300 basispunten, tijdens jaar 4 en 5 van de lening: Euribor op 3 maanden + 400 basispunten. Uit die renteformule blijkt dus dat België in principe (in de onderstelling van de terugbetaling van alle leningen) aan de lening ging verdienen doordat België aan Griekenland tegen een hogere rente leende dan de rente die het zelf moest betalen om te lenen op de financiële markten. Van de te storten bedragen wordt een "service fee" van 50 basispunten afgehouden als vergoeding voor de eurolidstaten van hun beheerskosten.

De verschillende schijven van de leningen werden toegekend in functie van de naleving van strikte voorwaarden, die werden onderhandeld door de Europese Commissie in samenwerking met de ECB en het IMF (de zogenaamde 'trojka'). Aldus moet Griekenland strenge budgettaire saneringsmaatregelen nemen, zijn pensioenstelsel hervormen en structurele economische hervormingen doorvoeren, waaronder een flexibilisering van zijn arbeidsmarkt.

1.2 Belgische wettelijke en budgettaire regeling

De financiële steun van België vindt zijn wettelijke basis in de Wet van 12 mei 2010 (Belgisch Staatsblad (BS) van 25 mei 2010) tot machtiging van de Minister van Financiën om leningen aan de Helleense Republiek toe te staan, gewijzigd door de Wet van 29 december 2011 houdende diverse bepalingen (I). Aldus wordt het maximaal bedrag van 2 860 942 462,10 EUR bevestigd in Art. 48 van de desbetreffende wet van 29 december 2011, dat het oorspronkelijk vermelde bedrag van 1 074 000 000 ⁽²⁾ in de wet van 12 mei 2010 verving. In feite is het maximaal ⁽³⁾ voorziene netto bedrag van de stortingen 2 846 637 749,79 mln. euro, dus het brutobedrag verminderd met 14 304 712,31 euro, het maximale bedrag van de service fee van 50 basispunten, dat een vorm is van niet-fiscale ontvangsten.

Boekhoudkundig worden de verrichtingen als volgt aangerekend. De toegekende leningen worden aangerekend op basisallocatie 84.12.01 'Leningen aan lidstaten van de Europese Unie' van de Rijksschuldbegroting, waarvan de economische code 84 gebruikt wordt voor kredietverleningen en deelnemingen in het buitenland. Dit zijn primaire uitgaven zonder weerslag op het vorderingensaldo. Het toekennen van een lening is immers een financiële verrichting dat enerzijds een financieel passief doet ontstaan als gevolg van de externe financiering maar anderzijds ook leidt tot een rentedragend financieel actief in de vorm van een terug te betalen vordering. Aldus heeft het toekennen van een lening een ongunstige weerslag op het netto te financieren saldo (kassaldo), maar heeft het geen weerslag op het op transactiebasis berekende vorderingensaldo. Wel verhoogt de kredietverlening zowel de traditionele schuld van de federale Staat als de geconsolideerde brutoschuld van de gezamenlijke overheid (Maastrichtschuld); wanneer de leningen van Griekenland zullen worden terugbetaald daalt de schuld dan op symmetrische wijze opnieuw.

De rente-ontvangsten voor de federale Schatkist worden geboekt op het art. 26.10.01 (voor 2010: 26.00.07) van de Middelenbegroting ('intresten van leningen toegestaan in het kader van de financiële crisis'). Dit artikel omvat tevens de rente-ontvangsten uit de lening aan het Groothertogdom Luxemburg inzake Kaupthing en uit de lening aan KBC. De ontvangen (van het brutobedrag van de

2 Daarenboven was voorzien dat dit bedrag bij koninklijk besluit vastgelegd na overleg in Ministerraad kon worden verhoogd tot 2 mld. euro. Die bepaling werd dan overbodig en is dan ook afgeschaft.

3 Vóór het wegvallen van Ierland en Portugal als steun verlenende landen.

lening afgehouden) 'service fee' (vergoeding voor diensten) wordt aangerekend op het artikel 16.13.01 van de Rijksmiddelenbegroting 'Vergoeding voor beheerskosten van door de Schatkist toegekende leningen in het kader van de financiële crisis'. Aangezien die 'service fee' van het brutobedrag van de lening wordt afgehouden is het in feite het netto gestorte bedrag aan Griekenland dat tot de financieringsbehoeften wordt gerekend en dus de overheidsschuld verhoogt.

Het 'loan facility agreement' van 8 mei 2010 is een *eerste maal geamendeerd* op **11 maart 2011** en dit als tegenprestatie voor de verderzetting van structurele hervormingen en de snelle uitvoering van het privatiseringsprogramma (ter waarde van 50 mrd euro). Toen is overeengekomen de intresten op die lening van maximaal 80 mld. euro met 100 basispunten te verlagen en de looptijd van de leningen te verlengen van 5 tot 10 jaar en het betalingsuitstel ('grace period' of aflossingsvrije periode) van 3 tot 4,5 jaar. Vanaf de storting van de zesde schijf (oorspronkelijk voorzien op 15 september 2011) in december 2011 bedroeg dus de marge of opslag op de driemaands euribor rente 200 basispunten voor de eerste drie jaar en 300 basispunten daarna.

Een *tweede wijziging* van de leningsmodaliteiten had plaats op de top van de Staatshoofden en regeringsleiders van de Eurozone van **21 juli 2011**, waarop in deel 2.5 nader wordt ingegaan. Toen hebben de eurolanden beslist de modaliteiten van de steun aan Griekenland van 8 mei 2010 te versoepelen en dit vanaf de storting van de zesde schijf. Meer concreet werd het betalingsuitstel verlengd van 4,5 tot 10 jaar (geen terugbetaling vóór 2020) en werd de looptijd van de leningen verlengd van 10 tot 15 jaar. Aangezien dit slechts wijzigingen waren van technische specificaties die niet zijn opgenomen in de vermelde wet van 12 mei 2010 was daarvoor geen Belgische wetswijziging nodig. Die wijzigingen werden goedgekeurd en doorgevoerd voor België door de beslissing van de Ministerraad van 2 september 2011. Budgettair leidt dit dus tot een verschuiving met vijf jaar van de terugbetalingen van het kapitaal en dus tot een langere periode aan rente-ontvangsten die gedurende de langere aflossingsvrije periode op een hoger uitstaande leenbedrag zullen worden berekend.

Op **21 februari 2012** besliste de Eurogroep om de marge, die van toepassing is op de rentevoet van de bilaterale leningen aan Griekenland, retroactief met ingang van 15 juni 2011 met 150 basispunten te verlagen tot 150 basispunten ('Amendment to the EUR 80 000 000 000 Loan Facility Agreement', ondertekend op 27 februari 2012 door de Europese Commissie voor rekening van de lidstaten van de eurozone). Die verlaging van de rente zal de financieringsbehoeften van Griekenland in de programmaperiode 2012-2014 verlagen met 1,4 miljard en de Griekse overheidsschuldgraad verlagen in 2020 met 2,8 procentpunt. Al deze wijzigingen zijn eind maart 2012 in werking getreden en vanaf dan worden geen nieuwe bilaterale leningen aan Griekenland meer toegekend. Met deze verlaging van de rentevoeten werd al rekening gehouden bij de Belgische begrotingscontrole 2012 ⁽⁴⁾ van maart 2012. In 2012 zal tevens het teveel aan

4 De netto vermindering van de BA 26.10.01 in de aangepaste Middelenbegroting 2012 (ten opzichte van de initiële begroting 2012) met 39,408 mln. euro van 390,15 tot 350,742 mln. euro vloeit voor het grootste deel uit die margeverlaging voort, maar is nog gebaseerd op de (niet langer geldige) hypothese dat het teveel aan voordien ontvangen intresten zou worden afgetrokken van het in 2012 te ontvangen bedrag.

intresten ontvangen op de coupondata van 15 juni 2011 tot en met 15 maart 2012 (25,48 mln. euro) worden teruggestort aan Griekenland.

1.3 Cijfermatige toelichting van het eerste steunpakket voor Griekenland

Tabel 1: Cijfers in verband met de lening van de Belgische Staat aan Griekenland

In mln .EUR	2010	2011	r 2012 (1)	r 2012 (2)
Toegekende bruto bedragen (a)	758,75	1.183,7	0,0	0,0
Rente-ontvangsten				
Kasbasis	7,60	63,80	75,84	59,55
Economische basis (vastgestelde rechten)	9,05	66,37	75,58	57,77
Service fee (b)	3,794	5,92	0,0	13,89 (3)
Toegekende netto bedragen (a-b)	754,96	1.177,79	0,0	
Terugstorting teveel aan intresten (4)				
Kasbasis				25,48
Economische basis				25,48
Supplement aan te storten bedrag				2,78 (5)

r = raming

- (1) Eerste begrotingscontrole 2012, reeds rekening gehouden met de wijziging van de vervaldagenkalender van de leningen.
- (2) Rekening gehouden met Art. 5 van de eerste aanpassing van de Middelenbegroting 2012, vermindering van de marge tot 150 basispunten.
- (3) Door de als gevolg van (5) verhoogde bijdragen is er tevens een 'service fee' betreffende dat bedrag.
- (4) Het teveel aan intresten (wegens de retroactieve verlaging van de rentemarge) ontvangen op de trimestriële couponvervaldagen van 15 juni 2011 tot en met 15 maart 2012 moet door Eurostat *geboekt* worden als een kapitaaloverdracht (aangerekend op B.A. 40-54.22.01 'kapitaaloverdracht aan lidstaten van de Europese Unie') ten gunste van Griekenland (dus primaire uitgave): zal dit bedrag evenwel worden afgetrokken van in 2012 te ontvangen intresten.
- (5) Het bijkomend te storten bedrag als gevolg van de 'rebalancing' van de 'Greek Loan Facility' (GLF), goedgekeurd door de lidstaten van de eurozone in mei 2012 ⁽⁵⁾. In de praktijk wordt dit bedrag van bijkomende kredietverlening afgetrokken van de op 15 december 2012 van Griekenland te ontvangen intresten.

In totaal is tot en met eind 2011 voor 73 mld. euro financiële steun verleend aan Griekenland, waarvan 52,9 mld. euro door de eurolanden en 20,1 mld. euro door het IMF.

Wat nu specifiek België betreft, geven volgende cijfers een beeld van de financiële weerslag voor de Belgische Staat van de leningen aan Griekenland over de jaren 2010 tot en met 2012. Nadien is er evenwel ook nog een budgettaire weerslag wegens de renteontvangsten en de terugbetalingen (dat laatste niet in ESR95).

5 Het betreft het verschil tussen de daadwerkelijk verleende bijdrage en de aangepaste bijdrage die had moeten verleend worden dat de correctie vormt voor het feit dat bepaalde eurolidstaten een storting niet tijdig hadden goedgekeurd en omdat het jaarlijks budgettair leenplafond van bepaalde eurolidstaten ontoereikend was. Daarnaast is er ook nog een (consolidering' van de zes nog uitstaande leningen tot één lening met het oog oop een makkelijker beheer van de schuldendienst.

Onderstaande tabel geeft op basis van de meest recente ramingen een beeld van de rente-ontvangsten uit de GLF. Bij deze bedragen is reeds rekening gehouden met de weerslag van de renteverlaging, die jaarlijks 29,58 mln. euro ⁽⁶⁾ bedraagt, afgezien van de schrikkeljaren (2012,...) waarin die dan 29,66 mln. euro bedraagt.

Tabel 2: Te ontvangen rente uit de 'Greek Loan Facility'

In mln. EUR	2012	2013	2014	2015
Vastgestelde rechten	57,77	47,84	51,59	78,05
Kasbasis	59,55	47,84	49,79	78,75

Eind 2011 is in totaal voor 1 942,5 mln. euro uitgeleend aan Griekenland door de Belgische federale Schatkist. In december 2011 werd de zesde schijf (8 mld. euro, waarvan ongeveer 2,2 mld. euro door het IMF) gestort; het aandeel van België daarin bedroeg 219,64 mln. euro, wat licht hoger is dan het oorspronkelijk beoogd bedrag van 209,56 mln. euro, dat nog gebaseerd was op de oude verdeelsleutel van 3,5762 %, die nog geen rekening hield met het wegvallen van Ierland en Portugal als deelnemende landen.

Omwille van de niet-deelneming van Ierland en van Portugal die nog niet kon worden voorzien op het ogenblik van het vastleggen van het maximum leenbedrag van België in de Wet houdende diverse bepalingen van 29 december 2010, zal het totale maximale bedrag van de lening van België hoger liggen dan het wettelijk voorziene plafondbedrag van 2 860 942 462,10 euro, namelijk 2,916 mld. euro. Uiteraard is dat bedrag thans niet meer relevant aangezien er vanaf 2012 geen bilaterale leningen aan Griekenland meer worden verstrekt. Het ongebruikte saldo van het 'loan facility agreement' wordt overgedragen naar de EFSF.

6 Dit bedrag werd als volgt berekend: uitstaand kapitaal van 1.945,2 x 0,015 x 365 /360.

2

De Europese Faciliteit voor Financiële Stabiliteit

2.1 Aanleiding tot de oprichting ervan en van het EFSM

Ondanks de steun aan Griekenland in de vorm van bilaterale leningen van de eurolidstaten bleef Griekenland kampen met financieringsproblemen die zich uitten in sterke intrestvoetverhogingen. Omdat daarnaast ook de Portugese en de Ierse rente fors begon te stijgen en er dus meer en meer sprake was van een veralgemeende Europese schuldencrisis (sovereign debt crisis) werd gekozen voor een structurele en een meer algemene oplossing waarmee alle mogelijke crisissen kunnen worden opgevangen om zodoende de financiële stabiliteit in de eurozone te garanderen. Aldus werd in mei 2010 enerzijds een Europees financieel stabilisatiemechanisme ingesteld (Verordening (EU) Nr. 407/2010 van de Raad van 11 mei 2010 houdende instelling van een Europees financieel stabilisatiemechanisme (European Financial Stabilisation Mechanism (EFSM))) en anderzijds de Europese Faciliteit voor Financiële Stabiliteit (European Financial Stability Facility (EFSF)) opgericht.

Het EFSM vormt een aanvulling op het bestaande mechanisme voor financiële ondersteuning van de betalingsbalansen, dat voorbehouden is voor de niet-lidstaten van het eurogebied. Het EFSM machtigt de EU ertoe op basis van Artikel 122, lid 2, van het EU-Verdrag financiële bijstand in de vorm van een lening of een kredietlijn toe te kennen aan een lidstaat van de EU in financiële moeilijkheden. Daartoe kan de Commissie tot een maximumbedrag van 60 mld. euro leningen aangaan, die gewaarborgd zijn door de EU-begroting. Het Belgische aandeel erin bedraagt 3,09 % (27 EU-lidstaten). Begin juli 2012 is ten gunste van Ierland en Portugal 48,5 mld. euro toegezegd en is daarvan 40,8 miljard euro effectief gestort (waarvan 20,7 mld. euro voor Ierland en 20,1 mld. euro voor Portugal), waarvan 28,0 mld. euro in 2011. Het benodigde kapitaal voor de verlening van de financiële bijstand wordt opgehaald in naam van de EU door de Europese Commissie op de kapitaalmarkten of bij financiële instellingen. In geval van faillissement van het begunstigde land zal de EU-Commissie beroep doen op zijn eigen kasreserves en bij ontoereikendheid ervan zal het beroep doen op bijkomende kasmiddelen van de lidstaten ⁽⁷⁾. De ontleende gelden kunnen voor niets anders worden ingezet dan voor financiële steunverlening aan EU-lidstaten. De toekenning van steun is afhankelijk van een economisch herstelprogramma dat gericht is op het vrijwaren van de houdbaarheid van de overheidsfinanciën en het herstel van de capaciteit van het land in moeilijkheden om zich opnieuw te financieren op de markten. Leningen worden normaal in schijven toegekend waardoor er periodieke evaluaties mogelijk zijn.

