

2010
2011

BEDRIJFSECONOMISCHE WETENSCHAPPEN

*master in de toegepaste economische wetenschappen:
beleidsmanagement*

Masterproef

*De Griekse schulden crisis: een analyse van oorzaken en
mogelijke scenario's*

Promotor :
dr. Bas VAN AARLE

Ine Polling

*Masterproef voorgedragen tot het bekomen van de graad van master in de toegepaste
economische wetenschappen , afstudeerrichting beleidsmanagement*

2010

2011

BEDRIJFSECONOMISCHE WETENSCHAPPEN

*master in de toegepaste economische wetenschappen:
beleidsmanagement*

Masterproef

*De Griekse schulden crisis: een analyse van oorzaken en
mogelijke scenario's*

Promotor :
dr. Bas VAN AARLE

Ine Polling

*Masterproef voorgedragen tot het bekomen van de graad van master in de toegepaste
economische wetenschappen , afstudeerrichting beleidsmanagement*

Woord vooraf

Ter afsluiting van mijn masteropleiding Toegepaste Economische Wetenschappen aan de Universiteit Hasselt schreef ik deze eindverhandeling, met als onderwerp de Griekse schulden crisis. Ik heb dit onderwerp zelf voorgesteld omdat een studie van de Griekse overheidsfinanciën mij een zeer interessante en boeiende uitdaging leek. Ik was daarom ook zeer opgelucht dat dr. Bas Van Aarle meteen interesse toonde in mijn onderwerp en het zag zitten om mij een jaar lang te begeleiden en te coachen. Deze samenwerking is naar mijn mening steeds vlot verlopen en daarom wil ik mijn promotor van harte bedanken. Zonder zijn deskundige hulp en opbouwende feedback had ik deze thesis nooit tot een goed einde kunnen brengen.

Voorts wil ik nog mijn ouders bedanken omdat ze mij de kans gegeven hebben om verder te studeren en mij gedurende mijn hele opleiding hierin gesteund hebben. Tot slot gaat mijn dank ook uit naar al de personen die mij tijdens mijn hele studie hebben gemotiveerd en me de kans hebben gegeven om dit werk te realiseren.

Ine Polling

Samenvatting

In deze thesis wordt onderzocht hoe erg het met de Griekse overheidsfinanciën is gesteld. Om hierop een onderbouwd antwoord te kunnen geven wordt er een literatuuronderzoek gedaan en worden tevens scenario-analyses opgesteld en geanalyseerd met betrekking tot de Griekse schulddynamiek. In het eerste hoofdstuk is de probleemstelling en de onderzoeksopzet beschreven. Tevens wordt de onderzoeksvraag opgedeeld in drie deelvragen, waarop een antwoord gegeven wordt doorheen de thesis.

De eerste deelvraag luidt: 'Hoe zijn de economische problemen in Griekenland ontstaan?' en wordt besproken in het tweede hoofdstuk. Aan de hand van de variabelen die gebruikt worden voor de scenario-analyses, is de situatie van de Griekse economie beschreven vanaf 1995 tot 2010. Ook enkele essentiële definities, zoals overheidsschuld en overheidssaldo worden aangehaald. Er wordt ook dieper ingegaan op het Stabiliteits- en Groeipact en de begrippen 'risicopremie' en 'stock flow-adjustment' worden besproken. De belangrijkste oorzaken van de huidige crisis zijn een te grote en inefficiënte private sector, problemen met de boekhouding en de corruptie die er in het land heerst.

In het derde hoofdstuk wordt de rol van het Internationaal Monetair Fonds en de Europese Commissie toegelicht, als antwoord op de tweede deelvraag: 'Wat zijn mogelijke oplossingen voor deze crisis?'. Aan de hand van een chronologisch overzicht wordt eerst een inleiding gegeven, om vervolgens dieper in te gaan op het steunpakket dat Griekenland wordt aangeboden. Dit steunpakket omvat leningen voor een bedrag van € 110 miljard en wordt in delen verstrekt. De strenge voorwaarden die hieraan vasthangen worden door de Europese Commissie gecontroleerd. Zo moet Griekenland structurele hervormingen doorvoeren, besparen op de uitgaven en privatiseren. In juli 2011 is gebleken dat Griekenland nog niet in staat is zelfstandig geld te lenen op de kapitaalmarkt en bepaalde eurolanden vrezen dat het land op termijn niet meer aan haar financiële verplichtingen zal kunnen voldoen. Er wordt tijdens een Eurotop beslist om Griekenland nieuwe financiële steun te bieden.

In dit hoofdstuk komt verder het noodfonds of European Financial Stability Facility aan bod. Het is belangrijk dat dit fonds flexibel is en gebruikt kan worden voor andere landen in nood, zoals Portugal en Ierland. Dit is essentieel om besmettingsgevaar naar de gehele eurozone tegen te gaan. Tot slot wordt ook de rol van de ratingbureaus bekeken. Zij hebben er onder andere voor gezorgd dat Griekenland niet meer in staat is onafhankelijk geld te lenen op de financiële markten. De Europese Unie voert controles uit op de ratingbureaus om te zorgen dat de beginselen van integriteit, transparantie, verantwoordelijkheid en goed bestuur in acht worden genomen. Dit topic wordt besproken aan de hand van de Europese wetgeving.

