

# Verdere afschrijving op Griekse staatsschuld

Ondanks de omvangrijke schuldhherstructurering van december 2012 lijkt de Griekse staatsschuld nog steeds onhoudbaar. Onderliggende projecties van het IMF blijven voortdurend te optimistisch terwijl de Griekse economie nog steeds onder de maat presteert. Een verdere afschrijving is daarom waarschijnlijk. De eurolanden hebben reeds toegezegd bij te springen. De rekening bedraagt naar schatting 86 miljard euro.

**JOHN LORIÉ**  
Hoofdeconoom  
bij Atradius en  
onderzoeker aan  
de Universiteit van  
Amsterdam

**DAAN  
WILLEBRANDS**  
Econoom bij  
Atradius

**H**et IMF heeft toegegeven de problemen in Griekenland te hebben onderschat, aldus een zeer kritisch intern rapport dat in juni 2013 openbaar is gemaakt. Het Fonds schatte de negatieve effecten van de bezuinigingen op de economische groei te laag in en overschatte de politieke bereidheid van de EU om de belofte tot ingrijpen na te komen (IMF, 2013a). Het gevolg was een opeenstapeling van reddingspakketten, een afschrijving van de schuld door private partijen begin 2012 en uiteindelijk ook een afschrijving door publieke partijen ter waarde van 45 miljard euro in december 2012.

Ruim een half jaar na de implementatie van het laatste noodpakket zijn de eerste nieuwe kritische geluiden te horen. De economie presteert nog steeds onder de verwachtingen en de opbrengsten van de hervormingen vallen tegen. Volgens de Griekse minister van Financiën heeft het land enkele miljarden nodig om het ontstane financiële gat in het hulpprogramma op te vullen. Anderen stellen dat in plaats van meer geld, opnieuw een afschrijving nodig is. Kredietbeoordelaar Moody's gaat er in zijn analyses zelfs van uit dat die ook daadwerkelijk plaats zal vinden. De voorzitter van de Eurogroep, Dijsselbloem,

heeft echter aangegeven pas volgend jaar te willen bezien of extra geld voor Griekenland nodig is. Ook de Duitse regering zit op die lijn. De vraag is of de Griekse staatsschuld nu wel houdbaar is en zo nee, hoeveel er afgeschreven moet worden om de schuld tot een houdbaar niveau terug te dringen.

## IMF BLIJFT OPTIMISTISCH

Het IMF heeft afgelopen jaren keer op keer zijn voorspellingen voor de Griekse economie naar beneden bij moeten stellen (Weisbrot en Montecino, 2012). Ook in de zomer van 2012, voor de aankondiging van het derde reddingspakket, was het IMF nog optimistisch over de Griekse vooruitzichten, en dat terwijl de scepsis ten aanzien van de houdbaarheid van de schuld breed gevoeld werd. Met kwantitatieve onderbouwingen van de houdbaarheid uit dezelfde periode werd de noodzakelijke afschrijving op tientallen miljarden euro's becijferd (Lorié *et al.*, 2012). Bij de aankondiging van het derde reddingspakket bleek deze kwantitatieve prognose zeer dicht bij de realiteit te liggen.

Ook de aannames voor de huidige IMF-projecties zijn volgens Moody's te optimistisch (Moody's, 2013). Ondanks de erkenning van het IMF dat het te positief is geweest in de voorspellingen voor de Griekse economie, zijn de projecties voor de relevante variabelen nauwelijks naar beneden bijgesteld. Het IMF verwacht momenteel een gemiddelde jaarlijkse economische groei tussen 2014 en 2020 van 2,8 procent, waar het een jaar geleden voor dezelfde periode een gemiddelde groei van 2,7 procent verwachtte (Lorié *et al.*, 2012). Alleen de verwachtingen met betrekking tot de privatiseringen en het gemiddelde primaire overschot zijn verlaagd.