7 OECD Journal: Financial Market Trends –volume 2011 issue 2, The EU architecture to avert a sovereign debt crisis, 3. The European Financial Stabilisation Mechanism, pp. 5-7.

2.2 Algemene beschrijving van de EFSF

De EFSF is te beschouwen als een louter intermediaire instelling die werd opgericht als een vennootschap onder Luxemburgs recht waarvan het heel beperkte kapitaal in handen is van de eurolidstaten en waarvan de door haar uitgegeven financiële instrumenten gewaarborgd zijn door de eurolidstaten. De EFSF verstrekt tijdelijk financiële bijstand (op basis van een kredietlijn die zou lopen voor drie jaar) aan eurolidstaten in moeilijkheden en ontleent daarvoor zelf op de financiële markten. De uitbetaling van de steun in schijven is afhankelijk van de uitvoering van een goedgekeurd budgettair en macro-economisch aanpassingsprogramma, dat wordt beoordeeld door de zogenaamde Trojka (EU-Commissie, IMF en ECB). Die beleidsvoorwaarden zijn opgenomen in een Memorandum of Understanding.

Met het oog op het verkrijgen en behouden van de hoogste kredietwaardigheidscore (die alleszins niet alle garanderende (waarborgverlenende) eurolanden hebben), werd het waarborgpercentage op meer dan 100 % gezet, namelijk 120 %, en werd tevens een deel (cash reserve en leningspecifieke cash buffer) van de op de financiële markten opgehaalde gelden ingehouden. Oorspronkelijk bedroeg het maximum bedrag van de gewaarborgde verbintenissen (ontleningscapaciteit) 440 mld. euro en de leencapaciteit ongeveer 250 à 260⁽⁸⁾ mld. euro. Het verschil tussen het bedrag van de gewaarborgde verbintenissen en dat van de effectieve leencapaciteit is toe te schrijven aan de kredietverbeteringen (waarborg tegen 120 % en het in reserve houden van een gedeelte van de ontleende bedragen) die zijn toegekend om de hoogste rating te verwerven en behouden⁽⁸⁾. Die kredietverbeteringen zijn nodig omdat slechts een beperkt aantal deelnemende garanderende landen een AAA-rating hebben. Oorspronkelijk bestonden de kredietverbeteringen uit een (a) overwaarborgpercentage van 120 % op elk uitgegeven bedrag, (b) een op voorhand betaalde kasreserve die overeenstemt met de huidige netto waarde van de opslag (netto-intrest plus een premie (service fee) van 50 basispunten) bij de EFSF-lening en (c) een leningspecifieke kasbuffer die gelijk is aan het deel van de schuldinstrumenten dat niet gedekt is door de waarborg verlenende eurolidstaten met een AAA-rating.

Bij een eventuele ontoereikendheid van de betalingen door het begunstigde land, kan de EFSF, na activering van de waarborgen, die twee vermelde 'buffers' gebruiken. Die twee liquiditeitsreserves of liquiditeitsbuffers, een gedeelte van de ontleende bedragen dat als reserve wordt ingehouden, worden belegd in liquide effecten met een AAA/Aaa-rating. De bijdrage van de eurolidstaten is gebaseerd op hun bijdrage in het ECB-kapitaal. Oorspronkelijk bedroeg de voor België geldende verdeelsleutel 3,48 % (eerste versie van EFSF (zonder Estland)), 3,47 % bij de tweede versie (met Estland)); na de verhoging van de waarborgen

8 Zie Rekenhof, 168^e Boek, blz. 178. Het Agentschap van de schuld daarentegen vermeldt in zijn Jaarverslag 2010 een bedrag van 240 mld. euro aan leningscapaciteit, wat het beoogde bedrag was. De studie van BNP Paribas, C. de Coucel, 'A Guided Tour of the EFSM, EFSF and ESM, Overview of the fundamentals underlying the crisismechanisms, June 2012, maakt gewag van 255 mld. euro.

3,73 % (bij de eerste versie) en 3,72 % bij de tweede versie. In juni 2011 (cf. infra) werd beslist het maximum bedrag van de toegezegde waarborgen te verhogen tot 780 mld. euro en werd de kredietcapaciteit op 440 mld. euro gebracht. Het totale toegezegde bedrag is door het uitstappen van Griekenland, Ierland en Portugal verlaagd van 779,78 tot 726,0 mld. euro door het wegvallen van de bijdragen van die drie landen; de bijdragesleutels van de overblijvende landen werden dan herberekend en dus verhoogd.

2.3 Algemene regels in verband de EFSF en de Belgische regelgeving ervan

De bijdrage van de Belgische Staat wordt geregeld in de oorspronkelijke ‘Wet van 2 november 2010 betreffende de deelneming van de Belgische Staat in de “European Financial Stability Facility” en het verlenen van de Staatswaarborg aan de door deze vennootschap uitgegeven financiële instrumenten’, gewijzigd door de Wet van 26 september 2011. De Wet van 26 september 2011 tot wijziging van de Wet van 2 november 2010 betreffende de EFSF zet de beslissingen van de Europese Raad van 11 maart 2011, alsmede bijkomend die van 21 juli 2011, om in Belgisch recht.

De oorspronkelijke Wet van 2 november 2010 voorzag dat de EFSF - zoals voorzien in de originele tekst van de kaderovereenkomst - aan eurolidstaten alleen financiële steun, in de vorm van leningen of kredietlijnen, kon toekennen. In de verklaring van de Staatshoofden en regeringsleiders van de lidstaten van de eurozone op 11 maart 2011 was overeengekomen dat tussenkomsten op de primaire markt van de lidstaat in moeilijkheden, via een aankoop van effecten, mogelijk werden. Op de eurotop van 21 juli 2011 werden nieuwe mogelijke actiemiddelen van de (tijdelijke) EFSF goedgekeurd, die ook zullen gelden voor zijn opvolger het (permanente) Europees Stabiliteitsmechanisme (ESM) (cf. infra). De aanpassing van de EFSF met een flexibeler takenpakket en (dus) uitgebreidere interventiemogelijkheden trad in werking op 18 oktober 2011.

Bijgevolg kan de NV EFSF sindsdien – en ook het ESM -, naast het verstrekken van leningen, tussenkomen:

- ▶ op basis van een (proactief) programma tot stand gekomen met een lidstaat van de eurozone, als voorzorgsmaatregel; preventieve kredieten worden verstrekt om tijdelijke externe schokken te boven te komen;
- ▶ door middel van leningen toegekend aan de lidstaten van de eurozone, inclusief aan lidstaten zonder aanpassingsprogramma, om de herkapitalisatie van financiële instellingen van deze lidstaat te financieren;
- ▶ op de secundaire markten, op basis van een ECB-analyse waarin wordt geconstateerd dat er uitzonderlijke omstandigheden op de financiële

markten bestaan; die bevoegdheid was voordien enkel aan de ECB verleend. Op te merken valt dat die bevoegdheid (die ook voor het ESM is toegekend op basis van een overeengekomen besluit van de deelnemende lidstaten aan het ESM, cf. infra) ook geldt ten aanzien van niet-programmalanden die dus niet aan stringente saneringsprogramma's en economische structuurhervormingen zijn onderworpen;

- ▶ door het verstrekken van waarborgen voor rekening van de lidstaat van de eurozone in moeilijkheid ⁽⁹⁾;
- ▶ (in uitzonderlijke gevallen) op de primaire markten obligaties kopen van lidstaten met zware financiële moeilijkheden, wat voornamelijk zou gebeuren op het einde van een aanpassingsprogramma om de terugkeer van een begunstigd land naar de kapitaalmarkt te vergemakkelijken of als alternatief voor het opnemen van gelden onder een proactief programma (EFSF). Het bedrag van de aankopen van de EFSF is beperkt tot 50 % van het uitgegeven bedrag.

Tot nog toe zijn enkel leningen aan programmalanden en leningen voor de herkapitalisering van financiële instellingen toegekend of toegezegd.

Het Europese noodfonds EFSF heeft zoals reeds vermeld een heel gering aandelenkapitaal. In december 2010 heeft de Belgische Staat zijn aandeel (640 897,01 euro, waarvan 1 077,4 euro overgekocht van Luxemburg) gestort in het kapitaal van de EFSF (18 440 453,35). In juli 2011 heeft het deelgenomen aan de op 5 mei 2011 door de raad van bestuur besloten kapitaalverhoging met 10 mln. euro (tot 28 440 453,35) ten belope van 347 549,49; dit kredietbedrag is opgenomen in de Wet van 21 december 2011 houdende derde aanpassing van de Algemene Uitgavenbegroting voor het begrotingsjaar 2011. Aldus bedraagt de deelname van de Belgische Staat in het kapitaal van de EFSF in totaal 988 446,50 euro. De deelneming in het kapitaal in 2010 werd aangerekend op basisallocatie (BA) 4540.810055 van de Rijksschuldbegroting, die in 2011 op BA 61 08 84.22.01 'Deelneming van de Belgische Staat in het kapitaal van de nv "European Financial Stability Facility" van de begroting van de FOD Financiën, waarop sinds 2011 alle deelnemingen van de Belgische Staat worden aangerekend. In ESR95 heeft deze louter financiële verrichting (zogenaamde code-8 verrichting, balans- of vermogensverrichting) geen weerslag op het vorderingensaldo, enkel op de schuld. Die verrichting werd in de traditionele budgettaire optiek financieel gedekt door een interne compensatie binnen de staatsbegroting. Tenslotte dient nog vermeld dat met de toetreding van Estland het kapitaal van de EFSF met 723 943 euro verhoogd werd.

9 Belgische Kamer van Volksvertegenwoordigers, Wetsontwerp tot wijziging van de wet van 2 oktober 2010 betreffende de deelneming van de Belgische Staat in de nv "EFSF" en het verlenen van de staatswaarborg aan de door deze vennootschap uitgegeven financiële instrumenten, Verslag namens de Commissie voor de Financiën en Begroting uitgebracht door Mevrouw Christiane VIENNE, Doc 53 171⁵⁰⁰³ van 9 november 2011, blz. 24.

Teneinde een effectieve kredietcapaciteit van de NV EFSF van 440 mld. euro te verzekeren, werd op de top van 24 juni 2011 van staatshoofden en regeringsleiders beslist het overwaarborgpercentage, dat op vraag van de kredietbeoordelaars ingesteld werd als kredietverhogingsmaatregel voor het toekenning van een AAA-notering aan de NV EFSF in haar hoedanigheid van emittent van financiële instrumenten, te brengen van 120 % op 165 % (effectief gebracht op 160,78 %). Daar tengevolge worden de waarborgtoezeggingen verhoogd tot 780 mld. euro. In dit verband valt op te merken dat door die verhoging van het overwaarborgpercentage de cash reserve en een leningspecifieke cash buffer dan niet meer vereist zijn als vormen van kredietverbetering.

Door het uittreden van twee nieuwe waarborgverstrekkers, Ierland sinds 3 december 2010 en Portugal sinds 16 mei 2011, naast Griekenland, werd de bijdragesleutel krachtens de waarborgen verhoogd voor alle overblijvende waarborgende lidstaten waaronder België. Voor België werd aldus de bijdragesleutel verhoogd van 3,4754 % tot 3,7234 %⁽¹⁰⁾. Dit gegeven, alsook de verhoging van het overwaarborgpercentage, hebben geleid tot de vastlegging van nieuwe waarborgplafonds voor de overblijvende waarborgverstrekkers. Derhalve verhoogt voor België het waarborgplafond van 15 292 180 000 euro (voor de hoofdsom en interesten) tot 27 031 990 000 euro (alleen voor de hoofdsom). Wanneer men evenwel ook rekening houdt met de interesten en bijkomende kosten gerelateerd aan dit bedrag in hoofdsom, die eveneens gedekt worden door de waarborg, komt men tot een totaal plafond van 34 500 000 000 euro, zoals voortkomend uit de beschikbare extrapolaties gebaseerd op de forward interestvoet op 1 jaar. Eind juni 2012 (december 2011) bedroeg het door België gewaarborgde bedrag van de uitgaven van de EFSF 5,461 (0,592) mld. euro enkel in hoofdsom en 5,924 (0,7358) mld. euro met de netto interesten erbij, wat overeenkomt met een maximum (vermenigvuldigd met het overeenkomstige overwaarborgpercentage) totaal gewaarborgd bedrag van 9,219 (0,9448) mld. euro.

Wanneer tenslotte het door het verdrag van 11 juli 2011 opgerichte ESM (cf. infra), de taken zal overnemen die tot nu toe worden uitgeoefend door de EFSF, zullen alle rechten en plichten van de NV EFSF met betrekking tot de op deze datum (in de oorspronkelijke tekst van het Verdrag 1 juli 2013, later vervroegd naar in principe juli 2012) nog niet uitbetaalde en niet gefinancierde gedeelten van de bestaande leningfaciliteiten, aan het ESM, worden overgedragen. Dit zijn bijvoorbeeld de schijven van een bestaande lening die pas opeisbaar zijn na de inwerkingtreding van het ESM.

De financiële dienst wordt verzekerd door de Finanzagentur, de Duitse Debt management office. De Finanzagentur staat in voor de front en back office, de uitgaven op de kapitaalmarkten, het kasbeheer en het risicobeheer. De EFSF kreeg de hoogste kredietwaardigheidscore toegewezen door de drie belangrijkste ratingagentschappen. De verlaging door één ratingagentschap

¹⁰ De bijdragesleutel voor de lening aan Ierland toen Portugal nog geen steun nodig had, bedroeg 3,6357%.

(Standard & Poor's) eind 2011 van de kredietscore van AAA(+) naar AA+ tastte de leencapaciteit echter niet aan. De EFSF(en ESM-)-obligaties komen in aanmerking om gebruikt te worden als onderpand bij de herfinancieringsoperaties van de ECB. De leningen van de EFSF en van het ESM hebben een 0%-risicograad bij de berekening van de solvabiliteitsratio van de banken om te voldoen aan de zogenaamde 'Basel'-kapitaalratio van 9 %.

Het IMF is, in het kader van de bevoegdheden van het EFSM en de EFSF, nauw betrokken bij de opvolging van de macro-economische hervormingsprogramma's van de begunstigde landen en bij de analyse van de houdbaarheid van de schuldgraad van het betrokken land. Het zorgt voor een extra inbreng van maximum 250 mld. euro en neemt deel aan de uitwerking van de kredietverleningsvoorwaarden en aan het toezicht op de reddingsplannen. Het totale door het EFSM, de EFSF en het IMF maximaal voorziene steun- of reddingspakket bedraagt dus samen 750 mld. euro.

