

De Griekse schuldencrisis

Analyse van de Griekse schuldencrisis laat zien welke aanpassingen nodig zijn om herhaling van zo'n crisis te voorkomen. Nodig zijn een crisismechanisme dat moreel risico vermijdt en een ordelijke afschrijving van de staatsschuld mogelijk maakt, transparante begrotingen, strikter toezicht op de financiële sector en structurele economische hervormingen.

Griekenland heeft een traditie van zwakke begrotingsdiscipline en manipulatie van begrotingscijfers. De meest recente perikelen dateren van het voorjaar van 2009, toen op een bijeenkomst van de Europese Raad Economische en Financiële Zaken (Ecofin) de Griekse minister van Financiën weigerde inzicht te geven in de financiële situatie van zijn land. Later bleek dat het verwachte tekort voor 2009 met vijf tot zes procent bbp substantieel hoger zou uitkomen dan de eerder voorziene 3,7 procent. Bovendien had Griekenland zich niet gehouden aan afgesproken maatregelen voor tekortreductie. De commotie barstte pas echt goed los toen na haar verkiezing in september 2009 de nieuwe socialistische regering onthulde dat het tekort voor dat jaar maar liefst

12,5 procent bbp zou bedragen, dus meer dan het dubbele van de laatste voorspelling. Als gevolg van groeiende twijfels over de kredietwaardigheid van Griekenland volgden een aantal pakketten van steeds verdergaande bezuinigingen. Midden december 2009 kondigde de nieuwe premier Papandreou een pakket aan dat het tekort in 2010 met vier procentpunten bbp moest terugdringen en in 2013 tot beneden drie procent moest terugbrengen. Onderdeel van het pakket waren lagere lopende overheids- en defensie-uitgaven en een kleiner ambtenarenapparaat. Na aandringen van de Europese Commissie en andere lidstaten op meer concrete maatregelen gaf Papandreou aan de inkomsten te willen verhogen door het terugdringen van corruptie en belastingontduiking. Begin februari 2010 kondigde hij een verbreding van de belastingbasis aan en een bevrozing van vacatures en lagere salarissen bij de overheid. Ondertussen werd er al met de andere EU-lidstaten onderhandeld over een mogelijke redding, maar vooral Duitsland was terughoudend. Begin maart presenteerde Papandreou opnieuw maatregelen, waaronder een verlaging van bonussen in de publieke sector en een verhoging van de btw.

ROEL M.W.J. BEETSMA
Hoogleraar aan de Universiteit van Amsterdam en research fellow bij het Tinbergen Instituut

DANIEL WIDIJANTO
Portefeuillebeheerder bij BNG Vermogensbeheer

Op 11 april werd de eurozone het eens over een steunpakket van dertig miljard euro voor komend jaar. Ook het IMF zou voor vijftien miljard deelnemen. De Europese Commissie en het IMF stelden een driejarig programma op van begrotings- en structurele hervormingen. Het steunpakket werd op 23 april door Griekenland geactiveerd, terwijl Eurostat wederom het tekort over 2009 naar boven bijstelde en het IMF zinspeelde op nog verdere bezuinigingen. Begin mei volgde een definitief driejaarspakket van tachtig miljard euro aan leningen vanuit de eurozone en dertig miljard vanuit het IMF. De afspraak was dat Griekenland het tekort in 2010 al met 6,5 procentpunt omlaag zou brengen. Lonen, uitkeringen en pensioenen in de publieke sector zouden drastisch omlaag gaan, terwijl de btw en andere belastingen fors omhoog zouden gaan. Ook de pensioenleeftijd zou omhooggaan.

De onrust verdween echter niet. Door twijfels over de Duitse bereidwilligheid om Griekenland te ondersteunen steeg de spanning op de financiële markten. Deze bereikte zijn hoogtepunt in het weekend van 8 en 9 mei. Acute financieringsmoeilijkheden gepaard gaand met een scherpe rentestijging en een dreigend overslaan ervan op andere EU-lidstaten (figuur 1) leidden tot de oprichting van het Europese Financiële Stabiliteitsfonds (EFSF). Dit fonds met 440 miljard aan door eurolanden gegarandeerde middelen werd met zestig miljard aan rechtstreekse garanties uit het EU-budget en 250 miljard aan IMF-garanties gecombineerd tot een totaal vangnet van 750 miljard euro. Na het weekend zakten de rentes scherp, om later in het jaar weer te stijgen, een teken dat de obligatiemarkten twijfels hebben over de uiteindelijke afbetaling van de bestaande schulden.