Het vierde hoofdstuk handelt over de theorie van de Debt Laffer curve, die de relatie weergeeft tussen de nominale waarde van de schuld en de marktwaarde van diezelfde schuld. Er kan geconcludeerd worden dat het schuldniveau een non-lineair effect heeft op de groei. Wanneer landen zich voor het eerst openstellen voor buitenlands kapitaal en beginnen te lenen, heeft de stijging van het schuldniveau een positieve invloed op de groei. Een te hoge schuldratio echter beïnvloedt de groei negatief doordat investeringen worden ontmoedigd.

In het laatste hoofdstuk komen de scenario-analyses met betrekking tot de Griekse schulddynamiek aan bod. Er wordt getracht een antwoord te geven op de laatste deelvraag: 'Wat zijn mogelijke scenario's die Griekenland te wachten staan?'. Als basis wordt er een eenvoudig model van de Griekse overheidsfinanciën opgesteld. De data die hiervoor gebruikt worden komen uit de Ameco-database.

Met behulp van het programma Eviews worden vervolgens scenario's gemaakt met verschillende variabelen voor de periode 2011-2030. De scenario's met de grootste impact op de Griekse overheidsfinanciën zijn degene waar de stock flow-adjustment variabele wordt aangepast en die waar de coëfficiënt van de risicopremie varieert.

De negatieve scenario's hebben over het algemeen een grotere impact dan de positieve. Dit komt door de kwadratische schuldterm, die enkel opgaat voor een stijgende schuld. Uiteraard is dit effect in het ene scenario al groter dan het andere.

Tot slot worden ook nog enkele conclusies getrokken en aanbevelingen gedaan met betrekking tot de Griekse schuldsituatie.

Inhoud

Woord vooraf

Samenvatting

Lijst van afkortingen

Lijst van tabellen

Lijst van figuren

1	Probleemstelling en onderzoeksopzet	- 1 -
1.1	Praktijkprobleem	- 1 -
1.2	Centrale onderzoeksvraag	- 3 -
1.3	Doelstelling onderzoek	- 3 -
1.4	Formulering van deelvragen	- 3 -
1.5	Kader van het onderzoek	- 5 -
1.6	Onderzoeksopzet	- 6 -
2	Situatie Griekenland voor 2010	- 7 -
2.1	Economische geschiedenis voor 1995	- 7 -
2.2	De situatie gedurende 1995-2010	- 8 -
2.3	Overige aspecten	- 17 -
2.3.1	Toetreding tot eurozone	- 17 -
2.3.2	Problemen met de boekhouding	- 18 -
2.3.3	Corruptie en belastingontduiking	- 19 -
3	Griekse crisis	- 23 -
3.1	Rol IMF en EC	- 23 -
3.2	Financiële markten en ratingbureaus	- 27 -

4	Theorie: De Debt Laffer-curve	- 31 -
5	Simulaties	- 35 -
5.1	Model	- 36 -
5.2	Variabelen	- 38 -
5.3	Scenario's	- 41 -
5.3.1	Basisscenario	- 41 -
5.3.2	Uitgaven- en inkomstenscenario's	- 45 -
5.3.3	Groeiscenario's	- 48 -
5.3.4	Reële rentescenario's	- 51 -
5.3.5	Stock flow adjustment-scenario's	- 54 -
5.3.6	Best case / worst case-scenario's	- 57 -
5.3.7	Risicopremie-scenario's	- 60 -
5.4	Conclusies met betrekking tot de scenario's	- 62 -
6	Algemene conclusies en aanbevelingen	- 65 -
	Literatuurlijst	- 67 -
	Bijlage	- 71 -

Lijst van afkortingen

BBP: Bruto Binnenlands Product

EC: Europese Commissie

ECB: Europese Centrale Bank

ECFIN: Economic and Financial Affairs

ECU: European Currency Unit

EDP: Excessive Debt Procedure

EEAG: European Economic Advisory Group

EFSF: European Financial Stability Facility

EG: Europese Gemeenschap

EMU: Economische en Monetaire Unie

EU: Europese Unie

GAO: General Accounting Office

IMF: Internationaal Monetair Fonds

NSSG: National Statistical Service of Greece

SFADJ: Stock flow adjustment

SGP: Stabiliteits- en Groeipact

Lijst van tabellen

Tabel 5.1: Exogene variabelen	- 37 -
Tabel 5.2: Endogene variabelen.....	- 38 -
Tabel 5.3: Basisscenario - waarden exogene variabelen.....	- 41 -
Tabel 5.4: Exogene variabelen scenario 1 en 2.....	- 44 -
Tabel 5.5: Exogene variabelen scenario 3 en 4.....	- 47 -
Tabel 5.6: Exogene variabelen scenario 5 en 6.....	- 50 -
Tabel 5.7: Exogene variabelen scenario 7 en 8.....	- 53 -
Tabel 5.8: Exogene variabelen scenario 9 en 10.....	- 56 -