In november 2011 heeft de EFSF een nieuwe gediversifieerde financieringsstrategie aangenomen. Sindsdien worden fondsen niet langer toegewezen aan een afzonderlijk land, maar worden de fondsen samengebracht (gepooled) en dan verdeeld over de programmalanden. Tevens is de rente-opslag vanaf de lening uitgegeven in november 2011 veel geringer dan voordien (2,50 %-punt of meer) en worden vanaf december 2011 ook korte-termijnleningen uitgegeven op verdisconteerde basis.

2.4 Toezeggingen inzake het steunprogramma ten gunste voor Ierland en Portugal

Het op 28 november 2010 door de ECOFIN ministers met de Europese Commissie en de ECB overeengekomen totale toegezegde steunprogramma van 85 mld. euro voor **Ierland** (dat budgettaire problemen kreeg als gevolg van omvangrijke overheidssteun aan de banksector) zal als volgt gefinancierd worden. Een bedrag van 17,5 mld. euro zal afkomstig zijn van Ierland (Treasury en National Pension Reserve Fund) en een totaal bedrag van 67,5 mld. euro zal komen van externe steun. Die zal voor 22,5 miljard afkomstig zijn van het IMF, 22,5 mld. euro van het EFSM (dus leningen van de EU), 17,7 mld. euro van de EFSF en de rest zal afkomstig zijn van bilaterale leningen: 3,8 mld. euro van het Verenigd Koninkrijk, 0,4 mld. euro van Denemarken en 0,6 mld. euro van Zweden.

Het totale toegezegde steunprogramma van 78 miljard voor **Portugal**, dat te kampen had zowel met omvangrijke budgettaire problemen als met grote macro-economische onevenwichten, zou zoals overeengekomen op 17 mei 2011 als volgt gefinancierd worden. Een bedrag van 26 mld. euro zal afkomstig zijn van zowel het IMF, het EFSM als de EFSF.

Er is voorzien dat uitbetalingen van de EFSF voor beide landen zouden gedaan worden over een periode van drie jaar en dat de leningen een minimum gemiddelde looptijd van 15 jaar zouden hebben. De leenvoorwaarden werden evenwel herzien op de eurotop van 21 juli 2011. In totaal bedragen de toezeggingen van de EFSF voor Ierland en Portugal dus 43,7 mld. euro, de toezeggingen van het EFSM 48,5 mld. euro.

2.5 Het tweede steunpakket voor Griekenland en verdere evolutie van de EFSF

Op de Top van de staatshoofden en regeringsleiders van de eurozone en de EU-Instellingen van 21 juli 2011 is onder meer het volgende overeengekomen. Op te merken valt hierbij dat die overeenkomst, zoals verderop (in Hoofdstuk 4) wordt toegelicht, achteraf nog gewijzigd is.

De steunmaatregelen van het tweede hulpplan voor Griekenland gericht op de verbetering van de schuldhoudbaarheid en het herfinancieringsprofiel van Griekenland zullen nu via de EFSF verlopen. De officiële financiering via de EFSF en het IMF – de verdeling tussen beide was toen nog niet gespecificeerd - zou in totaal ongeveer 109 mld. euro voor de periode 2011-2014 bedragen.

Ten einde niet alleen de burgers de financiële last te doen dragen voor de begrotingproblemen van een land met een hoge schuldenlast, terwijl de banksector eraan verdient door haar beleggingen in staatsschuldeffecten, is voorzien in een bijdrage van de private sector. De particuliere sector zal een vrijwillige bijdrage leveren (PSI, private sector involvement) via een programma van uitzonderlijke schuldherstructurering, die netto geraamd wordt op 37 mld. euro⁽¹¹⁾. Die PSI zal enkel van toepassing zijn op het steunpakket voor Griekenland. Het International Institute of Finance (IIF) hoopte dat 90 % van de bankinstellingen zou meedoen aan de vervanging van vervallende schuld door nieuwe schuld op 30 of op 15 jaar (voluntary debt roll over) en het beoogde verminderingpercentage van de 'haircut' (inlevering door waardevermindering, afwaardering van de nominale waarde van de schuld) bedroeg 21 %.

In september 2011 was er reeds een akkoord met de Belgische banken en de verzekeringsmaatschappijen over een deelname van 4,5 mld. euro, dat is 96 procent op de totale Griekse leningen in de Belgische banken en verzekeringsmaatschappijen⁽¹²⁾. In dit verband valt op te merken dat een vrijwillige bijdrage van de Belgische financiële sector op indirecte wijze een

11 Zie voor een cijfermatig overzicht van de toenmalige beslissingen: Verslag namens het Federaal Adviescomité voor Europese aangelegenheden uitgebracht door de heren André FLAHAUT (K) en Philippe MAHOUX (S) , De Top van de staatshoofden en regeringsleiders van de eurozone en de EU-instellingen van 21 juli 2011, Belgische Kamer van Volksvertegenwoordigers en Senaat, Doc 53 170%001 (Kamer) en 5-119%1 (Senaat), 6 augustus 2011, blz. 34.

12 Belgische Kamer van Volksvertegenwoordigers, Beknopt Verslag, Plenumvergadering 13-09-2011, Wetsontwerp tot wijziging van de wet van 2 november 2010...., 02.16 Minister D. Reynders, CRAV 53 PLEN 048, blz. 27.

ongunstige weerslag heeft op de overheidsfinanciën door de aantasting van hun winst en dus een vermindering van de te betalen vennootschapsbelasting.

De looptijd van de toekomstige EFSF-leningen aan Griekenland zal verlengd worden van 7,5 jaar tot minimaal 15 jaar en maximaal 30 jaar, met een aflossingsvrije periode van 10 jaar. De rentevoeten van de door de EFSF aan Griekenland verstrekte leningen zullen gelijkwaardig zijn aan die van het betalingsbalansmechanisme (toen 3,5 %), dichtbij maar niet onder de financieringskosten van de EFSF. Dit heeft tot gevolg dat in tegenstelling tot de bilaterale leningen van het eerste hulpplan België bijna geen rentewinsten meer zal genieten uit de steunverlening aangezien de 'strafrente' feitelijk wegvalt. De voor Griekenland overeengekomen rentevoeten en looptijden voor de EFSF-leningen zullen ook voor Portugal en Ierland gelden. De looptijd en de aflossingsvrije periode van de bestaande bilaterale leningen voor Griekenland werden toen ook verlengd (cf. supra). Tevens werd op die top ook besloten de EFSF en het ESM doeltreffender te maken in het voorkomen van financiële besmetting door die stabilisatiemechanismen/instrumenten flexibeler te maken (cf. onderdeel 2.3. Algemene regels betreffende de EFSF en de Belgische regelgeving ervan).

2.6 Verdere evolutie: mijlpalen bij de belangrijkste beslissingen

Wat in het bijzonder de stabilisatiemechanismen betreft, werd op de Europese **top van 26 oktober 2011** het volgende overeengekomen. De banken zouden bereid zijn 50 % van de Griekse schuld kwijt te schelden door een afwaardering of haircut toe te kennen bij een vrijwillige obligatieruil, in de plaats van de vroeger beoogde 21 %, op voorwaarde dat 90 % van de banken hieraan zouden meedoen. De lidstaten van de eurozone zouden tot 30 miljard euro (ongeveer 15 % van de waarde van de oude te ruilen leningen) bijdragen (official sector involvement of OSI genoemd, de bijdrage van de publieke sector, inclusief die van het IMF) tot die PSI om de private obligatiehouders aan te moedigen verliezen op te nemen. Naast die PSI-'sweetener' of facilitering zijn de lidstaten van de eurozone bereid additionele programmafinanciering te verstrekken van maximaal 100 miljard euro tot 2014. Van dit totaal beoogd bedrag van 130 mld. euro (het akkoord over deze tweede noodlening was toen nog niet ondertekend) zou 15 mld. euro afkomstig zijn van bijkomende privatiseringsopbrengsten, bovenop het reeds bestaande privatiseringsprogramma ter waarde van 50 mld. euro. Dit alles zou de schuldgraad van Griekenland tegen 2020 moeten kunnen terugbrengen van ongeveer 160 % bbp tot 120 % bbp. Die nieuwe toezeggingen van de publieke sector vervangen dus het op de top van 21 juli 2011 overeengekomen bedrag van 109 mld. euro. Over de precieze modaliteiten van de obligatieruil moest toen nog verder onderhandeld worden. Dat tweede reddingsplan werd toen evenwel niet direct concreet uitgevoerd.

Voorts is op die top afgesproken dat de slagkracht van de EFSF zal worden versterkt zonder extra middelen ervoor te mobiliseren, met andere woorden zonder dat de garanties van de eurolidstaten die deze faciliteit ondersteunen, worden verruimd, en dat binnen het bestek van de Verdragsregels en de voorwaarden van de huidige kaderovereenkomst. Enerzijds zouden immers meer middelen vereist zijn in het geval dat grote lidstaten zoals Italië of Spanje zouden moeten worden gesteund; anderzijds waren en zijn bepaalde lidstaten niet erg bereid om hun toezeggingen op te drijven omdat dat hun eigen schuld verzwaart en ze niet willen opdraaien voor het volgens hen onvoldoende streng geacht budgettair beleid van andere lidstaten. De slagkracht of uitleencapaciteit zal worden verhoogd door de methode van de 'leverage' of hefboomwerking. Daartoe werd gekozen voor twee basisopties die toen nog verder dienden uitgewerkt (cf. infra): enerzijds de uitgifte van certificaten die een gedeeltelijke bescherming van de hoofdsom van nieuw uitgegeven obligaties bieden, anderzijds de 'pooling' van publieke en private middelen in een of meer gezamenlijke beleggingsfondsen⁽¹³⁾. De EFSF zal van deze twee opties, die normaal begin 2012 operationeel moesten zijn, gelijktijdig kunnen gebruik maken.

Tenslotte werd besloten dat de EFSF haar middelen zou kunnen verhogen door nauwer samen te werken met het IMF (zie Europese Raad van 9 december 2011). Daarenboven werd beslist dat de banken zich in geval van herkapitalisatie (met name met het oog op het bereiken van de minimum vereiste kapitaalratio van 9% op 30 juni 2012) in de eerste plaats zouden wenden tot de particulieren, in de tweede plaats tot de nationale regering en in de derde plaats tot de EFSF.

Meer concreet gingen de Ministers van Financiën van de eurozone op **29 november 2011** akkoord over de twee opties om de slagkracht, met name de leencapaciteit, van de EFSF via hefboomwerking ('leveraging') te verhogen binnen de bestaande Kaderovereenkomst.

- Het systeem van kredietverbetering bij de uitgifte van staatsobligaties bestaat in het toekennen van een certificaat voor de gedeeltelijke risicobescherming door de EFSF (via een Special Purpose Vehicle (SPV) dat juridisch los staat van de EFSF of van de lidstaten) aan staatsobligaties uitgegeven door de eurolanden, zodat de particuliere beleggers bij hun aankoop van (staats)obligaties een gedeeltelijk waarborg tegen insolventie van de emittent genieten. Na de uitgifte kunnen de certificaten losgemaakt worden van de obligaties en afzonderlijk worden verhandeld. De houder zou een waarborg van 20 % - 30 % van de hoofdsom van het kapitaal genieten. Die vorm van kredietverzekering, aangeboden door de op 5 januari 2012 in Luxemburg opgerichte nv European Sovereign Bond Protection Facility, zou vooral toegepast worden bij proactieve programma's en zou de vraag naar die nieuw uit te geven soevereine schuldeffecten verhogen en dus de financieringskosten voor de lidstaten verminderen. Die certificaten worden door Eurostat tot de financiële derivaten gerekend en maken derhalve geen deel uit van de Maastrichtschuld.

13 Europese Commissie, Algemeen verslag over de werkzaamheden van de Europese Unie 2011, blz. 15.

- ▶ De oprichting van één of meerdere Co-Investment Funds (CIF) zou de combinatie van publieke en private financiering mogelijk maken en aldus voor aanvullende financieringsmiddelen zorgen, in het bijzonder vanwege overheden van de opkomende landen. Een CIF, een SPV op te richten als een dochteronderneming van de EFSF, zou overheidsobligaties van lidstaten aankopen op de primaire en/of de secundaire markt. Voor het opvangen van de eerste verliezen zou de CIF gefinancierd worden door de EFSF. Deze European Bond Investment Facility zal een financieringsstructuur hebben bestaande uit twee of drie niveaus.

Volledigheidshalve dient in dit verband ook nog vermeld dat er toen ook nog een voorstel was om aan het ESM een banklicentie toe te kennen, zodat het zich zou kunnen herfinancieren bij de ECB wat de interventiekracht merkelijk zou verhogen. Die optie werd echter niet weerhouden uit vrees dat dit zou leiden tot monetaire financiering van overheidsschuld door de ECB waardoor tevens haar politieke onafhankelijkheid zou aangetast worden. Daarenboven zou het boeken van eventuele waardeverliezen op staatsobligaties de eurolidstaten ertoe kunnen verplichten de kapitaalbasis van de ECB te versterken, wat zou kunnen leiden tot bijkomende overheidsschuld.

2.7 Budgettaire aanrekening in de nationale rekeningen

In 'The statistical recording of operations undertaken by the European Financial Stability Facility, Eurostat, 13/2011 – 27 January 2011' wordt de budgettaire aanrekening in ESR95 van de verrichtingen van de EFSF toegelicht. Gelet onder meer op het heel geringe kapitaal (28,44 mln. euro onderschreven aandelenkapitaal⁽¹⁴⁾ en daarbovenop nog voor 1,59 mln. euro niet-uitgegeven toegestaan aandelenkapitaal, dus samen ongeveer 30 mln. euro) in vergelijking met de ontleende en uitgeleende bedragen vormt de EFSF geen institutionele eenheid in ESR95 en kan de EFSF dus niet beschouwd worden als een internationale financiële instelling of een Europese instelling. Aldus treedt de EFSF op in naam van de waarborg verlenende lidstaten van de eurozone (Euro Area Member States (EAMS), eurolanden)⁽¹⁵⁾. Het mechanisme van de EFSF houdt dus in dat de EFSF fictief uitleent aan de eurolidstaten die dan op hun beurt uitlenen aan de landen in moeilijkheden. De weerslag op de nettoschuld van de garanderende eurolanden is evenwel neutraal omdat die landen dan tegelijkertijd een vordering (nieuw financieel actief) boeken op het begunstigde noodlijdend land. Het ontstaan van 'toegerekende' Maastrichtschuld (ten aanzien van de EFSF) van de waarborg verlenende (garanderende) lidstaten als gevolg van steun van de EFSF is dus puur boekhoudkundig en impliceert dus niet dat de waarborg verleende eurolidstaten effectief meer ontlenen en meer intresten betalen.

14 Waarin België een aandeel had van 988 446,5 euro, cf. supra.

15 ECB, The European Stability Mechanism, Box 3: The statistical treatment of the EFSF and the ESM, Monthly Bulletin, July 2011, blz. 83.