## GROTE VERSCHILLEN IN AANNAMES

De vraag dringt zich dan ook op wat voor effect andere aannames voor deze variabelen hebben op het schuldverloop. Om het verloop van de schuldquote te berekenen is gebruik gemaakt van het eenvoudige rekenmodel van het CPB (CPB, 2013). De relevante variabelen voor het berekenen van het

De auteur heeft verklaard dit artikel alleen te publiceren in ESB en niet elders te publiceren in wat voor medium dan ook. Het is wel toegestaan om het artikel voor eigen gebruik en voor publicatie op een intranet van de werkgever van de auteur aan te wenden.

## Macro-economische indicatoren

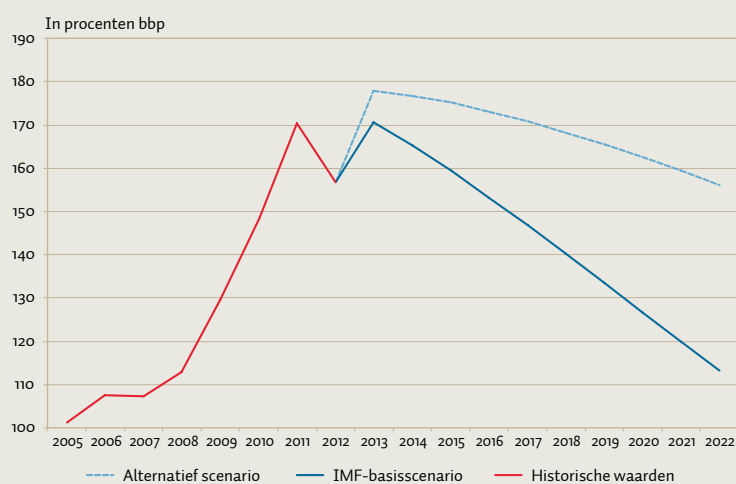
TABEL 1

	IMF-scenario		Alternatief scenario	
	2013	2014-2022	2013	2014-2022
Reële bbp-groei, in procenten	-4,2	2,7	-5,5	1,8
Inflatie, in procenten	-0,6	1,3	-2,5	1,2
Primair overheidssaldo, in procenten bbp	0,0	3,9	-1,5	1,4
Privatiseringen, in procenten bbp	1,3	1,2	1,3	1,2

Bron: IMF, 2013b; EIU, 2013

## Projecties Griekse staatsschuld

FIGUUR 1



Bron: IMF, 2013b; EIU, 2013

verloop van de Griekse overheidsschuld in het CPB-model zijn economische groei, primair overheidssaldo, inflatie en rente. Verder spelen privatiseringsopbrengsten een rol. De aanpak is vergelijkbaar met de methode in Lorié *et al.* (2012). Als onderdeel van het derde reddingspakket heeft de Europese

politiek zich gecommitteerd om de overheidsschuld in 2022 'significant onder de 110 procent van het bbp' te brengen (Eurogroup, 2012). Dit is het uitgangspunt voor alle beleidsdiscussies en daarom ook het uitgangspunt voor de analyse.

Voor de alternatieve voorspellingen is gebruik gemaakt van de Economist Intelligence Unit (EIU), een onafhankelijke bron met een sterke reputatie die ook is gebruikt in een vorige studie (Lorié *et al.*, 2012). De voorspellingen van de EIU zijn een stuk pessimistischer dan van het IMF. De EIU voorspelt een lagere economische groei voor zowel 2013 als de periode daarna (tabel 1). Ook verwacht de EIU een kleiner primair overheidssaldo.