Lijst van figuren

Figuur 1.1: Aandeel in de Griekse schuld (Bron: Occasional Paper 82 ECFIN)	- 2 -
Figuur 2.1: Overheidsschuld 1995-2012 in % van het BBP	- 9 -
Figuur 2.2: Overheidssaldo's voor 1995-2012	- 10 -
Figuur 2.3: Overheidssaldo's 1995-2012	- 11 -
Figuur 2.4: Interestbetalingen op overheidsschuld 1995-2010	- 12 -
Figuur 2.5: Groei en inflatie 1995-2012	- 12 -
Figuur 2.6: Risicopremie 1995-2010.....	- 13 -
Figuur 2.7: Stock flow-adjustment 1995-2010	- 15 -
Figuur 2.8: Rente, lange termijn interest, risicopremie en inflatie 1995-2012	- 16 -
Figuur 2.9: Rente-groei differentiaal 1995-2010.....	- 17 -
Figuur 2.10: The annual survey on corruption in Greece 2010.....	- 21 -
Figuur 4.1: Debt Laffer curve	- 32 -
Figuur 5.1: Budgettaire en macro-economische variabelen, Griekenland, 1995-2010	- 39 -
Figuur 5.2: Baseline vanaf 2011-2030	- 43 -
Figuur 5.3: Simulatie 1% lagere (scen. 1), hogere (scen. 2) GEXNINT (REV), 2011-2030.....	- 46 -
Figuur 5.4: Simulatie 1% hogere (Scen.3) en 1% lagere (Scen.4) GROWTHR, 2011-2030....	- 49 -
Figuur 5.5: Simulatie 1% lagere (Scen.5) en 1% hogere (Scen.6) reële rente, 2011-2030.....	- 52 -
Figuur 5.6: Simulatie van -25% GDP (Scenario 7) en +25% GDP (Scenario 8) stock-flow adjustment, 2011-2030	- 55 -
Figuur 5.7: Simulatie van "best case" (Scenario 9) vs "worst case" scenario (Scenario 10), 2011- 2030.....	- 58 -
Figuur 5.8: Simulatie van $\alpha = 0$ (Scenario 11) en $\alpha 0.02$ (Scenario 12), 2011-2030 ..	- 60 -

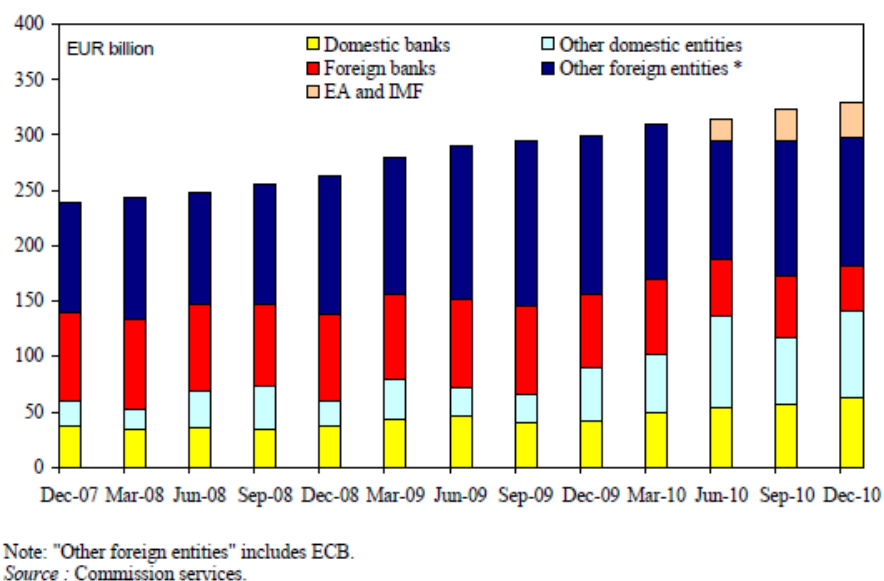
1 Probleemstelling en onderzoeksopzet

1.1 Praktijkprobleem

Veel Griekse bedrijven kunnen nauwelijks nog concurreren met West-Europese bedrijven. Dit is op zich niet nieuw. Voor de monetaire eenmaking gebeurde dit aan de lopende band. Wanneer het de spuigaten uit dreigde te lopen, devalueerde Griekenland zijn drachme ten opzichte van bijvoorbeeld de Duitse mark en kon men van nul af aan herbeginnen. De komst van de euro heeft deze uitweg echter afgesloten.

Bovendien blijkt dat Griekenland gedurende vele jaren systematisch gelogen heeft over de werkelijke omvang van zijn begrotingstekort en over de staatsschuld. Het was mede door deze leugens dat Griekenland de euro mocht invoeren. De Griekse premier Papandreou maakte op het einde van 2009 bekend dat het tekort op de begroting geen zes, maar bijna dertien procent van het bruto binnenlands product bedroeg. Dit leidde tot terechte woede in verschillende Europese hoofdsteden.