Het is dus niet vreemd dat Griekenland in eerste instantie met een relatief licht pakket aan maatregelen kwam in de hoop dat de bereidheid van anderen om bij te springen voldoende groot zou zijn

Strategische beschouwing

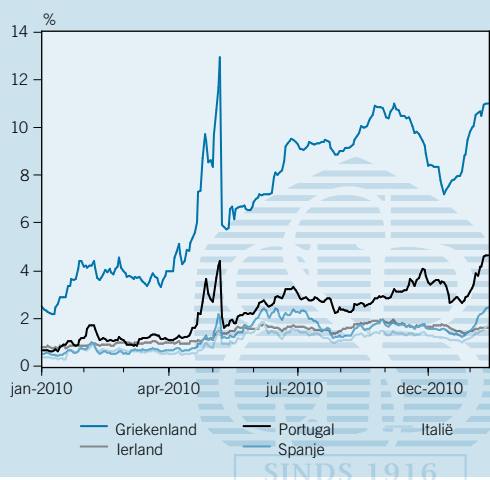
Men kan zich afvragen of de Europese schuldencrisis niet vermeden had kunnen worden als Griekenland meteen adequate maatregelen had genomen om het overheidstekort snel naar beneden te brengen. Deze vraag negeert echter de strategische afwegingen waarmee het land geconfronteerd is. Zware bezuinigingen treffen grote groepen binnen de samenleving en zijn dus politiek kostbaar. Met andere woorden, met hoe meer hulp van buiten een oplossing bereikt wordt, hoe minder de Griekse regering zelf hoeft in te grijpen en dus hoe kleiner de kans op een mogelijk verlies aan publieke steun. De mate van bereidheid van andere landen om te hulp te schieten is echter op voorhand niet duidelijk. Deze landen worden geconfronteerd met het dilemma tussen verschaffen van financiële steun, om daarmee zowel de geloofwaardigheid van de Europese begrotingsregels te ondermijnen als publieke weerstand tegen betaling voor slecht gedrag op te roepen, of Griekenland aan zijn lot overlaten, om daarmee het functioneren van het Europese financiële systeem in gevaar te brengen. Vooral Franse en Duitse, maar ook Nederlandse, financiële instellingen hebben veel Griekse staatsschuld in bezit. Een afschrijving van deze schuld kan in het ergste geval banken tot een faillissement dwingen en het onderlinge leenverkeer tot stilstand brengen. Het is dus niet vreemd dat Griekenland in eerste instantie met een relatief licht pakket aan maatregelen kwam in de hoop dat de bereidheid van anderen om bij te springen voldoende groot zou zijn. De aanhoudende terughoudendheid van de andere landen en de toenemende onrust op de financiële markten hebben Griekenland geleidelijk tot zwaardere concessies bewogen.

Gevolgen van Griekse crisis voor Europa

Behalve Griekenland dreigden ook andere landen in de problemen te komen met de herfinanciering van hun staatsschulden, waardoor deze landen dit jaar al verschillende keren zijn geconfronteerd met scherp gestegen rentes. Dit betrof vooral Portugal en in mindere mate Spanje. Deze rentestijgingen vonden plaats op momenten dat ook de Griekse rente steeg. Men kan zich dus afvragen of andere landen buiten gevaar zouden zijn gebleven als Griekenland niet in de problemen was gekomen. Tabel 1 laat zien dat de correlaties tussen de dagelijkse veranderingen van de spreads op de Duitse staatsrente omhoog zijn gegaan na het begin van de schuldencrisis. Dit geldt vooral voor de Grieks-Spaanse en de Grieks-Portugese correlaties. Dit is geen hard bewijs dat de moeilijkheden van de andere landen veroorzaakt zijn door de Griekse perikelen, maar het is wel indicatief hiervoor. De vraag is hoe Griekenland andere landen in de problemen kan

Figuur 1

Versillen staatsrente ten opzichte van Duitsland (in procenten op jaarbasis).



Tabel 1

Correlaties tussen dagelijkse veranderingen in spreads.

