



Rabobank

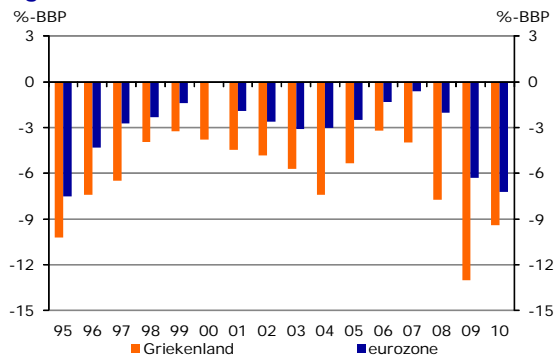
## Historische hulpkreet uit Athene

*Griekenland ontbeert het vertrouwen van financiële markten om haar eigen budgettaire problemen op te lossen en doet een beroep op EU/IMF steun. De eurolanden leggen hiermee de 'no bailout' clause uit het Europese verdrag naast zich neer. Toch kan Europa sterker in plaats van zwakker uit het Griekse drama komen. Europa zal zich naar de toekomst toe namelijk moeten uitspreken over de omstandigheden en mate waarin het individuele landen te hulp schiet en dat in amendementen op het Europese verdrag moeten vastleggen.*

### Achtergrond van structurele problemen

Griekenland kent de hoogste staatsschuld (in 2010 123%-BBP) van het hele eurogebied, alleen Italië komt hier (met 121¾%-BBP in 2010) bij in de buurt. Dat is slechts deels terug te voeren op de financiële en economische crisis. Ondanks een gemiddelde groei over de afgelopen 9 jaar van 3,3%, zijn de Grieken er nooit in geslaagd om ook maar aan de Europese minimumeis van een tekort van maximaal 3%-BBP te voldoen, laat staan begrotings-evenwicht te noteren. Het beste begrotingsjaar was 2006 met een tekort van 3,2%-BBP. In 2009 liep het begrotingstekort op tot 13,6%-BBP, ruim viermaal het maximale tekort volgens de Europese begrotingsregels.

**Figuur 1: Historie van forse tekorten**



Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

De achtergrond is er een van structurele problemen. Zo kent het land een weinig con-

currerende exportsector als gevolg van loonstijgingen die de trage productiviteitsgroei trendmatig overstegen en een gebrek aan concurrentie in vele productmarkten. De overheid is groot en log, ambtenaren zijn zeker van hun banen en eveneens trendmatige forse loonstijgingen. Daarnaast kent Griekenland de nodige moeilijkheden met de belastinginning als gevolg van een relatief omvangrijke zwarte economie en de vele ontheffingen die het belastingstelsel kent. Ten slotte kent Griekenland een relatief sterke vergrijzing in combinatie met een ruimhartig pensioenstelsel, die de houdbaarheid van de overheidsfinanciën op de lange termijn bemoeilijkt. Soortgelijke structurele problemen kennen ook de andere Zuid-Europese landen in meer of mindere mate en dat vormt waarschijnlijk ook de (veelal onterechte) snelkoppeling van de Griekse problemen naar nervositeit rondom de houdbaarheid van bijvoorbeeld de Portugese en Spaanse overheidsfinanciën.

### Markt vertrouwt het niet meer

De Griekse overheidsfinanciën blijken met de kennis van nu structureel zo zwak te zijn geweest dat het land eigenlijk nooit had mogen toetreden tot de euro. In 2001 voldeed het land ogenschijnlijk aan de Europese begrotingsnormen en mocht het toetreden tot de gemeenschappelijke munt, maar als we er heden ten dage de statistieken op naslaan dan prijkt er voor dat jaar een ontoelaatbaar tekort van 4,4%-BBP.