Het is duidelijk dat de situatie waarin Griekenland verzeild is geraakt, niet enkel een nationaal probleem is, maar dat het de hele Europese Unie aanbelangt. Recent is gebleken uit cijfers van de Nationale Bank dat de crisis in Griekenland en de problemen van Ierland, Portugal en Spanje de aandelenportefeuille van de Belg het zwaarst getroffen hebben, met een minwaarde van 10,4 miljard euro (Wouter Vervenne, De Tijd, 20 oktober 2010). De schulden van Griekenland zijn ook wijd verspreid doorheen de Europese Unie, aangezien verschillende kredietinstellingen een groot aantal Griekse aandelen en obligaties bezitten.



Figuur 1.1: Aandeel in de Griekse schuld (Bron: Occasional Paper 82 ECFIN)

Zoals aangetoond in figuur 1.1, is het grootste deel van de Griekse schuld in handen van buitenlandse entiteiten en banken, waaronder kredietinstellingen als Dexia, BNP Paribas en Société Générale. Het totale buitenlandse aandeel in de schuld is tot en met 2009 zeker het dubbele van het Griekse deel.

De Europese Unie moet echter niet alleen over de Griekse schouder meekijken, maar ook de hand in eigen boezem steken. Griekenland heeft zich jarenlang niet gehouden aan afspraken omtrent maximale begrotingstekorten, wat enkel mogelijk was omdat op Europees niveau niet werd opgetreden hiertegen (Prof Dr. Sylvester Eijffinger, maart 2010). Ook de omvang van de corruptie en de belastingontduiking is in Griekenland veel groter dan in de rest van de eurozone.

1.2 Centrale onderzoeksvraag

Vertrekkend vanuit mijn verkennend onderzoek, ben ik tot volgende centrale onderzoeksvraag gekomen: **'Hoe erg is het met de Griekse overheidsfinanciën gesteld?'** Graag zou ik een analyse maken van mogelijke oorzaken, maar ook het reddingspakket van de EU en het IMF bestuderen als mogelijke oplossing.

1.3 Doelstelling onderzoek

Het doel van deze thesis is een overzichtelijke, maar beknopte weergave te geven omtrent de financiële problemen waarmee Griekenland te kampen heeft gehad en die momenteel nog niet verdwenen zijn. Er gaat tevens een hoofdstuk gewijd worden aan mogelijke *scenarioanalyses* omtrent de Griekse schulddynamiek. Verscheidene macro-economische indicatoren gaan gebruikt worden om zo verschillende modellen te kunnen opstellen betreffende de afbetaling van de huidige schuld en de schuldpositie op langere termijn.

1.4 Formulering van deelvragen

De volgende deelvragen moeten het beantwoorden van de centrale onderzoeksvraag vergemakkelijken.

Deelvraag 1: Hoe zijn de economische problemen in Griekenland ontstaan?

Als je een overzicht wilt maken van de problemen waarmee Griekenland te kampen heeft, lijkt dit mij een voor de hand liggende deelvraag om mee te starten. Het antwoord op deze vraag is hoogstwaarschijnlijk niet eenduidig, maar omvat verschillende feiten die ervoor gezorgd hebben dat Griekenland in een crisis verzeild is geraakt.

Graag zou ik ook een beknopte weergave willen geven van de economische geschiedenis van Griekenland vanaf 1995, om zo een breder perspectief te krijgen en de huidige crisis beter te kunnen situeren en analyseren. Informatie ga ik vooral proberen te halen uit data van Eurostat en de EU in het algemeen. Uiteraard moet ik mij hier beperken tot de aspecten die relevant zijn voor mijn werkstuk. Hiermee denk ik dan aan indicatoren zoals de groei, de inflatie, de rente, de schuld en het tekort. Ook de rol van de ratingbureaus en de informele economie ga ik kort aan bod laten komen, al dan niet aan de hand van informatie uit andere bronnen dan databases. Ik veronderstel dat dit geen probleem mag zijn, aangezien het onderwerp uitvoerig behandeld is geweest in de media. Deze wetenschappelijke informatie kan ik dan waarschijnlijk ook vinden in krantenartikels, artikels uit vaktijdschriften en eindverhandelingen.

Ik zou ook de nodige academische bronnen willen doornemen om zo mijn informatie verkregen uit de media te kunnen analyseren en toetsen aan de theorie. Hierbij denk ik dan bijvoorbeeld aan de Debt Laffer-curve die de 'market value' ten opzichte van de 'nominal value of debt' in kaart brengt.

Deelvraag 2: Wat zijn mogelijke oplossingen voor deze crisis?

Het doel van deze vraag is hoofdzakelijk het *reddingspakket* van het IMF en de Europese Unie nader te bekijken. Welke maatregelen zijn hierin beschreven en wat zijn de consequenties? Wat is de haalbaarheid van het programma?