Door de EFSF aangegane leningen (debt issued) worden door Eurostat toegerekend aan de schuld van de eurolanden in verhouding tot hun bijdragesleutel. Om praktische redenen wordt echter het deel van de opbrengsten van de door de EFSF uitgegeven schuldinstrumenten dat in de EFSF wordt ingehouden niet toegerekend aan de garanderende eurolanden. Door het niet in rekening brengen van de ingehouden bedragen inzake de diverse vormen van kredietverbetering komt het er de facto op neer dat het niet de door de EFSF op de financiële markten ontleende maar de uitgeleende bedragen zijn die worden toegerekend op de Maastrichtschuld van de EAMS. Het toerekenen in de nationale rekeningen van de transacties van de EFSF aan de EAMS met uitzondering van het deel dat niet wordt uitgeleend aan het ontlende land wordt 'rerouting' genoemd.

Ook alle inkomensstromen (zoals intresten, marges en dienstenvergoedingen) die betrekking hebben op de ontleningen en de uitleningen van de EFSF moeten worden toegerekend aan de waarborgverlenende eurolidstaten ⁽¹⁶⁾. Aldus was de weerslag op het vorderingensaldo van België door de uitleningen van de EFSF (dus aan 'rest van de wereld') heel licht positief, in het bijzonder ten belope van het verschil tussen de toegerekende intrest aan België en het door het ontlende land betaalde intrest. Na de 'pooling' van alle op de markten opgehaalde middelen en op basis van de niet-toewijzing ervan aan een bepaald begunstigd land (cf. deel 2.3) en de verlaging van de rentemarge wordt door het INR als werkhypothese en bij gebrek aan specifieke informatie uitgegaan van een budgettaire neutraliteit van de EFSF-rentestromen. Aangezien de EFSF-rentestromen zowel de rentelasten als de rente-ontvangsten (niet-fiscale ontvangsten) verhogen, wordt door de NBB in haar voorjaarsramingen 2012 voor de EFSF-rentestromen 2012 uitgegaan van een neutraliteit op het niveau van het vorderingensaldo van de Belgische overheid. Wanneer het begunstigd noodlijdend land de leningen terugbetaalt, daalt opnieuw de Maastrichtschuld van de aan de EFSF deelnemende landen.

Kortom, terwijl de berekeningsgrondslag voor de toerekening op de overheidsschuld (Maastrichtschuld) gevormd wordt door de door de EFSF toegekende leningen aan de begunstigde landen, wordt de deelname van de Belgische Staat aan de waarborg van de door de EFSF uitgegeven financiële instrumenten gebaseerd op de door de EFSF aangegane leningen ⁽¹⁷⁾. De totale waarborgverplichtingen voor de Belgische Staat op de schulduitgiften van de EFSF bedroegen eind 2011 0,256% bbp ⁽¹⁸⁾. Voor de weerslag op de Belgische Maastrichtschuld

16 Eurostat, Treatment of the European Financial Stability (EFSF) in national accounts, Background note, 27 January 2011.

17 Zie art. 4 van de (door de wet van 26 september 2011 gewijzigde) wet van 2 november 2010 betreffende de deelname van de Belgische Staat aan het kapitaal van de EFSF: 'De Staat waarborgt, onherroepelijk en onvoorwaardelijk, ten belope van zijn bijdrage de betaling van alle bedragen die door de NV EFSF verschuldigd zijn ingevolge de uitgifte van financiële instrumenten volgens de voorwaarden en de modaliteiten bepaald in de kaderovereenkomst. De bijdrage van de Staat is per uitgifte gelijk aan het product van (i) de aangepaste bijdragesleutel van de Belgische Staat (ii) 165 % en (iii) de verbintenissen die de NV EFSF is aangegaan voor de betrokken uitgifte. De verbintenis van de Staat voor de waarborg verbonden aan het geheel van de door de NV EFSF uitgegeven financiële instrumenten bedraagt maximum 34.500.000.000 euro.'

18 Op basis van een uitgiftebedrag van de EFSF van 16 mld. euro, verhoogd met een overwaarborgpercentage van 120% of 160,78313% (voor de lening van 3 mld. euro uitgegeven op 14 november 2011).

van de leningen van de EFSF, tezamen met andere steunvormen, wordt verwezen naar de afsluitende overzichtstabel uit het laatste hoofdstuk. In de traditionele optiek van de Schatkist worden waarborgen voor de leningen van de EFSF niet meegerekend bij de schuld.

Bij de uitwinning van de waarborg van de hoofdsom zal er slechts een weerslag zijn op het vorderingensaldo van het waarborg verlenende euroland als de schuld van het begunstigde land wordt kwijtgescholden, omdat er dan een kapitaaloverdracht (=overheidsuitgave) is. Als de waarborgverlenende lidstaten moeten lenen voor hun betalingen aan de EFSF tot aanzuivering van hun verstrekte waarborg, vermindert enerzijds hun toegerekende schuld (ten opzichte van de EFSF) en stijgt anderzijds hun effectieve schuld (aangegaan op de financiële markten) zodat er de weerslag op hun schuld neutraal is.

Bij de beoordeling van de naleving van de Europese tekort- en schuldcriteria overeenkomstig 'Verordening (EU) Nr. 1177/2011 van de Raad van 8 november 2011 tot wijziging van Verordening (EG) nr. 1467/97 over de bespoediging en verduidelijking van de tenuitvoerlegging van de procedure bij buitensporige tekorten' dient een tekort- en/of schuldverhoging die te wijten is aan de bilaterale leningen aan Griekenland of de steun toegekend door de EFSF en het ESM niet meegeteld ⁽¹⁹⁾. De bijdragen tot die steunverlening zullen dus uit de procedure bij buitensporige tekorten worden gelicht.

In de tweejaarlijkse 'News release on the notification of government deficit and debt data for EU Member States' verschaft Eurostat sinds april 2011 informatie die het mogelijk maakt de schuld van de lidstaten te berekenen zonder de leningen die ze hebben toegekend als steunverrichtingen ten gunste van andere lidstaten. Concreet wordt dus naast de overheidsschuld van elke lidstaat pro memorie melding gemaakt van de intergouvernementele leningen in het kader van de financiële crisis (intergovernmental lending in the context of the financial crisis). Voor België bedraagt die post in 2009 130 mln. euro (0,0 % bbp), in 2010 830 mln. euro (0,2 % bbp) en voor 2011 2 586 mln. euro (0,7 % bbp). Het betreft het deel van de overheidsschuld dat haar oorsprong vindt in leningen aan Europese landen in moeilijkheden. Voor 2009 betreft het de lening aan het Groothertogdom Luxemburg voor de herstructurering van Kaupthing (het toen nog uitstaand bedrag van de lening van 160 mln. euro), voor 2010 de laatst vermelde lening alsmede de lening aan Griekenland en voor 2011 de twee vermelde leningen alsook de lening aan Ierland en Portugal. De vermelde cijfers zijn netto cijfers, ze betreffen uitstaande bedragen, met aftrek van reeds terugbetaalde bedragen (alleen voor Kaupthing).

19 In het Publicatieblad van de Europese Unie van 23/11/2011, L 306/36 staat er letterlijk: "In dat verband moet bijzondere aandacht uitgaan naar financiële bijdragen ter bevordering van de internationale solidariteit en ter verwezenlijking van de beleidsdoelen van de Unie, de schuld in de vorm van bilaterale en multilaterale steun tussen lidstaten in het kader van het waarborgen van de financiële stabiliteit, de schuld in verband met financiële stabilisatieoperaties tijdens grote financiële crisis."

3 Het ESM

3.1 Inleiding

De aanhoudende financiële problemen van bepaalde eurolanden en hun moeilijkheden om zich op de kapitaalmarkten te financieren tegen redelijke rentevoeten noopten tot een definitieve regeling. Om mogelijke interpretatieproblemen van de no bail-out clause van artikel 125 van het Verdrag betreffende de Werking van de Europese Unie (vweu) (noch de Unie, noch de lidstaten nemen verbintenissen van de overheden van een lidstaat over) te vermijden, wenste Duitsland slechts verdere steun te verlenen mits een verdragswijziging. De Europese Raad van 16 en 17 december 2010 heeft de tekst van een ontwerpbesluit voor een wijziging van het vweu goedgekeurd om de oprichting mogelijk te maken van een permanent mechanisme om de financiële stabiliteit van de eurozone te vrijwaren.

Meer concreet voorzag dat ontwerpbesluit in de aanvulling van artikel 136 vweu met de specifieke bepalingen voor de lidstaten die de euro als munt hebben, met de volgende paragraaf: “3 De lidstaten die de euro als munt hebben, stellen een stabiliteitsmechanisme in dat moet worden geactiveerd indien dat onontbeerlijk is om de stabiliteit van de eurozone in haar geheel te waarborgen. De verlening van financiële steun, indien vereist, uit hoofde van het mechanisme zal aan stringente voorwaarden gebonden zijn.” Uiteindelijk werd het ESM-Verdrag op 11 juli 2011 ondertekend door de 17 eurolidstaten en goedgekeurd op 2 februari 2012; daarna moest het nog door alle nationale parlementen worden geratificeerd; aangezien het een vereenvoudigde herzieningsprocedure betreft omdat geen bevoegdheden van de Unie worden uitgebreid, zijn geen nationale referenda nodig.

3.2 Algemene bepalingen

Het ESM zal door middel van een verdrag tussen de lidstaten van de eurozone worden ingesteld als een intergouvernementele organisatie naar internationaal publiek recht en zal gevestigd zijn in Luxemburg. Het ESM zal dus een Europese instelling zijn, in tegenstelling tot de EFSF die geen aparte entiteit is. Aan het ESM zullen het Verenigd Koninkrijk en Tsjechië niet deelnemen, daarom komt het ESM tot stand niet via een EU-Verdrag maar via een intergouvernementeel verdrag. De effectieve inwerkingtreding van het ESM was voorzien in juli 2012 (zie tevens onderdeel 3.3), nadat Duitsland het ESM zal hebben geratificeerd. In feite zal het echter niet vóór 12 september 2012 zijn, de datum waarop het Duitse Grondwettelijk Hof zich zal uitspreken over klachten ingediend tegen het ESM en de ‘Fiscal compact’.

Het Europees Stabiliteitsmechanisme is een permanent stabiliteitsmechanisme of crisisbeheersingsmechanisme dat de rol zal overnemen van de tijdelijke EFSF en het EFSM. De functie van het ESM wordt het vrijmaken van middelen en het verstrekken van financiële bijstand, onder stringente voorwaarden, ten gunste van lidstaten van de eurozone die te maken hebben met of worden bedreigd door ernstige financieringsproblemen, met als doel de financiële stabiliteit van de eurozone in haar geheel te vrijwaren.

De in juli 2011 besliste uitbreiding van bevoegdheden van de EFSF gelden eveneens voor het ESM, dat aldus dezelfde **bevoegdheden** zal hebben als de aangepaste EFSF (zie bespreking van de wet van 26 september 2011 in deel 2.3) (obligaties of andere schuldinstrumenten uitgeven om leningen aan landen in financiële moeilijkheden toe te kennen, tussenkomen op de primaire en de secundaire markten, verrichtingen op basis van een preventief programma, herkapitalisatie van financiële instellingen via leningen aan overheden inclusief die van landen die geen steun ontvangen op basis van een programma).

Oorspronkelijk (zoals is vermeld in de huidige Verdragstekst) was voorzien dat herkapitalisatie van banken slechts onrechtstreeks mogelijk was, met name via leningen aan overheden. Naar aanleiding van de steun gevraagd voor de Spaanse banken is op de Top van de Eurozone van 29 juni 2012 evenwel beslist dat het ESM banken rechtstreeks zal kunnen herkapitaliseren – voorzien tegen eind 2012 -, met het oog op een doorbreking van de vicieuze cirkel tussen de banken en de overheden. De invoering van die mogelijkheid zal gepaard gaan met en afhankelijk zijn van de invoering van een doelmatig enkelvoudig (=Europees) toezichtmechanisme voor de banken, waarin de ECB een centrale rol zal spelen. Aldus wordt Europese solidariteit gekoppeld aan versterkt Europees toezicht.

Een rechtstreekse herkapitalisatie van een bank zal voor de begunstigde lidstaat waarin die bank is gevestigd het voordeel bieden dat het zijn overheidsschuld niet verhoogt, wat de vicieuze cirkel tussen bankproblemen en overheidsschuldproblemen gedeeltelijk helpt te doorbreken ⁽²⁰⁾. Voordien werd er reeds van diverse zijden, waaronder door de huidige Belgische federale regering bij monde van de minister van Financiën S. Vanackere ⁽²¹⁾ en ook de CEO van het IMF mevr. C. Lagarde voor gepleit om het ESM het recht toe te kennen financiële instellingen rechtstreeks te steunen. In 'Towards a genuine economic and monetary Union/Naar een echte Economische en Monetaire Unie' Report by President of the European Council Herman Van Rompuy, 26 June 2012, EUCO 120/12, wordt voorgesteld dat het ESM met betrekking tot de euro-

20 Belgische Senaat, Handelingen 5-63, Mondelinge vraag van de heer Ludo Sannen aan de vice-eersteminister en minister van Financiën en Duurzame Ontwikkeling over de herkapitalisering van de Spaanse banken door de Europese Unie (nr 5-559), antwoord van de minister, blz. 14.

21 Belgische Senaat, Wetgevingsstuk nr. 5-1598/ 2, 30 mei 2012, Wetsontwerp houdende instemming met het Verdrag tot instelling van het Europees Stabiliteitsmechanisme (ESM), ondertekend te Brussel op 2 februari 2012, Verslag namens de Commissie voor de buitenlandse betrekkingen en voor de landsverdediging uitgebracht door de heer De Grootte en Mevrouw Matz, Antwoorden van de Minister van Financiën, blz. 10.

zone als budgettair vangnet zou kunnen fungeren voor de afwikkelings-⁽²²⁾ en depositogarantieautoriteit.

Alle vormen van steun zijn afhankelijk van passende beleidsvoorwaarden, met name het voldoen aan een programma van budgetconsolidering en/of structurele hervormingen. Daarenboven is voorgeschreven dat de verlening van financiële bijstand vanaf 1 maart 2013 zal afhangen van de ratificatie door het betrokken ESM-lid van het Verdrag inzake stabiliteit, coördinatie en bestuur in de economische en monetaire unie (SCG treaty of 'begrotingspact') ondertekend op 2 maart 2012 door alle EU-lidstaten behalve het Verenigd Koninkrijk en Tsjechië. Concreet houdt dit ondermeer in dat een land dat steun wil aanvragen eerst de gouden regel inzake begrotingsevenwicht moet goedkeuren en in de voorziene termijn moet toepassen.

De maximale leencapaciteit van het ESM (500 mln. euro) is groter dan die van de EFSF (440 mln. euro); hoe omvangrijker een noodfonds, hoe meer speculatie ontmoedigd wordt omdat speculanten dan teveel geld moeten inzetten en kunnen verliezen. Een voldoende gespijsd permanent financieringsmechanisme zal dus, uiteraard in combinatie met andere maatregelen, een vertrouwenwekkend effect hebben, hetgeen financiële crises minder waarschijnlijk zou kunnen maken⁽²³⁾. Uit de feiten blijkt evenwel dat na de ondertekening van het Verdrag de rust op de Europese financiële markten niet is teruggekeerd, omdat de onderliggende fundamentele budgettaire onevenwichten van bepaalde lidstaten niet zijn verdwenen en omdat volgens sommigen de leencapaciteit niet groot genoeg is ten opzichte van de mogelijke financieringsbehoeften. Bovendien werkt de Europese besluitvormingsprocedure traag in vergelijking met de snelle en soms overtrokken reacties van de bijwijken kortzichtige actoren op de financiële markten, die soms onvoldoende oog hebben voor de bezig zijnde fundamentele bewegingen en hervormingen⁽²⁴⁾.