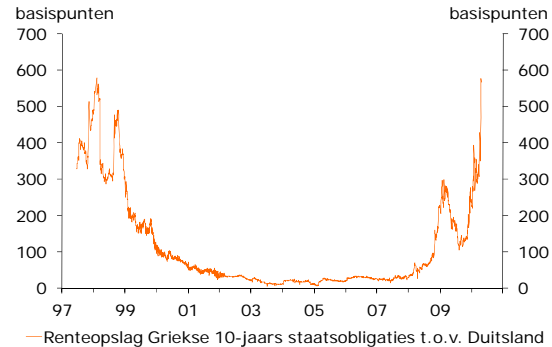
Sinds afgelopen oktober raakte de zwakte van de Griekse overheidsfinanciën in een stroomversnelling, na weer een majeure aanpassing in de eerder gerapporteerde begrotingscijfers. Geen begrotingstekort van rond 6%-BBP in 2009, maar een ruim tweemaal zo hoog tekort van 12,7%-BBP zo bleek bij aantreden van de nieuwe regering. Eurostat deed er begin febru-

ari 2010 een boekje over open. De Grieken blijken jarenlang in veel gevallen onduidelijk te zijn geweest over de toegepaste boekhoudregels bij het waarderen van de staatsschulden. Daar waar de gehanteerde boekhoudregels wel bekend waren, bleken zij regelmatig onjuist te zijn toegepast. Eurostat noemt als achterliggende oorzaken de zeer gebrekkige samenwerking van de dataverzamelande instanties in Griekenland, maar ook een onvoldoende mate van onafhankelijkheid van het Griekse statistische bureau van het Griekse ministerie van financiën en een gebrek aan toezicht. In sommige gevallen ging men zelfs zo ver dat ongedocumenteerde cijfers telefonisch aan Eurostat werden doorgegeven.

Op 22 april jl. bleek uit wederom herziene cijfers van Eurostat, dat het Griekse begrotingstekort in 2009 zelfs nog hoger uitkomt, namelijk op 13,6%-BBP. Bovendien geven de Europese statistici in hun persbericht aan nog steeds bedenkingen te hebben bij de kwaliteit van de cijfers die de Griekse regering neerlegt, waardoor ook deze cijfers in een toekomstige herziening nog slechter zouden kunnen uitpakken. Het leek de genadeslag voor het markt-sentiment, dat de afgelopen maanden door gemengde signalen over Europese steun, een toenemende Griekse stakingsbereidheid en de aanhoudende afwaardering van de Griekse kredietwaardigheid door de grote internationale kredietbeoordelaars toch al zwaar op de proef werd gesteld. Donderdag 22 april bedroeg de renteopslag op Griekse 10-jaars staatsobligaties ten opzichte van Duits staatspapier 5,8%-punt, de hoogste opslag sinds Griekenland de euro voert en evenzeer hoog in vergelijking van met de Griekse pre-euro jaren (ten tijde van de Azië- en Rusland-crisis werden korte tijd opslagen tussen 4½%-punt en 6%-punt genoteerd). Kortom, de markt gelooft er niet meer in dat Griekenland haar ambitieuze bezuinigingspakket (tekortreductie tot 2,8%-BBP in 2012) kan waarmaken. De resulterende acute dreiging van een funding crisis (een mislukte plaatsing van staatsobligaties bij

een schuld(her)financiering in de komende maanden) dwingt de Griekse minister van financiën Papaconstantinou 23 april jl. een beroep te doen op het steunpakket van € 45 mrd van de EU en het IMF. Een historische hulpkreet, want een euroland krijgt ondanks de *no bailout* clause in het Europese verdrag van de overige eurolanden precies dat; een *bailout*.<sup>1</sup>

**Figuur 2: Dure schuld(her)financiering**



Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

### Een pakket met haken en ogen

De marktreactie op de historische Griekse hulpkreet is lauw te noemen; de renteopslag ten opzichte van Duitsland daalde slechts 10 basispunten tot 5,7%-punt aan het einde van de dag. Maar er staan dan ook nog steeds een aantal vraagtekens bij het steunpakket.

Duidelijk is dat de eurozone landen € 30 mrd aan het steunpakket gaan bijdragen en het IMF aanvult tot € 45 mrd. Eveneens duidelijk is dat de Grieken een gesubsidieerde rente van 5% zullen gaan betalen op deze 3-jaars lening. Dat is laag genoeg om aantrekkelijk te zijn voor de Grieken, zij betalen op 10-jaars obligaties op 23 april 8,7%. Het is tegelijkertijd hoog genoeg om niet de motivatie bij andere landen weg te nemen om de overheidsfinanciën eigenhandig in rustiger vaarwater te leiden door middel van harde bezuinigingen en forse lastenverzwaringen, zoals bijvoorbeeld de

<sup>1</sup> Overigens is deze clause geen verbod op een *bailout*, hoewel hij vaak wel zo wordt uitgelegd. De clause legt enkel vast dat een *bailout* geen *gebod* is, geen verplichting van één euroland naar een ander euroland.

leren al bij herhaling doorvoerden. Ten slotte is duidelijk dat Griekenland in de tweede helft van mei weer ongeveer € 8½ mrd aan financiering moet aantrekken om aan de (her)financieringsverplichtingen te voldoen.