Voor mijn tweede deelvraag ga ik vooral gebruik maken van papers en andere publicaties van de Europese Commissie en het IMF, aangezien de materie hier zeer duidelijk en volledig beschreven staat. Ook verschijnen er regelmatig updates en 'occasional papers' doorheen het jaar die het nodige cijfermateriaal ter beschikking stellen. Een analyse van het Stabiliteits- en Groeipact behoort ook tot de mogelijkheden om een goed en onderbouwd antwoord te vinden op deze deelvraag.

Deelvraag 3: Wat zijn mogelijke scenario's die Griekenland te wachten staan?

Om op deze vraag een antwoord te vinden, ga ik een praktijkonderzoek doen, waarbij er scenarioanalyses voor de Griekse schulddynamiek worden opgesteld. Het uitgangspunt is hier een scenario waar het beleid in Griekenland ongewijzigd blijft, de zogenaamde baseline. Zo kan ik komen tot de consequenties indien er geen aanpassingen gebeuren. Vervolgens ga ik een aantal alternatieve scenario's trachten voor te stellen. Indicatoren die hier zeker aan bod zullen komen zijn de huidige schuld, het tekort, de groei, de rente en de risicopremie. Zo kunnen scenario's berekend en voorgesteld worden zoals onder andere een verlaging van het primaire tekort en een verlaging van de rente of een hogere groei. Deze scenarioanalyses ga ik zowel grafisch als analytisch berekenen met behulp van Eviews. De belangrijkste bevindingen gaan uiteraard uitvoerig besproken worden in mijn thesis.

1.5 Kader van het onderzoek

De doelstelling van mijn werk is een macro-economische beleidsanalyse te maken van de crisis in Griekenland. Hiermee bedoel ik onder meer dat ik mij ga beperken tot de economische analyse en dus geen of zeer beperkte aandacht ga geven aan de politieke en sociale kant van het verhaal, aangezien mijn werk anders te omslachtig en omvangrijk zou worden. Ook zit ik met een limiet op gebied van tijd. Bij aanvang van mijn thesis had ik niet gedacht dat het onderwerp zo actueel zou blijven en dat zich zoveel nieuwe ontwikkelingen zouden voordoen. Daarom zie ik mij genoodzaakt mij te beperken tot de gebeurtenissen die zich hebben voorgedaan tot en met juli 2011. Voorts ben ik niet van mening dat andere veronderstellingen, grenzen of beperkingen relevant zijn voor mijn onderzoek.

1.6 Onderzoeksopzet

Om tot een wetenschappelijk onderbouwd antwoord te komen op de centrale onderzoeksvraag en de daarbij aansluitende deelvragen, moet allereerst een literatuurstudie worden gevoerd die zo volledig mogelijk de betreffende kwestie in kaart zal brengen. Voor het uitvoeren van dit verkennende onderzoek ga ik voornamelijk gebruik maken van verschillende elektronische zoekmachines die in de bibliotheek van de universiteit ter beschikking zijn en van het internet. Na deze literatuurstudie ga ik over tot het praktijkgedeelte van mijn thesis, het opstellen van de scenarioanalyses. Dit gaat gebeuren in samenwerking met mijn promotor.

Tot slot ga ik nog even de voorlopige indeling van mijn masterproef bespreken. Vooreerst ga ik een hoofdstuk wijden aan de bespreking van de literatuur die ik gevonden heb in verband met de oorzaken van de Griekse crisis. In het derde hoofdstuk ga ik het noodplan van de EU en het IMF kort toelichten. In het vierde hoofdstuk zou ik de info uit mijn literatuurstudie graag koppelen aan en onderbouwen met theorie. Het laatste hoofdstuk gaat gewijd worden aan de scenarioanalyses en de uitvoerige bespreking van de consequenties van deze analyses.

2 Situatie Griekenland voor 2010

In dit hoofdstuk wordt getracht de oorzaken van de huidige economische situatie in kaart te brengen. Dit zal hoofdzakelijk gebeuren aan de hand van de variabelen die gebruikt worden in hoofdstuk 5 om een model op te stellen van de Griekse overheidsfinanciën. Deze variabelen kregen data toegekend vanaf 1995. Toch dienen eerst kort enkele punten aangehaald te worden die zich situeren voor deze periode. Tot slot worden ook nog enkele belangrijke aspecten aangehaald die niet over het hoofd mogen gezien worden bij het zoeken naar de oorzaken van de huidige economische crisis, maar die niet opgenomen zijn in het simulatie-model. Dit omwille van hun beperkte impact op de simulaties, maar ze zijn in dit hoofdstuk zeker het vermelden waard.

