

*Griekenland baart de Europese beleidsmakers grote zorgen. Nochtans kende het land – tot voor het uitbreken van de financiële en economische crisis – groeicijfers die ver boven het Europese gemiddelde lagen. Dat het land zo snel naar de slechtste leerling van de klas kon evolueren, met het gevaar andere lidstaten in zijn val mee te sleuren, is deels te wijten aan belangrijke tekortkomingen in de huidige Europese monetaire en fiscale architectuur.*



Frederic Teerlynck  
ft@vbo-feb.be

Raakt Griekenland uit de financiële problemen?

## Inzetten op grondige **hervormingen** en **besparingen**

De laatste jaren is Griekenland geëvolueerd naar een van de snelst groeiende landen in Europa. Tegelijkertijd kon ook de werkloosheid snel worden teruggedrongen. Zo groeide de Griekse economie in de periode 2000-2007 met een gemiddelde jaarlijkse groei van 4,2%, meer dan het dubbele van de eurozone (1,9%), terwijl de werkloosheidsgraad met 2,9% gedaald is, tot een niveau van 8,3% in 2007. De voornaamste factor die bijgedragen heeft tot deze groei is de sterke prestatie van de binnenlandse vraag. De groei van de binnenlandse vraag werd in belangrijke mate ondersteund door een expansief fiscaal beleid, zoals blijkt uit de opeenvolgende jaren van grote overheidstekorten. In de periode 2000-2008 was het overheidstekort in alle jaren, uitgezonderd 2006, groter dan de maximale grenzen voorgeschreven door het Europese Stabiliteitspact, te weten 3% van het bruto binnenlands product (bbp). Daarnaast heeft een expansieve kredietverlening – de kredieten aan huishoudens en ondernemingen stegen in dezelfde periode met respectievelijk gemiddeld 29,6% en 14,8% op jaarbasis – in belangrijke mate bijgedragen tot de groei van de binnenlandse consumptie. Deze publie-

**Indien Griekenland er niet in slaagt de nodige leningen te verkrijgen, kan een liquiditeitscrisis volgen**

ke en private schulden werden gefinancierd door massaal geld te lenen in het buitenland.

Een andere indicatie betreft de interestlast waar Griekenland mee geconfronteerd wordt. Deze is tussen de jaren 2000 en 2007 gestegen van slechts 0,7% naar 3,2% van het bbp. Wetende dat de interestvoeten in 2000 veel hoger lagen dan de interestvoeten van 2007, kan dit enkel te wijten zijn aan een belangrijke stijging van de externe schuldenlast.

**Geen evenwichtsmechanismen**

Dat Griekenland deze schuldenpolitiek lang heeft kunnen volhouden, heeft veel te maken met de bescherming die werd geboden door het lidmaatschap van de eurozone. Een alleenstaand land dat gekenmerkt wordt door structurele tekorten op de betalingsbalans zal immers een neerwaartse druk op zijn munt ondervinden, waardoor een verder toenemende consumptie (import) wordt verhinderd. Bovendien vermindert een devaluatie van de munt de reële schuldenlast van het land in kwestie door de terugbetalingscapaciteit te verbeteren. Maar naast het ontbreken van dit evenwichtsmechanisme gerelateerd aan de wisselkoers, ontbrak door het lidmaatschap van de Europese Monetaire Unie ook het evenwichtsmechanisme gerelateerd aan de interestvoeten. Door



de toetreding van Griekenland tot de eurozone, kon het lang genieten van een lage risicopremie op de internationale kapitaalmarkten. Zo konden de Griekse publieke en private sector zich financieren aan de lage interestvoeten die golden voor alle landen van de eurozone, los van de schuldenpositie van het individuele land in kwestie. Dit blijkt duidelijk uit de grafiek die de evolutie weergeeft van de Duitse en Griekse langetermijninterestvoeten. Tussen 2000 en 2007 liepen beide evoluties praktisch gelijk.