De grote vraagtekens staan bij de termijn waarop het geld beschikbaar is en tegen welke aanvullende voorwaarden. Op dat eerste vlak speelt mee de politieke aarzeling van met name Duitsland. Steun aan Griekenland ligt daar electoraal moeilijk en op 9 mei zijn er belangrijke deelstaatverkiezingen in Noordrijn-Westfalen. De Duitse regering zal de beslissing over de Griekse steun graag over deze datum heen tillen, al kunnen de overige EU-landen en het IMF al eerder hun aandeel naar Athene overmaken. Daarnaast zijn vier Duitse hoogleraren naar het Constitutionele Hof in Karlsruhe gestapt om langs die weg de steun aan Griekenland te blokkeren, met als motivering dat het de Duitse financiële stabiliteit zou aantasten. Zowel het IMF als de EC zal ongetwijfeld concluderen dat de *bailout* noodzakelijk is voor de Europese financiële stabiliteit, een voorwaarde die overigens bondskanselier Merkel al stelde aan de eventuele Duitse medewerking aan het reddingspakket.

Over de aanvullende voorwaarden is Griekenland nog in onderhandeling met het IMF en de Europese Commissie. In aanvulling op de reeds bij de EC neergelegde ambitieuze bezuinigingsplannen zullen er hoogstwaarschijnlijk concrete eisen worden neergelegd voor wat betreft structurele hervormingen op de arbeidsmarkt en in verschillende productmarkten, evenals in het pensioen- en sociale zekerheidsstelsel. Daarnaast zal men ook voldoende zekerheden willen dat Griekenland ook na 2010 doorgaat met het verder op orde brengen van de overheidsfinanciën, om het steunpakket maximale impact te geven en te voorkomen dat de € 45 mrd in een bodemloze put verdwijnt.

Onduidelijk is ten slotte hoe zwaar de wissel is die de Griekse bezuinigingen op de Griekse

economie trekt. Economische onheilspredikers stellen dat de economie als gevolg van de bezuinigingen langdurig in recessie zal blijven, waardoor de schuldenlast als fractie van het BBP eerder zal stijgen dan dalen.

### Tijd gekocht

Ook met Europese steun is de Griekse bezuinigingsoperatie een grote uitdaging. Het alternatief, herstructurering van de Griekse schuld, klinkt dan ook met grotere regelmaat in markt en media. Herstructurering (zelfs al is deze 'vrijwillig') lijkt een situatie die beide partijen (Griekenland en eurozone partners) in eerste instantie zouden willen vermijden, vooral ook omdat dan alle moeite van de eurozone landen voor niets is geweest. Het is dan ook vooral een reflectie van de twijfel in de markt of € 45 mrd wel genoeg is om Griekenland ook in komende jaren uit de problemen te houden.

Bezorgdheid is in elk geval op zijn plaats. Griekenland koopt tijd doordat de (her)financiering van de schuld voor 2010 grotendeels wordt gegarandeerd door het EU/IMF steunpakket. In die tijd moet Griekenland werk maken van het ambitieuze bezuinigingspakket. Dat wordt lastiger omdat de Ausgangssituatie op basis van de jongste Eurostat begrotingscijfers nog slechter blijkt. Daar staat echter tegenover dat de EC eerder dit jaar al bedong dat Griekenland aanvullende bezuinigingsvoorstellen zou doen, juist om op dergelijke tegenvallers adequaat te kunnen reageren. Komende maand, in augustus en in november zal Griekenland aan de EC rapporteren over de voortgang met de bezuinigingen en daarmee kan het steeds iets van het verloren marktvertrouwen herwinnen.