2.1 Economische geschiedenis voor 1995

Na de Tweede Wereldoorlog kende de Griekse economie een sterke groei dankzij de opkomst van het toerisme. De totale bijdrage van het toerisme op de economie is anno 2010 zo'n 16 % van het BBP. Wegens een slecht economisch beleid verzwakte deze groei in de jaren '70 wat een stijging van de arbeidskosten en de olieprijs met zich meebracht. Wanneer Griekenland toetrad tot de Europese Unie in 1981 werden de protectionistische handelsbarrières doorbroken. Kort na de toetreding tot de EU, begint Griekenland subsidies te ontvangen om haar niet zo goed presterende agrarische sector op te krikken en om te investeren in openbare werken (Foundation for Economic and Industrial Research, *The Greek Economy*, 1/11).

Zelfs met deze financiële steun blijven de landbouw en de industrie de sectoren met de laagste productiviteit en blijft Griekenland achterop hinken in vergelijking met de andere EU-landen. In de hoop om financieel terug op de rails te komen, voerde de Griekse regering een agressief economisch beleid, wat resulteerde in een hoge inflatie en problemen met het aflossen van de schuld. Daarop besluit de EC om in samenwerking met het Monetair Comité een onderzoek te starten naar de economische situatie van Griekenland.

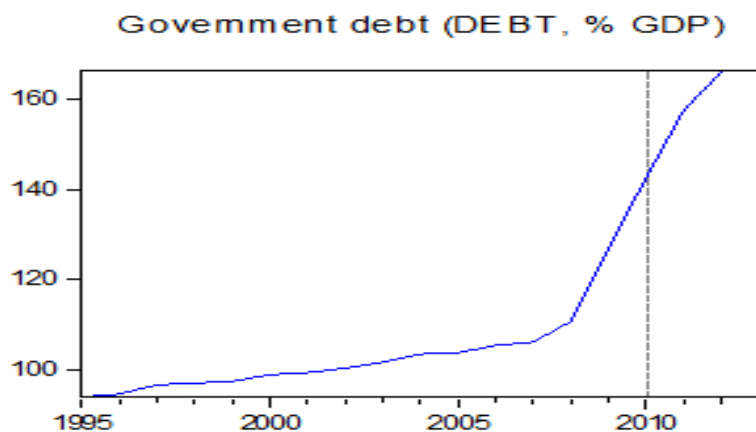
Men komt tot de conclusie dat Griekenland kampt met een aanzienlijke verslechtering van de betalingsbalans, een vermindering van de officiële reserves en een snelle toename van de buitenlandse schuld. Er is eveneens eensgezindheid over het feit dat deze moeilijkheden door hun aanhoudende karakter negatieve gevolgen kunnen hebben voor de goede werking van de gemeenschappelijke markt. De Raad van de Europese Gemeenschappen beslist vervolgens in december 1985 om de Griekse regering een lening te geven op middellange termijn ten belope van 1 750 miljoen ECU. De European Currency Unit (ECU) was de voorloper van de euro en had ook dezelfde waarde. De voorwaarde die aan deze lening gekoppeld is, is een tweejarig economisch herstelprogramma dat Griekenland zelf bij de EC heeft ingediend en waarmee zij zich ertoe verbindt indien nodig de gepaste corrigerende maatregelen te nemen (85/543/EEG: Beschikking van de Raad van 9 december 1985 betreffende een communautaire lening ten behoeve van de Helleense Republiek).

2.2 De situatie gedurende 1995-2010

In deze sectie wordt de situatie vanaf 1995 besproken aan de hand van een aantal variabelen, indien nodig worden ook enkele begrippen verduidelijkt. De grafieken die hieronder getoond worden zijn zelf gemaakt met het programma Eviews. De bron van de data kan u terugvinden in hoofdstuk 5.

Wellicht de voornaamste variabelen die besproken dienen te worden zijn de overheidsschuld en het overheidssaldo. De overheidsschuld is het gecumuleerde totaal van alle in het verleden gerealiseerde overheidstekorten (centraal, lokaal en regionaal) waarvoor leningen werden aangegaan bij gezinnen, banken en niet-residenten. Deze schuld wordt meestal uitgedrukt als percentage van het BBP omdat men zo een beter inzicht krijgt in de relatieve omvang van de schuld en het de vergelijking tussen landen bevordert (Van Poeck, 2007). In de figuur hieronder is de overheidsschuld voor Griekenland weergegeven voor de periode vanaf 1995 tot 2012.

Uiteraard zijn de gegevens voor 2011 en 2012 gebaseerd op voorspellingen, die belangrijk zijn om de link te kunnen leggen met volgende hoofdstukken.



Figuur 2.1: Overheidsschuld 1995-2012 in % van het BBP

Zoals u in figuur 2.1 kan zien heeft de overheidsschuld (DEBT) omstreeks 2000 de waarde van 100 % bereikt. Vanaf 2008 gaat de overheidsschuld drastisch stijgen tot 145 % in 2010. Projecties bij ongewijzigd beleid zullen de staatsschuld snel verder laten toenemen.