De projecties van het IMF en de EIU zijn vervolgens gebruikt om met het rekenmodel van het CPB het Griekse schuldverloop tot 2022 na te bootsen. Verder is de bijdrage door privatisering in de scenario's gelijk verondersteld, en gebaseerd op de IMF-projecties. De EIU doet geen voorspellingen voor 2018 tot en met 2022, daarvoor zijn de waarden van 2017 doorgetrokken. Bij het IMF zijn de waarden voor economische groei en de inflatie in 2021 en 2022 geïnterpoleerd op basis van voorspellingen voor 2020 en 2025. Het primair overheidssaldo is daarnaast constant verondersteld vanaf 2020.

## DE SCHULDQUOTE DAALT NAUWELIJKS

Van een houdbare schuld is in het alternatieve scenario geen sprake, ondanks de afschrijving in 2012. Figuur 1 geeft de resultaten van de doorrekening van het IMF en het alternatieve scenario. Volgens het IMF-scenario stijgt de schuldquote eerst, maar neemt daarna sterk af, tot 113 procent in 2022. Dit is vergelijkbaar met het verloop van de schuldquote in de meest recente schuldanalyse van het IMF (IMF, 2013b). De schuldquote stijgt in het alternatieve scenario eveneens sterk in 2013 maar daalt vervolgens slechts tot 156 procent in 2022. Daarmee is in het alternatieve scenario geen sprake van een houdbare schuld. Ruim 86 miljard euro zou de afschrijving in 2014 moeten zijn om in het alternatieve scenario de schuldquote in 2022 tot 110 procent terug te dringen.

Na de afschrijving onder private crediteuren begin 2012 is nog slechts twintig procent van de Griekse schuld in handen van private partijen (IMF, 2013c). Het IMF heeft daarnaast acht procent van de schuld in handen. De rest van de schuld is aan de ECB, de EU en middels bilaterale leningen aan met name eurolanden. De afschrijving komt dus waarschijnlijk grotendeels voor rekening van de eurolanden, omdat bij private partijen weinig meer te halen valt en het IMF nooit afschrijft.

## CONCLUSIES

Ondanks de derde reddingsoperatie van Griekenland ter waarde van 45 miljard euro in december 2012 blijft er een aanzienlijke kans dat de Griekse schuld onhoudbaar is. Onderliggende veronderstellingen van het IMF lijken nog steeds te optimistisch, vooral ten aanzien van de Griekse economische groei. Een nieuwe afschrijving op de Griekse staatsschuld lijkt dan ook onafwendbaar. De kosten van een extra afschrijving bedragen volgens onze berekeningen 86 miljard euro en zouden voornamelijk voor rekening van de eurolidstaten komen. De Eurogroep heeft de discussie over mogelijke extra hulp aan Griekenland voorlopig voor zich uit weten te schuiven. Met de gepresenteerde resultaten in het achterhoofd is het de vraag hoe lang dat houdbaar is.

## LITERATUUR

- CPB (2013) *Zelf rekenen aan de Europese overheidsschuld*. Publicatie op [www.cpb.nl](http://www.cpb.nl).
- EIU (2013) *Greece 5-year forecast table*. Economist Intelligence Unit, juni.
- Eurogroup (2012) *Eurogroup statement on Greece*. Eurogroup, 27 november.
- IMF (2013a) *Greece: Ex post evaluation of exceptional access under the 2010 stand-by arrangement*. IMF Country Report, 13(156).
- IMF (2013b) *Greece: Third Review under the stand-by arrangement*. IMF Country Report, 13(153).
- IMF (2013c) *Greece: Article IV Consultation*. IMF Country Report, 13(154).
- Lorié, J., N. Nordman en D. Willebrands (2012) *Griekse staatsschuld onhoudbaar*. ESB, 97(4639 & 4640), 422-425.
- Moody's (2013) *Greece: IMF/EFSF funding improves liquidity, but debt stock vulnerable to significant downside risks*. Moody's Special Comment, 28 januari.
- Weisbrot, M. en J.A. Montecino (2012) *More pain, no gain for Greece: is the euro worth the costs of pro-cyclical fiscal policy and internal devaluation?* Washington: CEPR.