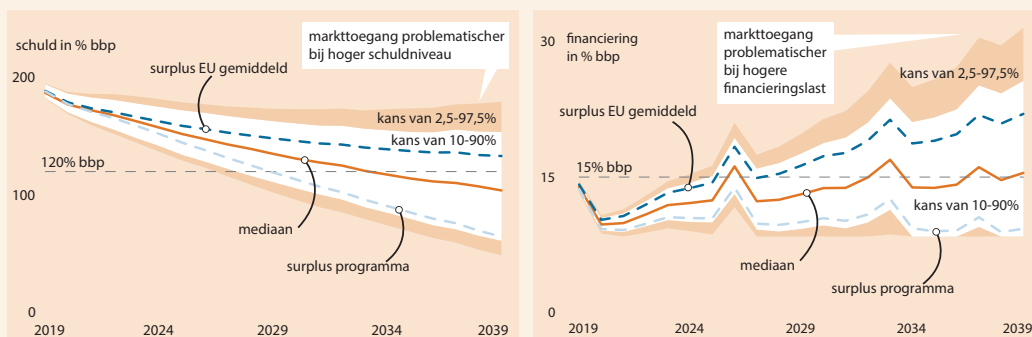


Verdere afspraken over Griekse schuld waarschijnlijk nodig

Kan Griekenland na het derde steunpakket op eigen kracht in zijn toekomstige financieringsbehoefte voorzien? Tot 2018 is in de Griekse financieringsbehoefte voorzien door dit steunpakket. Griekenland kan op eigen kracht in zijn financieringsbehoefte voorzien als financiers bereid zijn aan Griekenland te lenen tegen een rente die het land ook op termijn kan betalen. Als risico's dat Griekenland zijn verplichtingen jegens deze financiers niet nakomt substantieel zijn, zijn financiers daar niet toe bereid. Dat lijkt het geval en daarom zijn verdere afspraken waarschijnlijk nodig.

Deze risico's worden in kaart gebracht met een simulatie van het Griekse schuldniveau en de financieringsbehoefte (a). Startpunt van de simulatie is de situatie in 2018 zoals afgesproken tussen Griekenland en de instanties (hierna: het programma) (b,c). Vanaf 2018 maakt de simulatie aannames over het Griekse primaire begrotingsoverschot, de marktrentes en de economische groei. De analyse wijkt op drie punten af van het programma. Er worden voorzichtigere veronderstellingen gehanteerd op lange termijn: lagere verwachte privatiseringsopbrengsten (500 mln per jaar, conform IMF (e, p4), tot en met 2038 in plaats van 43 mld in 30 jaar), een lager primair begrotingsoverschot (1,75% bbp, het midden tussen het gemiddelde in de afgelopen twintig jaar van lidstaten van de Europese Unie van 0% bbp en de surplusdoelstelling van 3,5% bbp van het programma) en een iets lagere groeiveronderstelling op de lange termijn (1,5% per jaar, conform IMF, in plaats van 1,75%). Daarnaast maakt de simulatie onzekerheden rond het centrale pad zichtbaar. Juist als de overheidsfinanciën scherp aan de wind varen, kunnen economische tegenvallers tot een ongunstige (rente-)dynamiek leiden. Door de verdeling rond het centrale pad mee te nemen, wordt ook het risico voor financiers op een stijgend schuldniveau en financieringsbehoefte inzichtelijk.