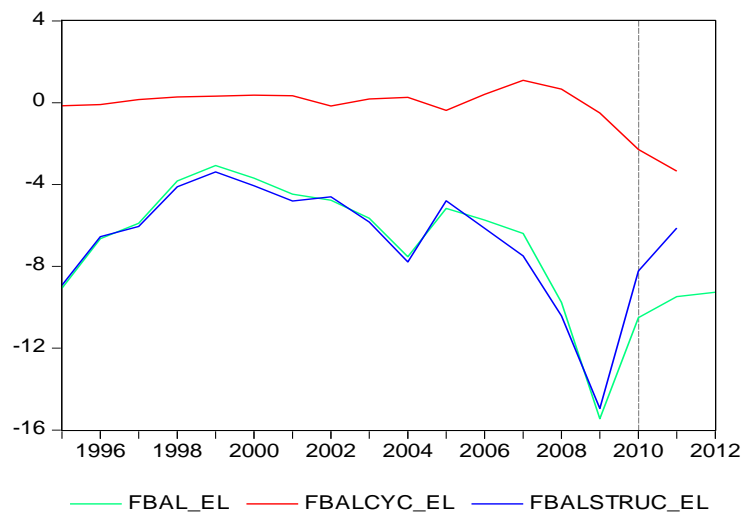
Het overheidssaldo is het verschil tussen de inkomsten en uitgaven van de overheid. Dit kan een tekort of een overschot zijn. Er zijn twee verschillende vergelijkingen voor het totale overheidssaldo.

$$\text{FBAL} = \text{FBALCYC} + \text{FBALSTRUC}$$

Waarbij FBAL= totale fiscale overheidssaldo

FBALCYC= cyclische deel van het saldo

FBALSTRUC= het structureel overheidssaldo



Figuur 2.2: Overheidssaldo's voor 1995-2012

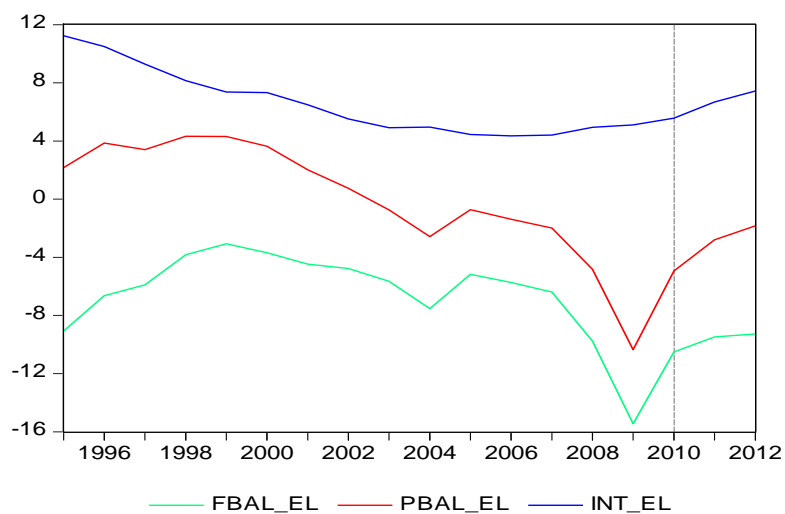
Het lopend saldo (FBAL) is het verschil tussen de ontvangsten en de uitgaven van de overheid. Indien de ontvangsten groter zijn dan de uitgaven, spreekt men van een overheidsoverschot waarmee de overheid zijn schuld kan verminderen. Het omgekeerde scenario is uiteraard een overheidstekort en geeft aanleiding tot een groter wordende overheidsschuld. Het cyclische deel van het saldo is datgene dat veroorzaakt wordt door de conjunctuur (Van Poeck, 2007). In figuur 2.2 hierboven kunnen we zien dat het cyclische saldo tot en met 2004 altijd rond nul procent heeft geschommeld, wat dus een evenwicht betekent. In 2007 zien we een lichte positieve waarde, waarna het vanaf 2008 bergaf gaat. De impact van het cyclische deel is dus maar beperkt. Stel dat de economie gaat heropleven, heeft dit niet zo'n grote impact op het tekort. Bij het structureel overheidssaldo worden de conjuncturele invloeden, zoals verhoogde werkloosheidsuitkeringen en verminderde belastingontvangsten weggewerkt.

Een tweede vergelijking is de volgende.

$$FBAL = PBAL + INT$$

Waarbij PBAL= primaire overheidssaldo

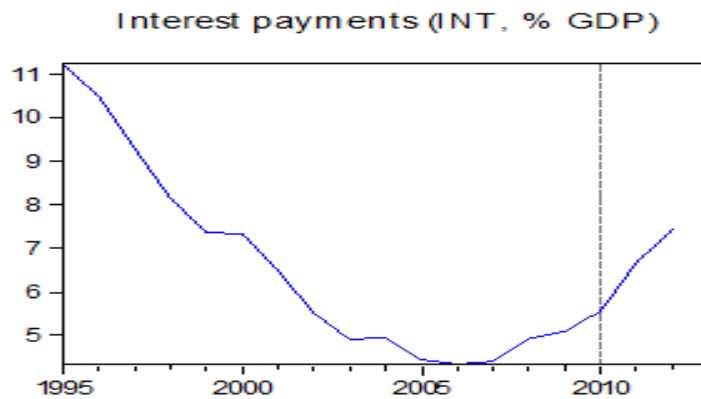
INT= interestbetalingen op de uitstaande overheidsschuld



