



# Grieks akkoord omzeilt hete hangijzers

*Het Internationaal Monetair Fonds (IMF) is met de Europese geldschieters overeengekomen om de Griekse overheidsschuld gedeeltelijk te herstructureren. De genomen maatregelen zijn echter een kleine en nog altijd uitermate onzekere stap in de richting van schuldhoudbaarheid. De onrust rondom Griekenland zal hierdoor terugkeren en een verdere herstructurering van de overheidsschuld lijkt onvermijdelijk.*

## IMF en Europa komen elkaar tegemoet

Het IMF en de Europese geldschieters zijn diverse maatregelen overeengekomen die de Griekse overheidsschuld in 2020 moeten terugdringen tot 124%-BBP. Zowel het IMF als Europa heeft hiervoor water bij de wijn moeten doen. Het IMF mag immers volgens zijn eigen statuten alleen financiering verstrekken als het de schuld van het land houdbaar acht. Eerder dit jaar concludeerde het IMF dat voor Griekenland een bruto schuldquote van 120%-BBP in 2020 houdbaar is. Europa wilde nu niet verder gaan dan 124%-BBP, maar heeft als zoethoudertje voor het IMF wel de bereidheid uitgesproken om met verdere maatregelen de Griekse schuld in 2022 te willen verlagen tot ruimschoots onder de 110%-BBP.

Het akkoord over de schuldhoudbaarheid maakt de weg vrij voor de verlening van het volgende deel van financiering uit het tweede Griekse hulppakket ter waarde van € 130 mrd. De geldschieters willen op 13 december 2012 officieel groen licht geven voor de verlening van € 43,7 mrd. Vanuit Europa geldt de goedkeuring in enkele nationale parlementen als voorwaarde, terwijl het IMF eerst meer details wil over het voornemen van de Griekse overheid om een deel van haar eigen schuld terug te kopen. Van dit programma is immers nog onbekend 1) om welk bedrag het gaat, 2) wie dit opkoopprogramma gaat financieren, 3) of het gaat om publieke of private tegenpartijen en 4) of er voldoende animo is in de markt. Met betrekking tot dit laatste punt is aangekondigd dat de richtprijs zal liggen rondom de slotkoers van Grieks staatsobligaties van afgelopen vrijdag 23 november.

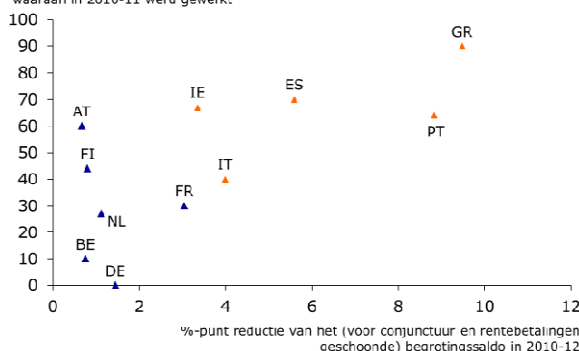
## Uitstel van de begrotingsdoelstelling

Een positief onderdeel van het huidige akkoord is het besluit om Griekenland extra tijd te geven om het primaire begrotingssaldo (het feitelijke saldo geschoond voor rentebaten en -lasten) te verbeteren. De oorspronkelijke doelstelling was om +4,5%-BBP te bereiken in 2014, maar die is nu uitgesteld tot 2016. Ondanks grote inspanningen van de Griekse overheid om de bezuinigings- en hervormingsagenda door te voeren (figuur 1), is er toch vertraging opgelopen met betrekking tot de eerder geformuleerde doelstellingen. Dit komt allereerst door de forser dan verwachte economische tegenwind. Daarnaast komt dit door vertraging in de implementatie vanwege de Griekse verkiezingen in het voorjaar van 2012 en vanwege de beperkte slagkracht van de Griekse ambtenarij.

Recentelijk heeft het Griekse parlement ingestemd met de forse bezuinigingsopgave voor 2013 en 2014. Er is in Griekenland echter beperkt draagvlak voor verdere bezuinigingen, mede daar de werkloosheid inmiddels is gestegen tot ruim 25% en de economie volgend jaar naar verwachting voor het zesde jaar op rij in een recessie zal verkeren. Als de sociale onrust hierover verder toeneemt, stijgt het risico dat het aanpassingsproces in Griekenland tegen zijn politieke grenzen aanloopt. Hoewel de Griekse

**Figuur 1. Grote Griekse beleidsinspanning**

% van de OESO hervormingsaanbevelingen waaraan in 2010-11 werd gewerkt



Bron: EU AMECO, OESO, Rabobank

# Grieks akkoord omzeilt hete hangijzers



Rabobank

coalitie een relatief ruime meerderheid heeft in het parlement, is de stabiliteit van de regering geen gegeven. De Griekse politiek heeft historisch gezien nauwelijks ervaring met coalitieregeringen en daarnaast is de weerstand tegen het regeringsbeleid vanuit het kamp van oppositiepartij Syriza groot, evenals de publieke weerstand. Wij benadrukken dat Europa een belangrijke rol heeft om de kans op een succesvol Grieks aanpassingsproces te vergroten. Vanwege de politieke en sociale risico's van een eenzijdige nadruk op bezuinigingen pleiten wij voor een grotere focus op structurele hervormingen. Daarnaast kan een stimulering van de binnenlandse vraag in de rest van Europa het perspectief van de Grieken binnen de eurozone vergroten. Voor meer informatie hierover verwijzen wij naar de recente Rabobank Special 12/10 '[Oostzee-lessen voor Griekenland](#)'.