Correlaties voor het jaar 2008

	Griekenland	Ierland	Italië	Portugal	Spanje
Griekenland	1	0,39	0,68	0,51	0,27
Ierland		1	0,39	0,39	0,42
Italië			1	0,64	0,48
Portugal				1	0,49
Spanje					1

Correlaties 1 september 2009 – 12 november 2010

	Griekenland	Ierland	Italië	Portugal	Spanje
Griekenland	1	0,36	0,68	0,84	0,69
Ierland		1	0,62	0,41	0,56
Italië			1	0,76	0,85
Portugal				1	0,75
Spanje					1

Bron: Bloomberg data

brengen, als er geen duidelijk fundamenteel verband is tussen het vermogen van de verschillende landen om hun verplichtingen na te komen.

Een voor de hand liggend mechanisme is het volgende.

Financiële markten verkeren in voortdurende onzekerheid of eurolanden elkaar te hulp zullen komen wanneer een land zijn schuld niet meer kan terugbetalen. Ze beseffen ook dat wanneer Griekenland gered wordt, andere eurolanden gered zullen worden indien nodig, en vice versa. Bij het oplopen van de Griekse rente wordt het moeilijker voor Griekenland om zijn schuld te herfinancieren en komt dus ook het moment dichterbij dat mogelijk zal blijken dat andere eurolanden niet bereid zullen zijn Griekenland, en dus ook andere probleemlanden, te hulp te schieten. Hierop anticiperend daalt de prijs van de schuld van de andere probleemlanden en stijgen de risicopremies of spreads op het aanhouden van hun schuld. Vervolgens kan een zichzelf versterkend proces optreden. Hogere spreads verslechteren de schuldpositie van een probleemland waardoor het vertrouwen van financiële markten verder afneemt en de spreads verder oplopen. Deze neerwaartse spiraal werd in het verleden door vooral Zuid-Europese landen doorbroken door de eigen munt te devalueren en de inflatie te laten oplopen. Met de euro is dit echter niet meer mogelijk.

Institutionele en beleidsimplicaties

Menig expert, bijvoorbeeld De Grauwe (2010), is van mening dat de Griekse crisis de noodzaak van een Europese begrotingsautoriteit heeft aangetoond. Vaak wordt dan het voorbeeld van de Verenigde Staten aangehaald, waar de staten in elkaars risico's delen via het systeem van belastingen en overdrachten. Een economisch zwakke staat krijgt meer middelen van de federale regering en draagt minder af, terwijl het omgekeerde geldt voor een staat die het relatief goed doet. Europa ontbeert zo'n mechanisme. Het EU-budget is klein ten opzichte van het totale bbp in de EU, terwijl de bestedingen van dat budget al bijna helemaal vastliggen. Een groot centraal budget is overigens geen noodzaak voor landen om risico's met elkaar te delen, want via een simpel omslagstelsel zouden middelen van goed presterende naar minder goed presterende landen kunnen worden overgeheveld. Een Europese begrotingsautoriteit zou echter geen goed idee zijn. Immers, het morele risico is nauwelijks te vermijden. Bijvoorbeeld, in de aanloop naar de euro hebben de meeste landen bezuinigingen doorgevoerd, om deze vervolgens na toetreding tot de eurozone weer los te laten, hierbij geholpen door de lage rente na de monetaire eenwording. Het is naïef om te denken dat een land zich vanaf nu beter zal gedragen, als het weet dat andere landen bereid zijn om bij te springen wanneer het in financiële moeilijkheden geraakt. De eigen kosten van een gebrek aan begrotingsdiscipline nemen af doordat deze kosten gedeeltelijk op anderen kunnen worden afgeschoven, terwijl de opbrengsten in de vorm het kopen van politieke steun met een gebrekkige discipline ongewijzigd blijven. Het vooruitzicht van hulp van buiten ondermijnt de stimulans tot begrotingsdiscipline.

Een herhaling van de huidige problematiek moet dus op andere manieren worden voorkomen. Een onderdeel van de oplossing zou een striktere handhaving van het Stabiliteit- en Groeipact zijn. De Europese Commissie heeft op 30 juni een aantal voorstellen gedaan om de begrotingsregels, binnen de grenzen van het huidige Europese Verdrag, aan te scherpen (Europese Commissie, 2010a; 2010b). Deze voorstellen betreffen onder andere het opleggen van minimale eisen aan nationale begrotingsregels, om de beslissing binnen het Pact over een te hoog tekort te laten afhangen van de staatsschuld en niet enkel van het tekort zelf, en een uitbreiding van het scala aan sancties die bovendien in een eerder stadium moeten ingaan. De Commissie heeft ook een voorstel gedaan voor stemming met omgekeerde meerderheid. Dat wil zeggen dat de Ecofin een Commissievoorstel accepteert, tenzij een gekwalificeerde meerderheid van de landen ertegen is. Ten slotte stelt de Commissie voor dat landen die in overtreding zijn tijdelijk hun stemrecht kwijtraken. Hiervoor is wel een Verdragwijziging nodig. De uitkomst van de hele herzieningsprocedure is nu nog onduidelijk.