De lidstaten van de eurozone geven het ESM het bedrag van de financiële sancties die zijn opgelegd uit hoofde van het stabiliteits- en groeipact en de procedures voor macro-economische onevenwichtigheden. Dit bedrag zal deel uitmaken van het volgestort kapitaal (zie verderop in de tekst). Het ESM zal een passende financieringsstrategie gebruiken zodat er toegang is tot ruime financieringsmiddelen en het in staat is onder alle marktomstandigheden financiële bijstandpakketten te verstrekken aan de lidstaten.

Om steun te kunnen verkrijgen dient de lidstaat een passend macro-economisch aanpassingsprogramma uit te voeren en dienen de Europese Commissie en het IMF, in overleg met de ECB eerst een rigoureuze analyse van de houdbaarheid van de overheidsschuld uit te voeren. Het ESM zal zijn steun verlenen in de vorm van

22 In concreto betreft dit het nog op te richten Europees bankenreddingsfonds (European Resolution Fund).

23 Belgische Senaat, Wetgevingsstuk nr. 5-1598 /2, blz 1-2 en 6.

24 Ibidem, blz. 10.

leningen op korte of middellange termijn (ESM Stability Support, ESS, ESM-stabiliteitssteun) waarvan de vervaldag zal afhangen van de aard van de onevenwichtigheden en de vooruitzichten van de ontvangende lidstaten in financiële nood op herstel van de toegang tot de financiële markten binnen de periode waarin ESM-middelen beschikbaar zullen zijn. Uitzonderlijk kan het ESM op de primaire markt de obligaties opkopen van een lidstaat die ernstige moeilijkheden ondervindt (Primary Market Support Facility (PMSF), steunvoorziening op de primaire markt). Het ESM zou dan kunnen dienen als een soort 'backstop facility' (achtervangfaciliteit) die het deel van de aangeboden obligaties dat niet door de private bidders is opgenomen, opneemt ⁽²⁵⁾. Het ESM zal bij het verstrekken van financiële bijstand zeer nauw met het IMF samenwerken, zowel op technisch als op financieel vlak.

De financiële steun zal worden geactiveerd na een verzoek van de lidstaat aan de andere leden van de eurozone. De Raad van gouverneurs zal de EU-Commissie vragen om in overleg met de ECB te onderzoeken of er een risico voor de financiële stabiliteit van de gehele eurozone bestaat, en om samen het IMF en in overleg met de ECB een grondige analyse van de houdbaarheid van de overheidsschuld van de betrokken lidstaat te verrichten. Wanneer om steun wordt verzocht, beoordelen de Commissie en het IMF gezamenlijk in overleg met de ECB de reële inancieringsbehoeften van de ontvangende lidstaat, evenals de aard van de (eventueel) verlangde betrokkenheid van de particuliere sector, die met de IMF-praktijken moet stroken. Op basis van deze beoordeling zal de Commissie, met medewerking van het IMF en samen met de ECB, met de betrokken lidstaat onderhandelen over een macro-economisch aanpassingsprogramma, dat in een Memorandum of Understanding (Memorandum van overeenstemming, MoU) wordt beschreven. Aldus beoogt de combinatie van liquiditeitsoverbrugging door het ESM en een stringent aanpassingsprogramma het moreel risico of 'moral hazard' door steunverlening te vermijden. Zodra het programma door de raad van bestuur is aangenomen, ondertekent de Commissie het MoU namens de lidstaten van de eurozone. Vervolgens hecht de directie haar goedkeuring aan het akkoord over de financiële bijstand, dat de technische aspecten van de te verstrekken financiële bijstand bevat. Op basis van een verslag over de naleving van de beleidsvoorwaarden die in het macro-economisch aanpassingsprogramma worden gesteld, neemt de directie in onderlinge overeenstemming een besluit over de uitbetaling van de nieuwe tranches van de lening.

Het Belgische 'Wetsontwerp houdende instemming met het Besluit van de Europese Raad van 25 maart 2011 tot wijziging van artikel 136 van het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie met betrekking tot een stabiliteitsmechanisme voor de lidstaten die de euro als munt hebben' (goedgekeurd door de Senaat op 10 mei 2012) en het 'Wetsontwerp houdende instemming met het Verdrag tot instelling van het Europees Stabiliteitsmechanisme (ESM), ondertekend te Brussel op 2 februari 2012' (goedgekeurd door de Senaat op 7 juni 2012) werden beide goedgekeurd door de Kamer op 14 juni 2012. Die beide wetsontwerpen hoeven niet door de deelstaten goedgekeurd te worden. Het gaat immers volgens de minister van Financiën niet om een gemengd verdrag, onder meer omdat de in art. 12 van het ESM-Verdrag voorziene verplichting om vanaf januari 2013 collectieve actieclausules te voorzien in alle nieuwe overheidsobligaties van de eurozone met een looptijd van meer dan een jaar,

²⁵ ECB, The European Stability Mechanism, Monthly Bulletin, July 2011, blz. 77.

alleen geldt voor obligaties uitgegeven door de nationale en niet door de subnationale entiteiten en omdat de subnationale entiteiten niet bijdragen in de kosten verbonden aan het ESM⁽²⁶⁾. Het ESM-verdrag moet dus niet goedgekeurd worden door de gewesten en gemeenschappen.

3.3 Kapitaalstructuur

De kapitaalstructuur van het ESM is als volgt. Het ESM zal voorzien zijn van een totaal (toegestaan) geplaatst kapitaal (total subscribed capital) van 700 mld. euro. Hiervan is 80 mld. euro volgestort kapitaal (paid-in capital) van de lidstaten van de eurozone, volgens het Verdrag verdeeld over vijf gelijke jaarlijkse schijven van 20% van het totale bedrag⁽²⁷⁾. Oorspronkelijk was voorzien dat de eerste storting ging plaatshebben vanaf juli 2013; op de Europese Raad van 9 december 2011 werd evenwel beslist tot een vervroeging tot juli 2012, de voorziene datum van inwerkingtreding. Er is ook besloten dat de stortingen sneller zullen plaats hebben: twee schijven van een vijfde in 2012, twee in 2013 en nog een vijfde in 2014.

Voorts zal het ESM beschikken over een combinatie van toegezegd opvraagbaar kapitaal (callable capital) van lidstaten van de eurozone ten belope van in totaal 620 mld. euro. Dit bedrag van 620 mld. euro zijn dus waarborgen of 'contingent liabilities' voor de EU-leden. Om de hoogste kredietrating te verwerven en te behouden is erin voorzien dat het totale toegestaan kapitaal groter is dan de effectieve leencapaciteit van 500 mld. euro, inclusief de uitstaande leningen van de EFSF. Daarom zal het ESM in tegenstelling tot de EFSF die slechts over een marginale kapitaalsbasis beschikt, geen specifieke kredietverbeteringen (overgarantie, kasbuffer, leningspecifieke kasreserve) nodig hebben om een zeer gunstige (AAA-) rating te bekomen.

In maart 2012 werd geëvalueerd of het aanvankelijke maximale leningvolume van het ESM, met inbegrip van de uitstaande EFSF-stabiliteitssteun, van 500 mld. euro toereikend is, wat het geval was. De Raad van gouverneurs zal regelmatig en ten minste om de vijf jaar de maximale leencapaciteit en de toereikendheid van het toegestane kapitaal herwaarden. De omvang van het volgestort kapitaal maakt het ESM ook minder kwetsbaar voor het 'migratierisico', het risico dat voortvloeit uit potentiële verlagingen van de kredietratings van afzonderlijke lidstaten, dan de EFSF (met slechts een kapitaal van iets minder dan 30 mln. euro), waardoor de ratings van de staatsobligaties van de afzonderlijke lidstaten een geringere rol spelen bij de algemene rating van het ESM⁽²⁸⁾. Tijdens

26 Belgische Senaat, Wetgevingsstuk Nr. 5-1598/2, Antwoord van de Minister van Financiën, blz. 11.

27 Als tegenprestatie voor het onderpand dat Finland op zijn bijdrage zal genieten is overeengekomen dat Finland onmiddellijk in één keer de 'paid in' zal moeten betalen in de plaats van in schijven te betalen.

28 European Central Bank, The European Stability Mechanism, Monthly bulletin, July 2011, blz. 82.

de vijfjarige overgangsfase waarin het volgestort kapitaal nog niet volledig is uitbetaald, mag de verhouding tussen het volgestort kapitaal en het uitstaande bedrag aan ESM-emissies niet lager zijn dan 15 %; om die minimumgrens te bereiken moeten de lidstaten indien nodig de (kapitaal)stortingen versnellen.

De bijdrage van iedere lidstaat in het totale geplaatste kapitaal van het ESM is gebaseerd op de verdeelsleutel voor het volgestort kapitaal van de ECB. Voor België bedraagt de gecorrigeerde bijdragesleutel 3,4771 % (oorspronkelijk 3,470 % voorzien). Hierbij valt op te merken dat de landen die reeds steun ontvangen van de EFSF niet zijn vrijgesteld van hun respectieve bijdrage in het kapitaal van het ESM. Ingeval een ESM-lid verzuimt zijn bijdrage te storten, mag dat ESM-lid, zolang dat verzuim voortduurt, zijn stemrechten niet uitoefenen.

Lidstaten met een bbp per capita van minder dan 75 % van het EU-gemiddelde zullen een tijdelijke correctie genieten voor een periode van 12 jaar na hun toetreding tot de eurozone. Die tijdelijke neerwaartse correctie die zal verdeeld worden tussen alle overige landen overeenkomstig hun ECB-verdeelsleutel, zal drie vierden bedragen van het verschil tussen de aandelen op basis van het bruto nationaal inkomen en van de ECB-kapitaalverdeelsleutel. In het geval dat een euroland het ESM-verdrag niet zou ratificeren, wordt de leencapaciteit van het ESM met het aandeel daarin van dat betreffende land verlaagd.

3.4 Bestuur en institutionele werkingsregelingen

Het ESM krijgt een *Raad van gouverneurs* bestaande uit de ministers van Financiën van de lidstaten van de eurozone (als stemgerechtigde leden), met de Europese commissaris voor economische en monetaire zaken, de president van de ECB en de voorzitter van de Eurogroep als waarnemers. De raad van gouverneurs vormt het hoogste besluitvormingsorgaan van het ESM en neemt in onderlinge overeenstemming onder meer onderstaande belangrijke besluiten zoals:

- ▶ de toekenning van financiële bijstand,
- ▶ de voorwaarden van financiële bijstand,
- ▶ de kredietverleningscapaciteit van het ESM,
- ▶ wijzigingen in het scala van instrumenten.

Andere besluiten van de Raad van gouverneurs (zoals de goedkeuring van de jaarrekeningen, de te ondernemen acties om een schuld van een lidstaat te dekken...) worden met gekwalificeerde meerderheid genomen, tenzij anders is bepaald.

Het ESM beschikt daarnaast over een *Raad van bewind*, die specifieke, door de Raad van gouverneurs gedelegeerde taken uitvoert. De Raad van bewind zorgt ervoor dat het ESM wordt beheerd in overeenstemming met het Verdrag en met de organisatievoorschriften van het ESM. Elke gouverneur benoemt één bewindvoerder en één plaatsvervangend bewindvoerder. Bovendien benoemen de commissaris voor economische en monetaire zaken en de president van de ECB elk een waarnemer. Alle besluiten van de Raad van bewind worden met gekwalificeerde meerderheid genomen, tenzij anders is bepaald. De weging van de stemmen in de Raad van gouverneurs en in de Raad van bewind is evenredig aan de inschrijvingen van iedere lidstaat op het kapitaal van het ESM. Tenslotte is er ook nog een *directeur*, die benoemd wordt door de Raad van gouverneurs en die het hoofd is van het personeel van het ESM en die het ESM in rechte vertegenwoordigt.

Opdat het ESM in alle omstandigheden de noodzakelijke besluiten zou kunnen nemen, worden de stemregels in het ESM in bepaalde gevallen versoepeld. De regel van onderlinge overeenstemming (die steeds geldt bij de EFSF) wordt vervangen door een gekwalificeerde meerderheid van 85 % als de Commissie en de ECB oordelen dat er dringend een besluit inzake financiële bijstand moet worden genomen wanneer de financiële en economische stabiliteit van de eurozone wordt bedreigd. Tachtig procent van de stemmen en een quorum van 2/3 stemmers geldt als een gekwalificeerde meerderheid.

3.5 Prijsstelling ⁽²⁹⁾ en overige financiële regelingen

De Raad van gouverneurs neemt een besluit over de prijsstructuur van de financiële bijstand voor een ontvangende lidstaat. Het ESM kan leningen met een vaste of een variabele rentevoet verstrekken. Voor de ESM-leningen geldt volgens de verdragtekst de volgende prijsstructuur:

- ▶ ESM-financieringskosten,
- ▶ Een agio van 200 basispunten toegepast op het geheel van de leningen.
- ▶ Een opslag van 100 basispunten voor leningbedragen die nog uitstaan na drie jaar.

Voor vastrentende leningen met een looptijd van meer dan drie jaar is de marge een gewogen gemiddelde van de agio van 200 basispunten voor de eerste drie jaar en van 200+100 basispunten voor de jaren daarna. De prijsstructuur wordt bepaald in het prijsstellingsbeleid van het ESM, dat periodiek wordt geëvalueerd. Er is dus in het algemeen voorzien dat de financierings- en werkingskosten gedekt worden uit de vergoeding voor de steun die daarom een gepaste marge zal bevatten. De concrete regeling van de marges is evenwel nog niet afgerond.

²⁹ Zie: Nota inzake voorwaarden betreffende het ESM, bijlage II tot de Conclusies van de Europese Raad van 24 /25 maart 2011.

Er kan een dividend uitgekeerd worden aan de ESM-leden (lidstatendeelnemers) als het bedrag van het volgestorte kapitaal en het reservefonds het niveau dat vereist is om de leencapaciteit op peil te houden, overtreft. Zolang als er nog geen steun is verstrekt, worden de beleggingsopbrengsten afkomstig van het volgestort kapitaal aan de ESM-leden teruggestort. Dit kan er dus toe leiden dat de netto budgettaire weerslag door de kapitaalstortingen tijdelijk omzeggens neutraal is voor de ESM-leden. Wanneer een ESM-lid zijn schuld ten opzichte van het EMS vereffent, wordt het niet-vereist geachte kapitaal teruggestort aan de overige ESM-leden. Aldus kan het gestorte geld dan worden gerecupereerd met een eventuele meerwaarde; normaal worden de vergoedingen voor leningen en waarborgen in het ESM-systeem in de vorm van dividenden opnieuw in het systeem geïncorporeerd ⁽³⁰⁾.