## Keert de rust voorlopig terug?

Enkele details en implementatierisico's daargelaten voorziet dit akkoord voor de komende maanden in de Griekse financieringsbehoefte. Het acute risico op wanbetaling is daardoor voor de korte termijn afgenomen. Daarbij moet echter worden opgemerkt dat de Europese hulp, inclusief de intentie om de Griekse schuld in 2022 terug te brengen tot 110%-BBP, nog altijd conditioneel is. Financiële markten zullen om die reden met argusogen kijken naar de Griekse voortgang, waarbij elke tegenvaller de marktdruk kan doen oplopen. Hoewel de aankondiging van het *Outright Monetary Transaction* programma van ECB het besmettingsgevaar naar andere landen vermoedelijk heeft gedempt, kan onrust rondom de Griekse schuldhoudbaarheid nog altijd een negatief effect hebben op andere perifere lidstaten.

Maar nog belangrijker, het gesloten akkoord kan slechts als een eerste stap worden gezien in de richting van Griekse schuldhoudbaarheid. De Europese geldschieters geven ook zelf aan dat er verdere maatregelen nodig zijn om de Griekse schuld in 2022 terug te dringen tot onder de 110%-BBP. Daarnaast kunnen een tegenvallende economische ontwikkeling en verdere vertraging bij de implementatie van de hervormings- en bezuinigingsagenda de schuldontwikkeling de komende jaren verder verslechteren. Wij achten het zeer waarschijnlijk dat het IMF en de Europese geldschieters de komende jaren meer maatregelen moeten aankondigen om de Griekse schuld houdbaar te maken. Dit kan wederom via weinig transparante maatregelen zoals het verlengen van looptijden of het verlagen van rente op de Griekse schuld. Ook het daadwerkelijk afstempelen van een deel van de Griekse overheidsschuld kan echter niet worden uitgesloten. Gezien de politieke gevoeligheid hiervan in de Noordelijke lidstaten zal een dergelijke beslissing naar onze verwachting in elk geval worden uitgesteld tot na de Duitse verkiezingen in de herfst van 2013.



Rabobank

# Grieks akkoord omzeilt hete hangijzers

## Rabobank Economic Research Department

	Tel.	E-mail:
<b><u>Chief economist</u></b>	030 21	
Wim Boonstra	66617	W.W.Boonstra@rn.rabobank.nl
<b><u>International Economic Research</u></b>		
Allard Bruinshoofd*	63272	W.A.Bruinshoofd@rn.rabobank.nl
<b><u>Macro</u></b>		
Shahin Kamalodin	31106	S.A.Kamalodin@rn.rabobank.nl
Tim Legierse	62677	T.Legierse@rn.rabobank.nl
Michiel Verduijn	30522	M.P.Verduijn@rn.rabobank.nl
Marcel Weernink	60973	M.Weernink@rn.rabobank.nl
<b><u>Country Risk</u></b>		
Erwin Blaauw	62648	E.R.Blaauw@rn.rabobank.nl
Fabian Briegel	64053	F.Briegel@rn.rabobank.nl
Jeroen van IJzerloo*	62406	J.IJzerloo@rn.rabobank.nl
Herwin Loman	31105	H.Loman@rn.rabobank.nl
Reintje Maasdam	31403	R.Maasdam@rn.rabobank.nl
Ashwin Matabadal	61601	A.R.K.Matabadal@rn.rabobank.nl
Reinier Meijer	31568	R.Meijer@rn.rabobank.nl
Anouk Ruhaak	64860	A.N.Ruhaak@rn.rabobank.nl
<b><u>National Economic Research</u></b>		
Hans Stegeman*	31407	H.W.Stegeman@rn.rabobank.nl
<b><u>Macro</u></b>		
Ruth van de Belt	60143	R.Belt@rn.rabobank.nl
Maarten van der Molen	64490	M.T.Molen@rn.rabobank.nl
Danijela Piljic	31104	D.Piljic@rn.rabobank.nl
Anke Struijs	31408	A.C.A.Struijs@rn.rabobank.nl
Theo Smid	67599	T.H.Smid@rn.rabobank.nl
Paul de Vries	30172	Vries.P@rn.rabobank.nl
<b><u>Regional</u></b>		
Rogier Aalders	31393	R.Aalders@rn.rabobank.nl
Cynthia Briesen	31411	C.C.Briesen@rn.rabobank.nl
Frits Oevering	64439	F.J.Oevering@rn.rabobank.nl
Anouk Smeltink-Mensen	66404	A.H.H.M.Smeltink@rn.rabobank.nl
Willem van der Velden*	62478	W.Velden@rn.rabobank.nl
<b><u>Financial Sector Research</u></b>		
Yvette Jorissen	64931	Y.M.Jorissen@rn.rabobank.nl
Nicole Smolders**	79108	N.M.P.Smolders@rn.rabobank.nl
Rachida Talal-Azimi	34021	R.Talal@rn.rabobank.nl
Leontine Treur	67084	L.Treur@rn.rabobank.nl

\*Hoofd

\*\*Telefoonnummer begint met 040 21