### Stabiliteitspact

Het ontbreken van deze evenwichtsmechanismen is trouwens de reden waarom het Stabiliteitspact in het leven werd geroepen. Daar het fiscale beleid nog steeds een bevoegdheid van de lidstaat blijft, maar het monetaire beleid – het bepalen van de interestvoeten en het geldaan-

bod – sinds 2000 door de Europese Centrale Bank wordt bepaald, werd voorzien in een aantal regels – het streven naar een evenwichtig budgettair beleid, met een maximum overheidstekort van 3% van het bbp en een maximale Staatsschuld van 60% van het bbp die ervoor moeten zorgen dat individuele landen geen buitensporige schulden maken die de werking van de eurozone in gevaar brengen.

### Herwaardering risico

De financiële en economische crisis en de diverse nationale stimuluspakketten hebben er echter voor gezorgd dat investeerders opnieuw een onderscheid zijn beginnen te maken tussen de risicopremies van de verschillende landen van de eurozone. Landen met een grote schuldenlast en een twijfelachtige terugbetalingscapaciteit werden dus plots geconfronteerd met een veel hogere risicopremie. Dit heeft als rechtstreeks gevolg dat de lan-

getermijnfinancieringskosten voor deze landen, met Griekenland op kop, ten opzichte van Duitsland fors de hoogte zijn ingegaan. Dit bleek verder uit een verlaagde rating voor Griekenland door de drie belangrijkste ratingagentschappen, een aanzienlijke daling van de Griekse aandelenkoersen en een historisch hoge kost voor investeerders om zich te verzekeren tegen een eventuele wanbetaling van Griekenland.

### Internationale kapitaalmarkten

Deze verhoogde aandacht voor de penibele situatie van Griekenland compliceert de toegang van Griekenland tot de internationale kapitaalmarkten. Nochtans zal Griekenland dit jaar, maar ook de komende jaren, nog een beroep moeten doen op de kapitaalmarkten. Men schat dat Griekenland in 2010, bovenop de financiering van het budgettaire tekort, ongeveer 25 miljard euro moet herfinancieren. Om dergelijke financieringsoperaties rond te krijgen, is het vertrouwen van de kapitaalmarkten in Griekenland cruciaal. Indien Griekenland er niet in slaagt de nodige leningen te verkrijgen, kan een liquiditeitscrisis volgen die bijzonder negatieve repercussies zou hebben op de geloofwaardigheid van de Europese monetaire constructie. Een Griekse liquiditeitscrisis zou negatieve gevolgen met zich brengen voor de andere leden van de eurozone, analoog aan de algemene vertrouwenscrisis ten opzichte van de financiële sector die volgde op het faillissement van Lehman Brothers. Landen als Spanje, Portugal, Ierland, en waarom niet België, zouden de volgende slachtoffers kunnen worden. Vandaar dat andere EU-lidstaten het liever niet zo ver zien komen en bij voorkeur zullen optreden vóór dit cascade-effect zich voordoet. Het Stabiliteitspact verbiedt evenwel uitdrukkelijk *bail out* acties door andere lidstaten, aangezien deze zouden leiden tot *moral hazard* problemen. Indien lidstaten elkaar een impliciete garantie bieden, wat houdt lidstaten dan nog tegen om zich aan de beperkingen van het Stabiliteitspact te houden? Wat op papier een logisch verbod lijkt, is in de praktijk echter weinig geloofwaardig indien het werkelijk zover komt.

### Interne oplossing

Om het niet zover te laten komen, wordt zware externe druk uitgeoefend op Griekenland – bij monde van de Europese Centrale Bank, de Europese Commissie, de voorzitter van de Europese Raad – om zijn financiële problemen zelf op te lossen. Maar om dit te doen slagen, zijn belangrijke hervormingen en besparingen noodzakelijk die hoogstwaarschijnlijk op sociaal onbegrip zullen stuiten. Veel zal dus afhangen van het feit of de Griekse minister van Financiën de sense of urgency kan oproepen om alle binnenlandse actoren te overtuigen van de noodzaak van deze besparingen. Maar dat zal geen sinecure worden. Want het voornemen is om van het kolossale overheidstekort van 12,7% in 2010 te komen tot een overheidstekort van slechts 2,8% in 2012. Er is echter niet enkel reden tot wanhopen. In het verleden hebben hervormingen die noodzakelijk waren om een nakend failliet van een land te voorkomen, vaak de basis gevormd voor een succesvolle toekomst – denken we bijvoorbeeld aan Mexico en India.

Frederick Teerlynck

Langetermijn interestvoeten (Bron: OESO)