Indien een lidstaat financiële bijstand ontvangt, kan per geval uitzonderlijk voorzien worden in een betrokkenheid van de particuliere sector, dit geheel in lijn met de praktijken van het IMF (cf. considerans 12 uit de preambule). De aard en de omvang van die betrokkenheid zullen afhangen van het resultaat van de schuldhoudbaarheidsanalyse. De PSI voor Griekenland waarbij de privé-sector een aanzienlijke 'haircut' (afwaardering van de nominale waarde van obligaties) toestond bij het omruilen van zijn Griekse staatsobligaties, zou uitzonderlijk en eenmalig zijn.

Met als doel een akkoord tussen de staat en diens schuldeisers uit de particuliere sector te vergemakkelijken, zullen vanaf juni 2013 bij alle nieuwe overheidsobligaties van de eurozone met een looptijd van meer dan een jaar gestandaardiseerde en identieke collectieve-actieclausules (CAC's) worden opgenomen, zodat de marktliquiditeit gevrijwaard wordt. CAC's maken het mogelijk dat een supermeerderheid (gekwalificeerde meerderheid van bijvoorbeeld driekwart) van obligatiehouders en een debiteur die niet in staat is te betalen, een schuldherstructurering kunnen opleggen door die algemeen verbindend te verklaren voor alle obligatiehouders, zodat de mogelijkheid verkleint dat een groep van niet samenwerkende obligatiehouders een deal tegenhoudt. Een ESM-lening zou volgens de overwegingen uit de verdragtekst (overweging 13) de status van bevoorrecht schuldeiser genieten maar een IMF-lening zal nog een hogere rang hebben. Dit zou het nadeel bieden dat obligatiebeleggers bij problemen van een bepaald land, geneigd zouden zijn zich te ontdoen van de staatsschuldeffecten uitgegeven door dit land, wat de problemen nog zou kunnen verergeren.

In tegenstelling tot de leningen van de EFSF die een zelfde rang (*pari passu*) hebben als de schuld aangehouden door de private obligatiehouders, zouden de leningen van het ESM een hogere (*senior*) rang hebben, wat inhoudt dat de leningen eerder uitbetaald zouden worden in geval van betaalproblemen

30 Belgische Senaat, Wetgevingsstuk nr. 5-1598 /2, Wetsontwerp houdende instemming met het Verdrag tot instelling van het Europees Stabieliteitsmechanisme (ESM), ondertekend te Brussel op 2 februari 2012, Verslag namens de Commissie voor de Buitenlandse betrekkingen en voor de Landsverdediging, uitgebracht door de heer De Groote en mevrouw Matz, 30 mei 2012, Antwoorden van de Minister van Financiën, blz. 9 en 11.

(insolventie) van de debiteur. Het ESM zou de status van bevoorrecht schuldeiser hebben, maar zijn leningen zullen in rang na die van het IMF komen.

3.6 Boekhoudkundige aspecten

3.6.1 Algemene aanrekening in de nationale rekeningen

De boekhoudkundige aanrekeningen (in de nationale rekeningen) van de financiële stromen van het ESM is als volgt geregeld ⁽³¹⁾. Gelet in het bijzonder op het hoge bedrag van het gestort kapitaal, onafhankelijk van het daadwerkelijke bedrag van de verleende steun aan een euroland, wordt het ESM behandeld als een internationale instelling van de Europese Unie, dit in tegenstelling tot de EFSF die geen aparte entiteit vormt. Bijgevolg wordt de schuld van een ontlendend land aangerekend als een schuld aan het ESM en worden de verrichtingen van het ESM (ontleningen op de financiële markten en leningen toekennen) opgenomen in de boekhouding van het ESM en niet toegerekend aan de waarborgverlenende eurolidstaten. Het oproepbare kapitaal heeft geen weerslag op de overheidsrekeningen omdat het beschouwd wordt als een voorwaardelijke verbintenis (contingent liability), een eventualiteit; in de nationale rekeningen zal het dan ook opgenomen worden onder de buiten-balans-verrichtingen. Enkel wanneer beroep gedaan wordt op het oproepbaar kapitaal (actual call, daadwerkelijke opvraging) voor de dekking van verliezen van het ESM of van onvoldoende betalingen door een lidstaat aan het ESM, zal het aanspreken van het oproepbaar kapitaal behandeld worden als een kapitaaloverdracht en dus een overheidsuitgave vormen met een negatieve weerslag op het vorderingensaldo.

3.6.2 Budgettaire weerslag voor België

De daadwerkelijke betaling van het gestorte kapitaal is een overheidsschuldverhogende financiële transactie zonder weerslag op het vorderingensaldo (code-8 verrichting), afgezien van het afgeleide effect van de intrestlasten op de aangegane financiering. Aldus zal de bijdrage van België in het gestorte kapitaal (Belgische aandeel van 3,477 % in het globale bedrag van 80 mld. = 2,78 mld. of 0,76 % bbp) de overheidsschuld in 2012 en 2013 telkens met twee vijfde (1112,67 (=2 x 556,34) mln. euro) en in 2014 met één vijfde (556,3 miljoen) van dat totale bedrag van 2,78 mld. euro verhogen ⁽³²⁾. In de budgettaire kasoptiek daarentegen zal de deelname in het kapitaal worden aangerekend op de begroting van Financiën als een kapitaaluitgave (basisallocatie 18.61.08.84.22.01), dus een primaire uitgave die het netto te financieren saldo verzwart.

31 Eurostat's preliminary view on the recording of the future European Stability Mechanism, Eurostat, Luxembourg, 7 April 2011, ESTAT/C/FL D(2011).

32 Oorspronkelijk was voorzien – zo staat het nog in het Verdrag – in vijf jaarlijkse gelijke stortingen van 556 mln. euro.

Onderstaande tabel ⁽³³⁾ geeft de weerslag weer op de Belgische overheidsschuld van de bijdrage van België tot de onderschrijving van het paid-in kapitaal alsmede de weerslag op de rentelasten (en dus het vorderingensaldo) als gevolg van de bijkomende schuld tot financiering van die kapitaaldeelname. Die raming is nog voorlopig omdat ze is gebaseerd op de betaling van de eerste schijf in juli 2012, wat niet het geval zal zijn.

Tabel 3: Weerslag van de bijdrage van België tot het kapitaal van het ESM

In mln. EUR	2012	2013	2014	2015
Kapitaaldeelname	1112	1112	556	0
Rentelasten	13,67	40,83	90,48	106,37

Bron: Kamerdocument vermeld in voetnoot (33), afkomstig van het Agentschap van de schuld.

3.7 Verdere evolutie na ondertekening van het Verdrag en beslissingen in verband met de stabilisatiemechanismen

De Europese Raad heeft op **9 december 2011** in zijn Verklaring van de staatshoofden en regeringsleiders van de eurozone ingestemd met de versterking van de stabilisatie-instrumenten. Daartoe zal, wat de EFSF betreft, de hefboomwerking spoedig worden ingezet aan de hand van de twee concrete opties waarover de Eurogroep op 29 november 2011 overeenstemming heeft bereikt. Er zal worden naar gestreefd om het ESM-Verdrag in werking te laten treden in juli 2012. Meer concreet zal het in werking treden zodra lidstaten die 90% van de kapitaaltoezeggingen vertegenwoordigen (art. 48), het hebben bekrachtigd. Dit neemt niet weg dat de EFSF actief blijft tot medio 2013 in zijn lopende financieringsprogramma's en in de periode vanaf de inwerkingtreding van het ESM (normaal voorzien in juli) 2012 tot eind 2013 nog toezeggingen kan doen in nieuwe programma's om een geconsolideerde leencapaciteit van de EFSF en de ESM van 500 mln. euro te verzekeren. De geconsolideerde leningcapaciteit van de EFSF en het ESM is in de tussenperiode vanaf de inwerkingtreding van het ESM en de volledige ontbinding van de EFSF vastgesteld op 500 mld. euro. Daarnaast zijn er nog de reeds toegezegde bedragen aan Griekenland, Ierland en Portugal ten belope van 192 mld. euro. Aldus bedraagt de totale leencapaciteit vóór de inwerkingtreding van het ESM maximum 440 mld. euro (waarvan 248 mld. euro nog beschikbaar) en erna maximum 692 mld. euro (waarvan 500 mld. euro nog beschikbaar) ⁽³⁴⁾.

In maart 2012 ging geëvalueerd worden of het totaal van euro 500 mld. euro aan middelen voor de EFSF/het ESM toereikend is, wat toen als dusdanig officieel

33 Belgische Kamer van Volksvertegenwoordigers, Wetsontwerp houdende instemming met het Besluit van de Europese Raad van 25 maart 2011 tot wijziging van artikel 136 van het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie met betrekking tot een stabiliteitsmechanisme voor de lidstaten die de euro als munt hebben, Doc 53 2189 /002, 11 juni 2012, BIJLAGE, Bijkomende antwoorden van de vice-eerste minister en minister van Buitenlandse Zaken, Buitenlandse Handel en Europese Zaken, overgezonden op 6 juni 2012, blz. 12.

34 BNP Paribas, C. de Courcel, *op. cit.*, blz. 13.

werd geoordeeld. Tijdens de fase van het volstorten van het kapitaal kunnen betalingen van kapitaal bespoedigd worden opdat de verhouding tussen het volgestort kapitaal en het uitstaande bedrag aan ESM-emissies ten minste 15 procent blijft en een gecombineerde effectieve kredietverleningscapaciteit van 500 mld. euro gegarandeerd wordt. De Raad verwelkomde de bereidheid van de ECB als agent van de EFSF op te treden bij openmarktoperaties.

De lidstaten van de eurozone zijn op **19 december 2011** overeengekomen om de algemene middelen van het IMF met 150 mld. euro ⁽³⁵⁾ te verhogen via bilaterale leningen, om te garanderen dat het IMF toereikende middelen heeft om de crisis aan te pakken, onder meer om eurolanden in crisis te steunen. De lastendeling zal geschieden op basis van het aandeel van de IMF-quota van de lidstaten. Voor België, dat een quota heeft van 1,345 %, komt dat dus neer op een bijdrage van 9,99 mld. euro. Dat bedrag zal gefinancierd worden door de NBB, waarvoor ze staatswaarborg zal genieten. Zoals voor de jongste kapitaalverhoging van het IMF in 2011 zal daarvoor een kredietbedrag aangerekend worden op de Algemene Uitgavenbegroting (begroting van Financiën) maar zal het normalerwijze tot geen financiële last leiden in de optiek van de nationale rekeningen.

Tevens is overeengekomen dat de beginselen en praktijken die van oudsher door het IMF worden gehanteerd inzake de betrokkenheid van de particuliere sector (PSI) ook voor het ESM (cf. supra) zullen gelden, wat op ondubbelzinnige wijze in de preambule van het Verdrag wordt aangegeven (overweging 12). Dit houdt in dat een passende vorm van PSI slechts uitzonderlijk kan worden in aanmerking genomen in gevallen waarbij het toekennen van stabiliteitssteun afhankelijk wordt gesteld van een macro-economisch aanpassingsprogramma. In dat verband wordt benadrukt dat de 'haircut' (afwaardering van de obligaties) als vrijwillige bijdrage van de banken inzake de Griekse overheidsschuld eenmalig en uitzonderlijk zal zijn. Dit is bedoeld als duidelijk signaal aan de financiële markten dat er geen privé schuldverschikking zal plaatsvinden in geval van een toekomstige tussenkomst van het ESM voor andere eurolanden. Het mogelijk maken van een PSI schrikt immers potentiële beleggers af en hindert de werking van de primaire obligatiemarkt van staatsobligaties die dan niet meer als risicoloos zouden worden beschouwd. Teneinde de liquiditeit van de markt te vrijwaren, zullen gestandaardiseerde en identieke collectieve actieclausules worden opgenomen in de voorwaarden van alle nieuwe in euro luidende staatsobligaties. Tevens werd voorzien in een spoedprocedure waarbij de stemregels werden versoepeld (cf. supra).

35 Samen met het VK werd 182 mld. euro toegezegd.

4 Definitieve regeling van het tweede steunprogramma voor Griekenland

4.1 Algemene beschrijving

Het door de Eurogroep op 21 februari 2012 goedgekeurde tweede steunpakket voor Griekenland omvat verschillende luiken en bestaat zowel uit een bijdrage van de openbare sector als de private sector; de openbare sector wenste immers maar externe steun te verlenen als ook de privésector een bijdrage leverde, zodat niet alleen de belastingbetalers de lasten van de steun moeten dragen. Een succesvolle bijdrage van de private sector (PSI) die de Griekse schuld van iets meer dan 160 % bbp tot ongeveer 120% bbp zou brengen in 2020, was voorwaarde voor een bijdrage van de publieke sector (EFSF, IMF) die financiële steun toezegden ten belope van de niet betaalde bedragen van het eerste programma (24,4 miljard euro voor de bilaterale leningen en 10 mld. euro van het IMF) en 130 mld. euro aan nieuwe middelen voor de duur van het programma (2012-2014). Al bij al zou dus de bijdrage van de officiële sector 164,4 mld. euro bedragen voor de programmaperiode, waarvan 19,8 mld. euro is toegezegd door het IMF. Inclusief de toegezegde bijdrage van het IMF daarna (8,2 mld. euro) is dus in totaal 172,6 mld. euro aan steun voorzien. De steun van het IMF is eveneens afhankelijk van strikte beleidsvoorwaarden geconcretiseerd in een goed te keuren aanpassingsprogramma.

Vooreerst wordt er voorzien in een bijdrage van de private sector (PSI, private sector involvement), dit om te vermijden dat alleen de belastingbetalers van de eurolanden in laatste instantie zouden moeten opdraaien voor de financiële problemen van Griekenland. De bijdrage van de private beleggers (banken, beleggingsfondsen, pensioenfondsen, verzekeraars en hedge-fondsen) bestaat in een vrijwillige⁽³⁶⁾ ruil van Griekse overheidseffecten waarbij een nominale waardevermindering (haircut) (kwijtschelding van schuld) van de hoofdsom wordt toegepast van 53,5 %. Oude Griekse obligaties werden immers omgeruild voor nieuwe Griekse overheidsobligaties met een langere looptijd en een lagere intrestvoet en met een nominale waarde van 31,5 % van de omgeruide obligaties en EFSF notes ter waarde van 15 %. De rentecoupon op die nieuwe Griekse obligaties zal 2 % bedragen tot februari 2015, 3 % voor de volgende vijf jaar (tot februari 2020) en 4,3 % erna tot februari 2042; die rentestructuur zou volgens het IIF overeenkomen met een gewogen gemiddelde coupon van 3,65 %. Dit alles leidt tot een verlies van ongeveer 75 %⁽³⁷⁾ van de netto actuele waarde van de effecten. Daarenboven ontvangen de houders van de nieuwe Griekse overheidsobligaties specifieke schuldeffecten (waarvan de hoofdsom een notioneel bedrag is) die recht geven op een bijkomende vergoeding in functie van de reële Griekse bbp-groei en geplafonneerd op 1 % en die boekt

36 Indien niet vrijwillig is er sprake van een 'default' of faillissement waarbij de CDS-contracten geactiveerd zouden moeten worden, wat zou leiden tot omvangrijke uitbetalingen, wat vermeden diende te worden.

37 National Bank of Belgium, Financial Stability Review 2012, blz. 20.

worden als een financieel derivaat. Die certificaten worden niet opgenomen in de Griekse overheidsschuld; de bijkomende vergoeding wordt geboekt als intrestuitgaven van de Griekse overheid ⁽³⁸⁾.