### Wie alfa zegt, moet ook bèta zeggen

Met het huidige steunpakket neemt Europa een eenzijdige gok. Als de Griekse bezuinigen er niet of in onvoldoende mate in slagen het marktvertrouwen te herwinnen, dan zal Griekenland in 2011 opnieuw gesteund moeten worden, of alsnog in acute financieringsproblemen geraken. Verschil met nu is dat Europa

er dan al € 30 mrd in heeft gestoken en ook gegeven de risico's voor de Europese financiële stabiliteit is het allerm minst een uitgemaakte zaak dat Europa de Grieken in de nabije toekomst alsnog kan laten vallen. Daarnaast kan de euro reputatieschade oplopen van daadwerkelijk wanbetaling door één van de eurovoerende landen, al is die niet van tevoren eenduidig vast te stellen. Enerzijds geeft wanbetaling door een euroland aan dat de euro weliswaar één munt is, maar dat bijvoorbeeld in de staatsobligatiemarkten (relevant) onderscheid naar landen moet worden gemaakt, waardoor deze markten *de facto* relatief gefragmenteerd zullen blijven. Anderzijds geeft het daadwerkelijk laten vallen van een euroland de tadeloze Europese begrotingsregels weer een sluitstuk mét tanden; als een land namelijk door eigen toedoen onoverkomelijk in de financiële problemen geraakt, dan laat Europa dat land ook op de eigen blaren zitten.

Europa ontkomt er dan ook niet aan om ten minste de contouren van een Europese fiscale unie institutioneel vorm te geven, ter vervanging van de *no bailout* clause die in haar huidige vorm heeft afgedaan en de Europese begrotingsregels die met de tijd van hun tanden zijn ontdaan. Een haalbare eerste stap is de centrale financiering van de Europese staatsschuld met de juiste prikkels, waarmee het signaleren en aanpakken van verslechterende overheidsfinanciën een Europese aangelegenheid wordt en niet wordt overgelaten aan de grillen van de markt.<sup>2</sup> Daarnaast zullen de aanvullende Europese voorwaarden bij collectieve steun voldoende streng en structuurversterkend moeten zijn voor het ontvangende land. Streng om een stuk afschrikking met zich mee te brengen. Structuurversterkend om daarnaast ook constructief bij te dragen aan gezondere overheidsfinanciën op de lange termijn.

Voor Griekenland –en de overige eurolanden

---

<sup>2</sup> Zie voor een uitgewerkt voorstel W.W. Boonstra (2009), *Maak de euro sterker*, Rabobank Special Report 0902.

met structureel zwakke overheidsfinanciën – geldt dat na de geneugten van de euro in de vorm van lage inflatie en dito rentevoeten, nu ook werk zal moeten worden gemaakt van de vooruitgeschoven structurele versterkingen van economische structuur en instituties.

Geen van beide zal zonder slag of stoot gaan. Maar de onheilspredikers die op basis daarvan het begin van het einde van de monetaire unie voorspellen negeren de historische dynamiek van de Europese eenwording; in Europese crises ligt de kiem van de voortgang van de integratie. Zo leek ten tijde van de wisselkoerscrisis van begin jaren negentig het Europese monetair experiment van vaste wisselkoersen ten dode opgeschreven, maar werd nog voor de eeuwwisseling de girale euro geïntroduceerd.

#### **Tot besluit**

*Griekenland kan haar budgettaire problemen niet meer zelfstandig oplossen en vroeg vrijdag 23 april jl. om financiële steun van de EU en het IMF. Na eerder al de tanden uit de Europese begrotingsafspraken te hebben gehaald, leggen de eurolanden daarmee nu ook de 'no bailout' clause uit het Europese verdrag naast zich neer. Toch kan Europa sterker in plaats van zwakker uit het Griekse drama komen. De realiteit dat Europa zich als het puntje bij paaltje komt collectief verantwoordelijk voelt voor de overheidsfinanciën van een individueel land noopt namelijk tot herziening van het Europese verdrag, met enerzijds (preventief) de centrale financiering van de Europese staatsschuld met de juiste prikkels en anderzijds (corrigerend) centraal opgelegde structuurversterkende maatregelen ter versterking van langdurig en structureel verslechterde overheidsfinanciën.*

april 2010

Allard Bruinshoofd (030 – 2163272)

W.A.Bruinshoofd@rn.rabobank.nl

[www.rabobank.com/kennisbank](http://www.rabobank.com/kennisbank)