Een Europese begrotingsautoriteit zou echter geen goed idee zijn. Immers, het morele risico is nauwelijks te vermijden

Recent zijn de andere EU-landen echter geconfronteerd met een afspraak tussen Frankrijk en Duitsland, waarin de aanscherping van het Pact is afgezwakt in ruil voor Franse steun voor een beperkte Verdragwijziging waarin het EFSF wordt vervangen door een permanent crisisoplossingsmechanisme. Hiermee zou voorkomen kunnen worden dat het Duitse Constitutionele Hof de Griekse

redding zou kunnen afkeuren. Ook wordt hiermee voorkomen dat de hulp aan Griekenland, die loopt tot en met 2012, moet worden beëindigd omdat het mandaat van het EFSF afloopt in juni 2013. Een permanente redding van Griekenland kan echter geen oplossing zijn. Dit zou namelijk betekenen dat geleidelijk aan alle Griekse staatsschuld in handen van private partijen wordt afgelost met leningen waarvoor regeringen van andere eurolanden garant staan. Het is onwaarschijnlijk dat de belastingbetalers in deze landen hun geld ooit terugzien. Duitsland wil dan ook terecht het crisisoplossingsmechanisme combineren met een mechanisme dat een ordelijke schuldsanering mogelijk maakt (The Economist, 2010). Private partijen zullen gedwongen worden verliezen te incasseren, maar dat is de prijs voor het hogere verwachte rendement op deze schuld.

Om de schade van een crisis te beperken is het noodzakelijk scherper toezicht te houden op de beleggingsportefeuilles van banken en daar regels voor op te stellen. Ten eerste, de belangrijkste oorzaak van het feit dat Europese banken grote posities in Griekse staatsschuld hebben, is dat ze van hun toezichthouders een nul procent solvabiliteitsweging aan het bezit ervan mogen toekennen, met de redenering dat Griekenland een EU-lidstaat is, maar wel een hoger rendement kunnen incasseren dat overeenkomt met de lage creditrating. Om perverse stimuli voor de banken te voorkomen is het beter om de solvabiliteitsvereisten voor het aanhouden van staatsschuld aan te passen aan de beoordeling door de markt van het kredietrisico. Hier is echter geen concreet uitzicht op. Basel III (Bazels Comité voor Banktoezicht, 2009) zal onder meer leiden tot hogere kapitaalbuffers en het contracyclisch maken van het bufferbeleid, maar niet tot een systeem van solvabiliteitsweging. Ten tweede dienen concentratierisico's zo veel mogelijk voorkomen te worden. Dat wil zeggen dat individuele banken niet een te groot deel van hun vermogen mogen beleggen in de staatsschuld van welk individueel land dan ook. De gevolgen van een afschrijving van de waarde van de schuld zullen dan minder snel tot het failliet van een bank leiden. Dit betekent weer dat een land dat in de financiële problemen zit de rest van de eurozone niet in gijzeling kan houden met de gevolgen van het onthouden van financiële hulp.



Een belangrijke factor bij het bevorderen van begrotingsdiscipline is de transparantie van de begroting. Hoe transparanter een begroting, hoe lastiger het is voor een overheid om een gebrek aan discipline te verhullen met te optimistische cijfers. Meer transparantie dwingt overheden dus tot meer discipline en voorkomt de noodzaak tot kostbare correctiemaatregelen in een later stadium. Bovendien verschaft meer transparantie de financiële markten meer duidelijkheid over de werkelijke kwaliteit van de staatsschuld, hetgeen tot een lagere rente leidt. Gebrek aan transparantie is een reden waarom Griekenland op basis van naar later bleek onjuiste cijfers tot de eurozone kon toetreden en haar overheid lange tijd te veel kon besteden zonder ingrijpen vanuit Europa. Op het vlak van transparantie voegen de Commissievoorstellen echter niets toe. Meer transparantie dient bovendien samen te gaan met economische projecties door politiek onafhankelijke instellingen (Calmfors *et al.*, 2010; Beetsma *et al.*, 2010). Hoewel de Commissie de noodzaak hiervan erkent, geeft ze hier helaas geen concrete opvolging aan.