De deelnamegraad aan de PSI is nog verhoogd omdat voor de Griekse staatsobligaties onder Grieks recht (ongeveer 95 % van het totaal aan Griekse overheidsobligaties) met terugwerkende kracht een 'Collective action clause' in de obligatievoorwaarden is ingevoerd en geactiveerd, zodat de oorspronkelijk niet aan de obligatieruil deelnemende obligatiehouders verplicht werden toch deel te nemen, wat mogelijk werd omdat een kritische drempel inzake deelnemingsgraad behaald werd. De activering van de CAC, waardoor de deelnemingsgraad van de houders van dit soort obligaties dan verhoogd werd van 85,8 % tot 100 %, leidde er niet toe dat de ruil niet meer als vrijwillig werd beschouwd omdat de vrijwillige deelnamegraad voldoende hoog was. Die PSI leidde in totaal tot een verlaging van de Griekse schuld van ongeveer 200 miljard - na de ultieme vereffeningdag van 25 april 2012 is 96,9 % van 205,5 mld. euro overheidsschuld in handen van private beleggers geherstructureerd ⁽³⁹⁾ - met ongeveer 107 mld. euro, het bedrag waarmee de Griekse Maastrichtschuld dus afneemt. Een ruwe raming van de NBB geeft aan dat op basis van de afboekingen die de Belgische banken hebben verricht in het vooruitzicht van de deelname aan de PSI, de bijdrage van de Belgische banken aan de PSI leidde tot een waardeverlies van maximum 1,8 % bbp. Dit bedrag werd bekomen door het verschil te berekenen tussen de nominale waarde van de Griekse obligatieportefeuille eind september 2011 (2,0% bbp) met die van eind december 2011 (0,2 % bbp), met dien verstande dat het bedrag overgewaardeerd is wegens verkopen van obligaties.

De gelopen maar nog niet betaalde intresten op de bij de PSI omgeruilde obligaties wordt uitgekeerd aan de private obligatiehouders in de vorm van effecten van de EFSF op 6 maand voor een totaal bedrag van maximum 5,5 mld. euro. Daarvan was eind april 2012 reeds 4,82 mld. euro uitgekeerd.

Ten einde de PSI te faciliteren worden ten gunste van de privé-beleggers in Griekse overheidseffecten die ingaan op het ruilaanbod, kortlopende obligaties gecreëerd door de EFSF. Die 'sweetener' in de vorm van notes op één en twee jaar ter waarde van 15 % van de nominale waarde van de omgeruilde obligaties komt neer op een lening van de EFSF aan Griekenland van maximum 30 mld. euro. Eind april dit jaar had Griekenland reeds voor 29,7 mld. euro EFSF-notes aangeboden. Die notes zullen later geherfinancierd worden door gelijkaardige notes in functie van de marktvaart en met het oog op een goed gediversifieerde portefeuille op het gebied van de vervaldagenkalender .

Omdat de obligatieruil door de ratingagentschappen beschouwd werd als een vorm van tijdelijke selectieve wanbetaling, verschaft de EFSF een garantie (collateral enhancement, waarborgverbetering) voor de Griekse staatsobligaties

38 Eurostat , The impact on EU government's deficit and debt of the decisions taken in the 2011-2012 European summits, 12 April 2012, blz. 5.

39 Hellenic Republic, Ministry of Finance, Press release, 25 April 2012.

die in pand gegeven werden bij de ECB voor doeleinden van monetair beleid. Die garantie voor die Griekse staatsobligaties wordt verstrekt door de EFSF in de vorm van éénjarige notes ten belope van 35 mld. euro, die Griekenland dus in staat moeten stellen die staatsobligaties terug te kopen. Het verschaffen van die 'collateral enhancement' voor het Eurosysteem is een verrichting waarbij geen kasstroom plaatsvindt (cashless operation); de (ongebruikte) EFSF-notes zullen na de periode van 'selective default' terugkeren en vernietigd worden voor hun vervaldag. Die operatie is neutraal op het niveau van de Griekse Maastrichtschuld; enkel in het geval dat (een deel van) de 'collateral enhancement' zou moeten uitgewonnen worden, zouden die notes deel uitmaken van de Griekse Maastrichtschuld en zou de 'toegerekende' Maastrichtschuld van de garanderende eurolanden verhogen⁽⁴⁰⁾; dit is evenwel niet het geval geweest.

Tenslotte kan de EFSF in totaal tot 48 mld. euro fondsen ter beschikking stellen aan het Hellenic Financial Stability Fund (HFSF) om de Griekse banksector te herkapitaliseren; daarvan was reeds 25 mld. euro voorzien in het kader van de PSI, omdat als gevolg van die schuldherschikking Griekse banken nood hebben aan bijkomend kapitaal. Er wordt verwacht dat die herkapitalisatie een 'cashless' operatie is, die gefinancierd wordt door de afgifte van EFSF obligaties. In hoofdstuk 5 wordt een cijfermatig overzicht gegeven van de in dit deel toegelichte diverse toepassingen van de leningen van de EFSF voor Griekenland.

Daarnaast is ook nog voorzien dat de EFSF voor maximaal 15 mld. euro bedragen inzake kortlopende notes mag prefinancieren om de financieringslast op piekmomenten te verlichten. Dit bedrag is achteraf geraamd op 5 mld. euro.

Aan de betaling door Griekenland van rente en aflossing van de resterende schuld zal voorrang verleend worden door de invoering van een afzonderlijke geblokkeerde rekening bij de Griekse Centrale Bank, de betaalagent van Griekenland, waarop de Trojka zal toezien. In het kader van die prioritering van de schuldbetalingen zal op die specifieke rekening aan het begin van elk kwartaal voldoende geld (onder meer van nieuwe steun (hulpgeld)) worden gestort om aan de betalingsverplichtingen (toekomstige intrestbetalingen en terugbetalingen van de resterende schulden) voor dat kwartaal te voldoen. Bovendien zal wettelijk, en later tevens grondwettelijk, worden vastgelegd dat schuldbetalingen (betalingen voor de schuldendienst) voorrang krijgen op andere uitgaven.

De eurolanden zullen een bijdrage leveren van in totaal 1,4 mld. euro door retroactief de rente te verlagen op de leningen die ze hebben toegekend in het kader van het eerste steunprogramma (Greek Loan Facility). Dit werd beschouwd als een vorm van compensatie voor de middelen die de nationale overheden ontvangen van hun nationale centrale banken die afkomstig zijn van

⁴⁰ Eurostat, The impact on EU government's deficit and debt of the decisions taken in the 2011-2012 European summits, 12 April 2012, blz. 6.

de winsten voor de ECB op de obligaties welke die verworven heeft in het kader van de Securities Markets Programme (SMP). De concrete impact werd toegelicht in het hoofdstuk over de bilaterale leningen aan Griekenland (deel 1.3).

De nationale centrale banken van lidstaten die Griekse overheidsleningen in hun portefeuille hebben, zullen via hun respectieve nationale overheden aan Griekenland een bedrag overmaken dat overeenkomt met alle toekomstige inkomsten uit die portefeuille tot 2020. Dit zou volgens de Verklaring van de Eurogroep van 21 februari 2012 de Griekse schuldgraad verlagen met 1,8 procentpunt tegen 2020 en de financieringsbehoeften over de huidige programmaperiode met ongeveer 1,8 mld. euro en in de periode 2015-2020 met 2,3 mld. euro.

4.2 Regeling voor België van het terugstorten aan Griekenland van inkomsten ontvangen uit Grieks overheidspapier

Aangezien de Nationale Bank van België Grieks papier in haar portefeuille heeft en daaruit opbrengsten (rente-opbrengsten maar ook kapitaalwinsten in de vorm van meerwaarden bij verkopen) behaalt, wordt België gevraagd die inkomsten, vermenigvuldigd met een correctiecoëfficiënt, aan Griekenland als gift te storten. De overeenkomst tot die overdracht kadert in een algemene Europese inspanning, toegelicht in de vorige alinea. De centrale banken kunnen die opbrengsten niet rechtstreeks doorstorten aan Griekenland omdat de rechtstreekse financiering van overheden door een centrale bank (monetaire financiering) verboden is. Daarom dient deze storting te gebeuren via de begroting van de federale overheid.

Krachtens een nog niet goedgekeurd 'Wetsontwerp houdende de Belgische bijdrage aan het tweede steunpakket voor Griekenland' zou België in dit verband aan Griekenland een bedrag van maximaal 181,1 mln. euro betalen, gespreid over de periode 2012-2020, overeenkomstig het in de eurogroep overeengekomen betalingsschema. In totaal zou over die periode 4.100 mln. euro aan Griekenland door de betrokken landen overgedragen worden. Voor 2012 zou het bij België om 28,5 mln. euro gaan. Aangezien de eerste betaling in 2012 nog niet kon voorzien zijn bij de (eerste) aanpassing van de begroting 2012, zou de machtiging tot betaling toegekend worden na beraadslaging in de Ministerraad, achteraf te regulariseren door een wet houdende aanpassing van de begroting. Er zou een krediet ten laste van de begroting van Financiën worden geopend met als codenummer van de basisallocatie 18 61 04 35 20 01.

Dat de door België over te dragen bedragen hoger zouden liggen dan de door de NBB te ontvangen couponinteressen - wat zo is voor alle betrokken landen - is toe te schrijven aan de gebruikte methodologie die alleen rekening houdt met de interestbetalingen en niet met mogelijke kapitaalwinsten. Voor het bekomen

van het voor Griekenland beoogde totaalbedrag werd voor het berekenen van de bedragen per land een correctiefactor toegepast op de interestbedragen groter dan 1, één correctiefactor voor de periode 2012-2014 en één voor de periode 2015-2020.

De door de NBB ontvangen couponinteressen op Griekse obligaties in de eigen portefeuille, alsmede de ontvangen opbrengsten uit de Securities Markets Programme-portefeuille ⁽⁴¹⁾ en de opbrengsten uit de Emergency Liquidity Assistance (ELA) (leningen aan individuele banken in ruil voor waarborgen), maken deel uit van het resultaat van het boekjaar, zodat op basis van de geldende winstverdelingsregels een aanzienlijk gedeelte van die opbrengsten uiteindelijk in de federale Schatkist belandt. Men kan er redelijkerwijze van uitgaan dat de Belgische bijdrage aan Griekenland grotendeels zou worden gecompenseerd door de bedragen die de Belgische Staat zal ontvangen van de NBB.

⁴¹ Het opkopen door de ECB van overheidsobligaties met als doel een rentestijging op die overheidsobligaties af te remmen.

5 Overzicht van de leningen van de EFSF

Zoals uit de hierna volgende tabel blijkt, bedraagt het totale bedrag van de toezeggingen van de EFSF 188,3 mld. euro (toezeggingen voor Ierland ten belope van 17,7 mld. euro, voor Portugal 26,0 mld. euro en Griekenland 144,6 mld. euro (deelname PSI ten belope van 35,5 mld. euro en bijdrage aan het tweede programma ten belope van 109,1 mld. euro) ⁽⁴²⁾). Dit cijfer, waarmee dus de overheidsschuld van de garanderende eurolanden de komende jaren maximum kan verhogen, bevat niet het bedrag voor de ECB 'collateral' van 35 mld. euro, dat slechts een tijdelijke operatie is. Na toevoeging van het bedrag van de kasbuffer ten belope van 3,7 mld. euro ⁽⁴³⁾ uit de eerste versie van de EFSF belooft het totale bedrag aan toezeggingen 192 mld. euro, zodat er nog een overblijvende leencapaciteit is van 248 mld. euro.

Tabel 4: Overzicht van de leningen van de EFSF ⁽¹⁾

In mld. EUR	reeds gestort	nog te storten	Totaal
Ierland	12,0 (6,3)	5,7	17,7
Portugal	14,8 (5,8)	11,2	26,0
Griekenland	107,9	71,7	179,6
Deelname PSI:			
PSI facilitering	29,7	0,3	30,0
Gelopen intresten	4,8	0,7	5,5
ECB waarborg	35,0	0,0	35,0
Totaal	69,5	1,0	70,5
2 ^{de} programma:			
Bankherkapitalisatie	25,0	23,0	48,0
Rest van het programma	13,4	47,7	61,1
Totaal	38,4	70,7	109,1

⁽¹⁾ De cijfers tussen haakjes betreffen 2011

Bron: EFSF Newsletter, N° 5, June 2012, p. 1.

42 De rest van het programma (61,1 mld. euro) bestaat voor 24,4 mld. euro uit ongebruikte middelen van de Greek Loan Facility en voor 36,7 mld. euro uit nieuwe middelen.

43 Sinds de aanvaarding van de geamendeerde versie van de EFSF in oktober 2011 zijn de kasreserve en de leningspecifieke kasbuffer als onderdeel van de kredietverbeteringstructuur niet langer vereist.

6 Bijdrage van het IMF

De her en der in de tekst vermelde bijdragen van het IMF worden in dit deel gesynthetiseerd. Onderstaande tabel biedt een overzicht van de bijdragen van het IMF. Het betreft bedragen die getrokken zijn op de 'Extended Fund Facility'. Die bedragen worden in tranches uitgekeerd, in functie van het voldoen aan het uitvoeren van de door het IMF noodzakelijk geachte structurele hervormingen. In totaal kan het IMF krachtens de overeenkomst van 9-10 mei 2010 tot 250 mld. euro steun verlenen, de helft van de maximale Europese steun (EFSM voor 60 mld. euro en EFSF voor 440 mld. euro). Volledigheidshalve dient nog vermeld dat in juni 2012 heel wat IMF ledenlanden hebben toegezegd de middelen van het IMF te verhogen in de vorm van leningen, met het oog op een grotere mobilisatie van het IMF in reddingsoperaties, voor een totaal bedrag van 456 mld. \$. De eurolanden hebben 150 mld. euro of 197,9 mld. \$ toegezegd, waarvan 9,99 mld. euro door België. Die verrichting zal ten laste zijn van de NBB, die daarvoor staatswaarborg geniet. Bijgevolg heeft die verrichting geen weerslag op het overheidstekort en op de overheidsschuld.

Tabel 5: Overzicht van de bijdrage van het IMF

In mld. EUR	Totaal toezeggingen	gestort in (2010 ⁽¹⁾ en) 2011	gestort op 31 mei 2012
Ierland	22,5	12,59	16,85
Portugal	26,0	13,33	19,42
Griekenland ⁽²⁾	30,0	20,1	20,1
⁽³⁾	28,0	⁽⁴⁾	1,70

⁽¹⁾ In 2010 werd aan Griekenland 10,6 mld. euro uitbetaald, in 2011 9,5 mld. euro.