Griekse schuld daalt in basispad, maar kans op toename substantieel



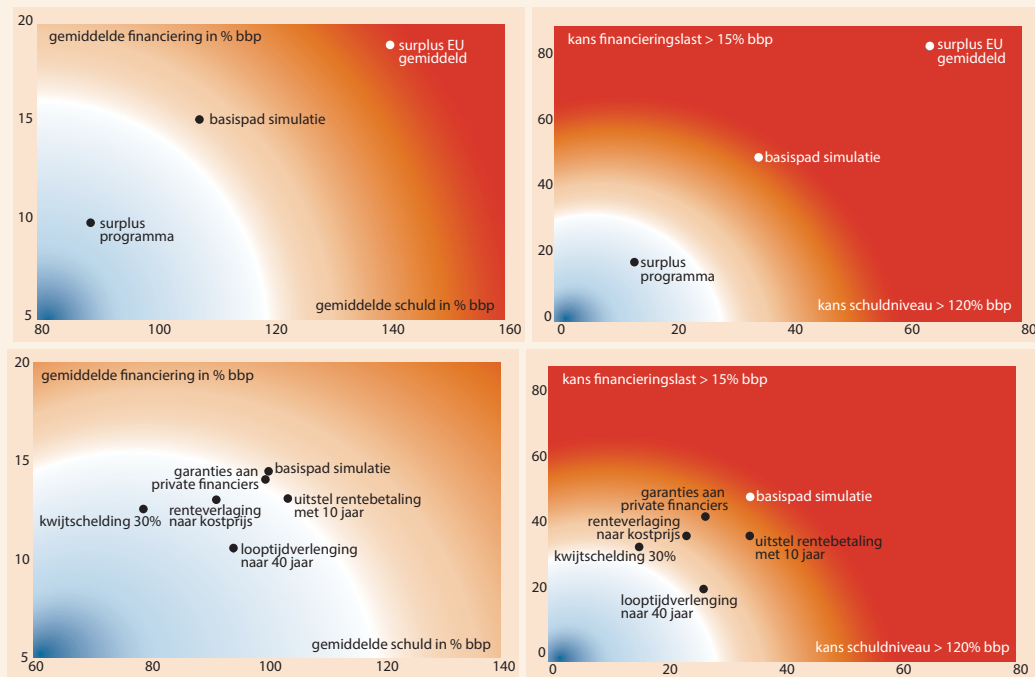
Stippellijnen lichten de schuldontwikkeling en de financieringslastontwikkeling uit onder de surplusdoelstelling van het programma (lichtblauw) en het gemiddelde historische surplus van de EU (donkerblauw).

Hoewel het Griekse schuldniveau in het basispad van de simulatie gemiddeld genomen daalt en de financieringslast stabiliseert, is Griekenland niet klaar om in 2018 naar de markt te gaan. De kans op een schuldencrisis met verliezen voor private partijen blijft substantieel zolang de schuldratio en financieringslast hoog kunnen blijven. In het basispad van de simulatie daalt de schuldratio (de oranje lijn in de linkerfiguur) vanaf 2018 gemiddeld genomen en is ze op termijn lager dan 120% bbp (de hulplijn). De financieringslast in het basispad (de oranje lijn in de rechterfiguur) is in het eerste decennium beperkt, waarna ze gemiddeld rond de 15% van het bbp (de hulplijn) komt te liggen. De hulplijnen zijn op een schuldniveau van 120% bbp en een financieringslast van 15% bbp gelegd omdat deze niveaus in de programma's voor Griekenland als ankerpunt dienen. Boven deze niveaus wordt markttoegang problematisch. De witte en lichtoranje vlakken geven een waarschijnlijkheid weer op basis van historische gegevens voor de verdeling van primair surplus, de risicopremie en economische groei. Onder deze veronderstellingen is de kans 34% dat het schuldniveau boven 120% bbp ligt na twintig jaar (in 2038) en 48% dat de financieringslast boven 15% bbp ligt tussen 2028 en 2038.

Dit najaar spreken de instituties verder met Griekenland over schuldverlichting. Het belangrijkste doel is ervoor te zorgen dat Griekenland op eigen benen kan staan. Hiertoe moet de kans dat de schuld ondanks alles onder slechte omstandigheden toch fors toeneemt, worden beperkt. Van cruciaal belang is het surplus op langere termijn; de figuren op de volgende pagina benadrukken hoe gevoelig het schuldniveau en de financieringslast hiervoor zijn. De linkerfiguur geeft de gemiddelde financieringslast en de gemiddelde schuldenlast in 2038 en het rechterfiguur geeft de kans weer dat de financieringslast groter is dan 15% bbp en de schuldenlast groter is dan 120% bbp. Onder de veronderstellingen van het programma zien beide er beter uit, maar bij het historisch EU-gemiddelde surplus slechter.