Meer transparantie en zware bezuinigingen alleen zijn niet voldoende om de economische problemen van Griekenland en andere Zuid-Europese landen op te lossen. Deze landen gaan gebukt onder een fundamenteel gebrek aan concurrentievermogen. Tabel 2 rapporteert de procentuele verandering van de arbeidskosten per eenheid product over de periode 2000–2009. Het is duidelijk dat ten opzichte van Duitsland en omliggende landen de concurrentiepositie van de Zuid-Europese landen aanzienlijk is verslechterd sinds de invoering van de euro. Dit komt ook tot uitdrukking in de gemiddelde handelsbalans van deze landen over de afgelopen vijf jaren (tabel 3; Kleinknecht, 2010). Een structurele oplossing voor de economische perikelen vereist dus niet alleen het versterken van de begrotingsdiscipline, maar ook een structurele hervorming van arbeidsmarkten en productmarkten waardoor loon- en prijsstijgingen in bedwang kunnen worden gehouden. De resul-

rende verhoging van de groei leidt op zijn beurt tot verdere terugdringing van de tekorten via hogere belastinginkomsten en dalende uitkeringen.

Conclusies

Een Europese begrotingsautoriteit is geen oplossing voor het afwikkelen van de huidige Griekse schuldencrisis en het vermijden van toekomstige schuldencrisis vanwege het morele risico. Ditzelfde risico vereist dat een permanent crisismechanisme strenge voorwaarden verbindt aan de toegang ertoe door lidstaten. De disciplinerende werking van financiële markten op overheden moet worden vergroot door private beleggers voldoende in de risico's te laten delen. Scherper toezicht op de financiële sector, om concentratierisico's en een overweging in zwakke staatsschulden te voorkomen, maakt het gemakkelijker schulden af te schrijven. Begrotingsdiscipline is echter enkel een noodzakelijke voorwaarde voor herstel in Zuid-Europa. Hervorming van arbeid- en productmarkten is onvermijdelijk voor versterking van het concurrentievermogen. Dit is recent nog eens onderstreept door de stakingen van de Griekse vrachtwagenchauffeurs voor het behoud van hun vergunningensysteem.

Tabel 2

Procentuele verandering arbeidskosten per eenheid product 2000–2009.¹

Griekenland	22,9	België	7,6
Ierland	-18,0	Duitsland	-2,1
Italië	31,6	Frankrijk	6,1
Portugal	14,8	Nederland	7,0
Spanje	29,5	Oostenrijk	4,3

¹ Arbeidskosten per eenheid product worden gemeten als totale arbeidskosten gedeeld door reële productie.

Bron: OESO

Tabel 3

Gemiddelde handelsbalans als percentage van het bbp over 2005–2009.

Duitsland	5,9	Italië	-0,4
Griekenland	-11,1	Portugal	-8,8
Ierland	11,0	Spanje	-5,3

Bron: OESO

LITERATUUR

- Bazels Comité voor Banktoezicht (2009) Strengthening the resilience of the banking sector. *Consultatiedocument*, december.
- Beetsma, R., M. Giuliadori, M. Walschot en P. Wierdsma (2010) Fifty years of fiscal planning and implementation in the Netherlands. *CEPR Discussion Paper*, 7969.
- Calmfors, L., G. Kopits en C. Teulings (2010) A new breed of fiscal watchdogs. Artikel op www.eurointelligence.com, 13 mei.
- Europese Commissie (2010a) *Overview of ongoing excessive deficit procedures*. Overzicht op ec.europa.eu/economy_finance/sgp/deficit/countries/index_en.htm.
- Europese Commissie (2010b) *A new EU economic governance. A comprehensive Commission package of proposals*. Commissievoorstellen op ec.europa.eu.
- Grauwe, P. de (2010) The financial crisis and the future of the euro zone. *Keynote lecture*, CPB/Euroframe conferentie, 11 juni.
- Kleinknecht, A. (2010) Griekenland nog lang niet op orde. *ESB*, 95(4596), 660–661.
- The Economist (2010) Economics focus: fail safe. *The Economist*, 6 november.