



kelijk voorbeeld. Om te voorkomen dat de financiering van de Grieken voor de komende paar jaar volledig gefinancierd zou worden door het welbekende trio, moest de private sector bij een nieuwe ronde betrokken worden. Dit ontslaat enerzijds Griekenland niet van de verplichting zijn schuld af te betalen en anderzijds houden banken en eindbeleggers het besmette papier op de balans.

Een klein probleem was nog dat heronderhandelingen over het bestaande papier uitgesloten moesten worden. Met dergelijke onderhandelingen zou immers 'credit-event' ontstaan waardoor (met name) banken gedwongen zouden moeten afschrijven op de schuld. Het risico zou dan te groot zijn dat banken om zouden vallen, waardoor overheden alsnog alle schuld naar zich toegeschoven zouden krijgen. Het toverwoord was 'vrijwillig': zolang private partijen erin zouden toestemmen om de inkomsten uit afgeloste leningen te herbeleggen in (zo lang mogelijk lopende) nieuwe Griekse staatsschuld, ontstond er geen credit-event, bleef Griekenland verantwoordelijk voor de volle mep en bleef het probleem op de balans van banken zonder acuut te worden.

### DRIE MUSKETIERS

De oplossing van deze stoelendans wordt nu langzaam duidelijk. Franse banken (en in hun kielzog zullen er meer volgen) lijken erin toegestemd te hebben om van de afgeloste leningen 70 procent opnieuw te beleggen in Griekse staatsschuld. In de nu rondzingerende opzet (niets is nog defini-

tief) houdt de financiële sector daarmee het grootste deel van zijn probleem op zijn bordje, al zit er nog wel een adder onder het gras. De Grieken moeten namelijk van die 70 procent doorgerolde schuld 30 procent beleggen in zerocouponobligaties, uit te geven door een goudgerande Europese instelling of een AAA-overheid. Omdat over een zerocouponobligatie gedurende de looptijd geen rente wordt uitgekeerd, maar de rente in de uiteindelijke aflossing is inbegrepen, is de initiële investering in zo'n obligatie gering, maar kan er toch een substantiële garantie mee worden afgegeven.

De zerocouponobligatie waarin de Grieken (vrijwillig?) moeten beleggen, is het onderpand voor de 70 procent schuld die resteert op de balansen van de banken en eindbeleggers. Deze hele investering door de Grieken om het risico voor de banken en eindbeleggers te neutraliseren komt boven op de toch al uit de bocht vliegende financieringslasten. Terwijl de doelstelling leek te zijn de private partijen betrokken te houden bij het probleem, is het resultaat dat hun probleem verkleind wordt en onder het restant een garantie wordt gelegd. Het enige voordeel dat overblijft is dat het risico uit de financiële sector wordt gehaald, gefinancierd door de Grieken die het geld lenen bij de drie musketiers die – iets beter gecamoufleerd en indachtig hun motto 'een voor allen en allen voor een' – het probleem toch weer beetje bij beetje op hun bord krijgen. Hoewel de stoelendans steeds langer gaat duren, weten we wel wie er uiteindelijk op de laatste stoel zit met zijn bord vol Griekse staatsschuld. ■

KORTE RENTE	31-12-05	31-12-06	31-12-07	31-12-08	31-12-09	31-12-10	20-06-11	04-07-11	mut. 2 wkn
3 MND EURO	2,49	3,73	4,68	2,89	0,90	1,01	1,51	1,56	3,5%
3 MND GB	4,58	5,28	5,95	2,63	0,65	0,80	0,83	0,83	0,0%
3 MND VS	4,54	5,36	4,70	1,43	0,25	0,30	0,25	0,25	-0,3%
3 MND JAP	0,10	0,54	0,86	0,74	0,46	0,34	0,34	0,34	0,0%
3 MND ZWI	0,91	2,02	2,76	0,20	0,11	0,28	0,24	0,24	0,0%
3 MND CHINA	2,50	3,26	4,74	1,75	1,91	4,62	4,99	6,00	20,2%
LANGE RENTE									
10 JAAR NL	3,37	3,80	4,41	3,53	3,55	3,14	3,29	3,34	1,6%
10 JAAR GB	4,10	4,74	4,55	3,09	4,12	3,51	3,22	3,30	2,6%
10 JAAR VS	4,40	4,71	4,03	2,25	3,84	3,31	2,96	3,20	8,0%
10 JAAR JAP	1,46	1,66	1,48	1,18	1,25	1,08	1,08	1,15	6,4%
10 JAAR ZWI	1,89	2,46	2,97	2,06	1,89	1,59	1,59	1,69	5,8%
VALUTA									
EURO/DOLLAR	1,18	1,32	1,46	1,40	1,43	1,34	1,43	1,45	1,6%
EURO/POND	0,69	0,67	0,73	0,97	0,89	0,86	0,88	0,90	2,3%
EURO/YEN	138,73	157,26	162,95	127,82	132,21	108,19	114,35	117,12	2,4%
EURO/CHF	1,55	1,61	1,65	1,49	1,48	1,25	1,20	1,23	2,4%
DOLLAR/YUAN	8,07	7,81	7,30	6,83	6,83	6,62	6,47	6,47	-0,1%

Bron: Datastream