Verdere afspraken over Griekse schuld waarschijnlijk nodig (vervolg)

Gemiddelde schuldniveau en financieringslast (links) en kans dat schuldniveau > 120% bbp en financieringslast > 15% bbp in simulatie (rechts)



De achtergrondkleur geeft de financierbaarheid op lange termijn van de Griekse schuld weer en loopt van blauw (veilig) via wit naar rood (zeer risicovol). Voor gemiddelden is een grens van 15% bbp voor de financieringslast gebruikt en 120% bbp voor het schuldniveau. Voor de kans op overschrijding van deze grens is 28% gekozen. Bij een gemiddeld verlies bij herstructurering boven deze grens komt dit overeen met een risicopremie die voor Griekenland nog te financieren is.

Vier alternatieven om de huidige Griekse schulden aan de Europese instituties te verlagen liggen voor de hand. Ten eerste kunnen vorderingen op Griekenland worden kwijtgescholden. Een kwijtschelding verlaagt het gemiddelde schuldniveau, de financieringslast en de kans dat beide fors hoger uitkomen, substantieel. Ten tweede kunnen de rentes waartegen Griekenland leent worden verlaagd naar de kostprijs voor de schuldeisers. Dit heeft het grootste effect in de eerste paar jaar als de Griekse leningen bij hen groot zijn. Ook dit pakt gunstig uit voor de financierbaarheid van de Griekse schuld, maar in mindere mate dan een kwijtschelding. Ten derde kunnen de looptijden van de leningen worden verlengd. Dit heeft later effect op het schuldniveau dan een renteverlaging, maar is op termijn wel vergelijkbaar met een renteverlaging. Het effect op de financieringslast is gunstiger dan een renteverlaging en de kans dat deze hoger uitkomt, lager. Ten vierde is uitstel verlenen van rentebetalingen mogelijk. Dit verkleint met name de financieringslast. Tot slot kunnen de Europese instituties garanties afgeven aan private financiers. Daarmee neemt de kans dat het schuldniveau en de financieringslast hoger uitvallen, af.

Om dezelfde uitkomsten te hebben in het basispad van de simulatie als in het basispad van het programma, moeten verschillende maatregelen worden gecombineerd, of moet de kwijtschelding forser zijn. In feite is schuldverlichting wat betreft financierbaarheid een alternatief voor hogere surplusen op termijn. Daarnaast ligt er voor beleidsmakers een balans tussen het in stand houden van de prikkel tot hervormen en het definitief oplossen van het schuldenprobleem. Uitstel van schuldverlichting houdt de druk om te hervormen hoog, maar schept geen ruimte voor de groei en investeringen die financiers wensen, terwijl snelle schuldverlichting ruimte schept, maar ook de druk om te hervormen van de ketel haalt met mogelijk negatieve effecten voor het begrotingsbeleid op langere termijn.

- (a) Lukkezen, J., 2015, Analyse financierbaarheid Griekse publieke schuld; tentatieve uitkomsten, CPB Achtergronddocument 15 september 2015 ([link](#)).
- (b) Europese Commissie, 2015, Assessment of Greece's financing needs, 10 juli 2015 ([link](#)).
- (c) Europese Commissie, 2015, Debt sustainability analysis, 10 juli 2015 ([link](#)).
- (d) IMF, 2015, Preliminary Draft Debt Sustainability Analysis, IMF Country Report No. 15/165, 26 juni 2015 (beschikbaar gemaakt op 2 juli), ([link](#)) en update van 14 juli ([link](#)).