⁽²⁾ Onder het eerste steunprogramma (Greek Loan Facility dat voor het grootste deel bestaat uit bilaterale leningen)

⁽³⁾ Onder het tweede steunprogramma (Greek Loan Facility, dat voor het grootste deel wordt toegekend door de EFSF)

⁽⁴⁾ 19,8 mld. euro in de programmaperiode 2012-2014 en 8,2 mld. euro in 2015

Bron: IMF, Administratie van de Thesaurie

7 Recentste evoluties

7.1 Lening ten gunste van Spaanse banken

De Spaanse regering heeft op 25 juni 2012 formeel aan de Eurogroep om financiële steun gevraagd voor de sanering van haar banksector. Op 27 juni 2012 deelde de Eurogroep mee dat aan de voorwaarden voor het bekomen van financiële steun voldaan is. Op de Eurotop van 29 juni 2012 is ondermeer besloten dat de financiële steun zal worden verstrekt door de EFSF totdat het ESM in werking zal zijn getreden, waarna de steun aan het ESM zal worden overgedragen, zonder een hogere rangorde te krijgen, wat een wijziging is van de normale regeling inzake crediteurstatus van het ESM. Aldus wordt de vrees van beleggers in Spaanse overheidseffecten dat ze niet zullen betaald worden, aanzienlijk verkleind omdat ze dan een zelfde rangorde zullen hebben als het ESM bij die steun.

De steun zal verstrekt worden aan het Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (F.R.O.B.) (Fund for orderly Bank Restructuring) die functioneert als (betaal)agent van de Spaanse overheid, die die fondsen dan zal doorstorten aan de betrokken financiële instellingen voor hun herstructurering. De Spaanse regering behoudt evenwel de volledige verantwoordelijkheid voor de steun en zal het Memorandum of Understanding ondertekenen. De steun is afhankelijk van een geloofwaardig herstructureringsplan van de sector. Het toekennen van die steun neemt niet weg dat Spanje blijft waarborgen verstrekken aan de EFSF. Zoals voor de herkapitalisatie van de Griekse banksector door de EFSF in april dit jaar wordt verwacht dat de EFSF/ESM meestal obligaties zal ter beschikking stellen zonder het volledige bedrag te moeten ontlenen op de markten. Voor die lening aan Spanje zal er geen geld komen van het IMF, dat enkel een bijdrage zal leveren door advies te verlenen en de zaak op te volgen. Als de steun wordt verstrekt door de EFSF zal Finland waarborgen eisen voor haar aandeel in de lening.

Het bedrag van de lening moet de geraamde financieringsbehoeften (kapitaalvereisten van de banksector) dekken met een bijkomend veiligheidsnet ten belope van in totaal maximum 100 mld. euro. De financieringskost voor Spanje zal bestaan uit de marktrente voor de uitgegeven obligaties, verhoogd met een kleine premie tot dekking van de operationele kosten, wat dus beduidend lager (wellicht minstens 2 %-punten) zal zijn dan indien Spanje zelf op de kapitaalmarkt zou ontlenen. Het precieze bedrag van de lening en de voorwaarden ervan moeten nog worden vastgelegd. Als de herkapitalisatie zou gebeuren tegen marktvoorwaarden zou de herkapitalisatie beschouwd worden als een financiële transactie en zou die dus geen weerslag hebben op het Spaanse overheidstekort; indien daarentegen de overheid verliezen van een bank zou bijpassen en dus staatssteun zou verlenen, zou de herkapitalisatie beschouwd worden als een overheidsuitgave, met dus een verzwarende impact op het Spaanse overheidstekort.

7.2 Lening aan Cyprus

Cyprus, waarvan de banksector sterk is blootgesteld aan de Griekse problemen, heeft op 25 juni dit jaar ook financiële steun gevraagd aan Europa (van de Europese noodfondsen EFSF (en ESM)). Cyprus zou in tegenstelling tot Spanje de lening niet alleen voor de banksector, maar voor de hele economie willen aanwenden, zodat het een aanpassingsprogramma zal moeten uitvoeren met besparingen en economische hervormingen. Daarnaast heeft Cyprus ook nog financiële steun aan het IMF en Rusland gevraagd.

7.3 Beslissingen van de top van de Eurozone van 29 juni 2012

Zoals reeds is aangestipt bij de aanvraag van Spanje voor noodsteun voor zijn financiële sector en bij de beschrijving van het takenpakket van het ESM is op **de Eurotop van 29 juni 2012** beslist dat het ESM rechtstreeks banken zal kunnen interveniëren wanneer een Europees systeem van banktoezicht in voege zal treden.

Daarnaast is op die top beslist dat:

- ▶ de EFSF en het ESM op een flexibele en efficiënte manier zullen kunnen worden ingezet om de markten te stabiliseren voor lidstaten die hun landenspecifieke aanbevelingen en hun andere Europese verplichtingen – met inbegrip van de respectieve tijdschema's – op grond van het Europees semester, het stabiliteits- en groeipact en de macro-economische onevenwichtighedenprocedure naleven. Meer concreet zou dit dus inhouden dat die noodfondsen schuldeffecten van landen op de secundaire markten zullen kunnen opkopen – wat thans reeds voorzien is maar dan op voorwaarde van het naleven van een strikt aanpassingsprogramma – zonder bijkomende verplichtingen te eisen van die landen in de vorm van budgettaire en economische aanpassingsprogramma's.
- ▶ het ESM zal zijn statuut van bevoorrecht schuldeiser laten vallen voor zijn steun aan Spanje.
- ▶ De passage in de verklaring van de Top 'Gelijke gevallen zullen een gelijke behandeling krijgen' wijst erop dat het retroactieve doorvoeren van een gelijkaardige herkapitalisatie als voor de Spaanse banksector voor (een deel van) de Ierse banksector wordt in overweging genomen. Dit zou de Ierse overheidsschuld verlichten.

8 Globale weerslag op de Belgische overheids-schuld

In de hierna volgende overzichtstabel wordt de weerslag op de Belgische overheidsschuld gegeven van de diverse vormen van intergouvernementele leningen (allemaal code 8-verrichtingen) aan de noodlijdende eurolanden. In die weerslag op de schuld is niet de budgettaire weerslag (weerslag op het vorderingensaldo) verwerkt van daarmee samenhangende rentestromen en ontvangstenstromen. Na de tabel gebaseerd op cijfers van de NBB, de ECB en Eurostat wordt een berekening gegeven op basis van cijfers van de EFSF zelf.

Tabel 6: Samenvattende tabel: weerslag op de Belgische overheidsschuld van Europese noodhulp aan landen in moeilijkheden

	In mld. EUR				In % bbp			
	2010	2011	2012	2013	2010	2011	2012	2013
Bilaterale leningen Griekenland	0,8	1,2			0,2	0,3		
EFSF		0,6	5,1	0,8		0,2	1,3	0,2
Ierland		0,3	0,3	0,1		0,1	0,1	0,0
Portugal		0,3	0,5	0,1		0,1	0,1	0,0
Griekenland			4,2	0,6		0,0	1,1	0,2
ESM			1,1	1,1		0,0	0,3	0,3
Totaal	0,8	1,8	6,2	1,9	0,2	0,5	1,6	0,5

Bron: NBB, ECB en Eurostat.

Hierbij valt op te merken dat de geplande steun voor Spanje en Cyprus (en mogelijk later ook Slovenië) nog niet is meegerekend in die tabel die gebaseerd is op cijfers beschikbaar in mei 2012, omdat de precieze bedragen en voorwaarden van die steun nog niet gekend zijn. In de veronderstelling dat die steun via het ESM zou verlopen, zou die trouwens geen rechtstreekse weerslag hebben op de overheidsschuld van de eurolanden deelnemers aan het ESM. Het is in de limiet echter wel mogelijk dat omvangrijke steunoperaties de benodigde volstorting van het kapitaal van het ESM zouden doen versnellen, wat dan zou moeten gefinancierd worden door de overheden en dus hun schuld zou opdrijven.

Op basis van de eind maart 2012 door de EFSF geraamde schuldpositie van de EFSF van 17,97 mld. eind 2011 en 170 mld. eind 2012 zou de impact op de Belgische overheidsschuld in 2012 in totaal 5,5 mld. euro bedragen, waarbij de tijdelijke 'collateral enhancement' voor de ECB van 35 mld. euro en een op 5 mld. euro geraamde prefinanciering niet meetellen, twee factoren die door Eurostat niet als overheidsschuld worden aangerekend.

In deze tekst werd bij de weergave van de budgettaire weerslag of de weerslag op de Belgische overheidsschuld geen rekening gehouden met de blootstelling van de centrale banken van de EAMS zoals de NBB aan de schuld in de vorm van Griekse staatsobligaties aangehouden door het Eurosysteem en aan de schuld van de Bank of Greece (Griekse centrale bank) ten opzichte van het Eurosysteem in het kader van Target2 (het onderlinge betaalsysteem van de centrale banken in de eurozone). Die blootstelling vormt slechts een *potentiële kost* die zich slechts (gedeeltelijk) zou materialiseren in het *extreme geval* van een default van Griekenland (in samenhang met een 'Grexit' (uittrede van Griekenland uit de eurozone)) waarbij de Griekse overheidsobligaties niet meer volledig zouden terugbetaald worden ⁽⁴⁴⁾. In het extreme geval dat de Griekse staatsobligaties niet meer zouden kunnen terugbetaald worden, zou België ook de last dragen van het verlies voor het IMF dat ook leningen heeft toegekend aan Griekenland. Dat risico is echter louter theoretisch aangezien het IMF de status van bevoorrecht schuldeiser heeft en het om kleinere bedragen gaat.

44 Prof. E. Dior raamt dit risico op respectievelijk 1,7 en 3,9 mld. euro; zie 'La sortie de la Grèce pourrait coûter cher à l'État belge, La note grecque: 11,6 milliards', in 'Le Soir', 18 mai 2012. In 'CEPR Policy Brief, 'Grexit': Who would pay for it?', C. Alcidi, A. Giovannini and D. Gros, No. 272; 23 May 2012, wordt die blootstelling geraamd op respectievelijk 1,782 en 3,682 mld. euro.

9 Conclusies

De euroschuldencrisis heeft aangetoond dat de financiën van de private financiële sector en van de soevereine staten meer en meer verstrengeld zijn met elkaar. In de loop van de tijd werd de publieke steun uitgebreid door een verruiming van het gamma instrumenten of interventiemogelijkheden en door de rechtstreekse en/of onrechtstreekse middelen ervoor te verhogen. Daarbij werden creatieve oplossingen gezocht om de staatsfinanciën van de eurolidstaten niet te veel te belasten. De totstandkoming bracht een spanning aan het licht in de eurozone tussen enerzijds (de noordelijke) lidstaten die niet te veel de last willen dragen van de financiële moeilijkheden van (vooral zuidelijke) lidstaten (met een minder stringent geacht begrotingsbeleid) en anderzijds lidstaten die vinden dat de steun groot genoeg moet zijn om de lidstaten de nodige tijd te geven om orde op zaken te stellen op budgettaire en algemeen macro-economisch vlak (concurrentiekracht, pensioenhervorming, ...). Een omvangrijke leencapaciteit van de stabilisatiemechanismen wordt ook als een afdoend middel beschouwd tegen kortzichtige acties van speculanten die de crisis verergeren wegens de besmettingseffecten naar andere landen met zwakke macro-economische en budgettaire prestaties. Hoe groter de leencapaciteit van een stabilisatiemechanisme, hoe meer geld bij speculatie moet ingezet worden, zodat een omvangrijke leencapaciteit juist vermijdt dat op het stabilisatiemechanisme een beroep moet worden gedaan.

De conditionaliteit bij de geboden steun is bedoeld om het moreel risico te vermijden dat de ontvangende landen geen orde op zaken zouden stellen omdat ze toch so wie so zouden geholpen worden. Voorts kadert de discussie over de omvang van de benodigde middelen rond de tweespalt: ofwel voldoende Europese solidariteit dank zij steun om een deflatoir beleid in een noodlijdend land te vermijden dat zijn overheidsschuld nog meer de hoogte zou injagen, ofwel een beleid van de tering naar de nering zetten dat een schuldprobleem niet wil oplossen door bijkomende schuldvorming.

In de financieel-structurele vormgeving van het ESM is vermeden dat de rating ervan (te)veel zou afhangen van de rating van de deelnemende eurolidstaten, wat wel het geval was met de EFSF. Anderzijds zou de status van het ESM als bevoorrechte crediteur met de hoogste rang na het IMF het risico met zich meebrengen dat beleggers zich ontdoen van staatsschuldeffecten van landen in moeilijkheden uit vrees niet terugbetaald te zullen worden.

Dank zij het tijdelijke noodfonds EFSF en de bilaterale leningen konden eurolidstaten die zich niet meer konden financieren op de kapitaalmarkt tenzij tegen prohibitief hoge intrestvoeten, toch nog financieringsmiddelen vinden en dit tegen lagere intrestvoeten. Aldus kon een default of faillissement van financieel noodlijdende eurolanden worden vermeden, die de algehele financiële stabiliteit in de EU erg zou geschaad hebben wegens de oversijpelingsseffecten. Het kopen van tijd moet die landen in moeilijkheden aldus in staat stellen om

intern orde op zaken te stellen op budgettaire en macro-economisch vlak. Van de steunverlening profiteren niet alleen – uiteraard – de begunstigde landen maar ook de overige eurolidstaten doordat het de algehele financiële stabiliteit in de eurozone ten goede komt en gevaren voor financiële besmetting beperkt. Het belang van de stabilisatiemechanismen kan niet afzonderlijk beoordeeld worden maar moet in samenhang met het systeem van begrotingsdiscipline van de Staten beschouwd worden; aldus wordt nationale budgettaire verantwoordelijkheid gekoppeld aan solidariteit in de vorm van onderlinge financiële steun.

Zowel het tijdelijke als het permanente reddingsfonds (bailout fund), respectievelijk de EFSF en het ESM, vormen een aanvulling op het nieuwe raamwerk van versterkte economische governance (met 'six pack' en 'two pack' en het 'fiscal compact'), waarin een grote rol is toegekend aan preventie van budgettaire ontsporingen, die bedoeld is om de kans op een toekomstige crisis te verminderen. In die zin kunnen de reddingsfondsen niet beschouwd worden als louter een 'kurieren an Symptomen'. Vanuit onverdachte hoek, met name door Klaus Regling, CEO van de EFSF, wordt het - weliswaar zeer belangrijke - complementaire karakter van financiële crisismechanismen beklemtoond; hij stelt immers dat financiële noodfondsen niets anders kunnen doen dan tijd kunnen kopen voor eurolanden om hun huiswerk te maken door nationale hervormingen door te voeren en het economisch bestuur te versterken op Europees niveau ⁽⁴⁵⁾.

De verhoging van de Belgische overheidsschuld als gevolg van intergouvernementele leningen aan eurolanden als vorm van Europese solidariteit, die in 2012 een piek van 1,6 % bbp zou kunnen bereiken, is exogeen; daarom kan het overheidsbeleid de omvang ervan niet zelf beïnvloeden of sturen. Bijgevolg komt het er voor de overheid nog meer op aan de endogene schuldevolutie, die voortvloeit uit de wisselwerking tussen economische groei, primair saldo en impliciete rente op de schuld, te verlagen en te beheersen. Bij het overheidsbeleid dient des te meer uitgegaan te worden van voorzichtige macro-economische hypothesen omdat de verleende steun aan de problemlanden die vooral de schuld en niet het vorderingensaldo beïnvloedt, toch niet volledig zonder risico is, dat in extreme gevallen wel zou kunnen leiden tot een negatieve weerslag op het vorderingensaldo.

45 REGLING, K., "Europe's Response to the European Sovereign Debt Crisis", Anders Chydenius Free Trade Seminar, Kokkola, 8 June 2012, website EFSF (<http://www.efsf.europa.eu/about/index.htm>).