Figuur 2.3: Overheidssaldo's 1995-2012

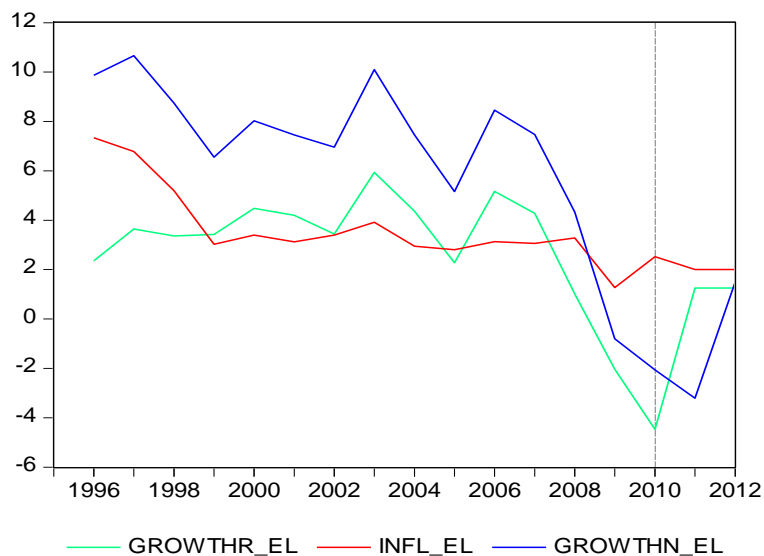
Het primair saldo geeft het verschil weer tussen de ontvangsten en de uitgaven, exclusief de interestbetalingen op de schuld. Dit saldo verschaft daardoor inzicht in de staat van de overheidsfinanciën indien er geen sprake zou zijn van een overheidsschuld die het budget verzwaard (Van Poeck, 2007). In figuur 2.3 zijn de diverse overheidssaldo's weergegeven.

De volgende variabele die besproken wordt zijn de interestbetalingen (INT). De interestbetalingen op de overheidsschuld kunnen soms vrij omvangrijk zijn. Zij worden bepaald door de omvang van de uitstaande schuld en de gemiddelde interestvoet waartegen de schuld in het verleden werd aangegaan. Dit zijn twee factoren waar de overheid op korte termijn geen invloed op uitoefent (Van Poeck, 2007). Uiteraard zien we in figuur 2.4 dat vanaf 2008 de interestbetalingen stevig de hoogte in schieten, omdat ook de schuld in figuur 2.1 ditzelfde patroon vertoont.



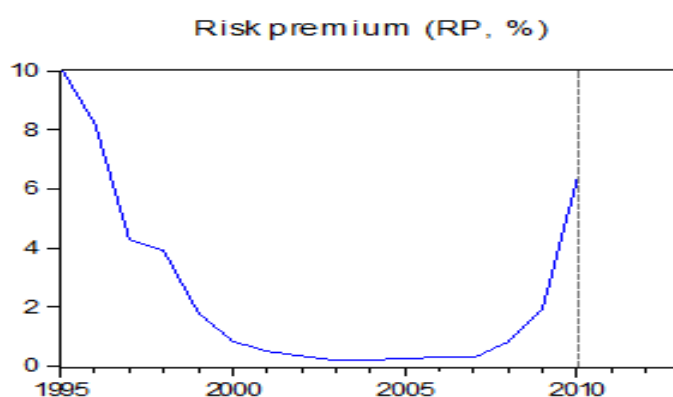
Figuur 2.4: Interestbetalingen op overheidsschuld 1995-2010

De volgende belangrijke variabelen zijn de nominale en de reële groei en daarmee samenhangend de inflatie, waarvan er een grafische weergave kan teruggevonden worden in figuur 2.5. De nominale groei heeft steeds geschommeld rond 7-8 %, totdat hij in 2008 sterk gedaald is tot ongeveer 4 % om vanaf 2009 in het rood te gaan. Aangezien de inflatie vanaf 1999 vrij stabiel bleef rond 3 %, is het vrij logisch dat de reële groei tot 2008 ongeveer 4-5 % bedroeg. Vanaf 2009 gaat ook de reële groei onder het nulpunt.



Figuur 2.5: Groei en inflatie 1995-2012

Vervolgens wordt de risicopremie besproken. Dit is het extra rendement op een obligatie of aandeel omdat het risico groter wordt geacht dan het gemiddelde risico. In deze context betekent dit dat beleggers in Griekse staatspapieren een hoger rendement verwachten omdat het risico dat ze nemen groter is dan wanneer zij bijvoorbeeld Duitse obligaties kopen, die als volstrekt zeker gelden. Figuur 2.6 geeft dit verschil weer tussen de Griekse en de Duitse lange termijn obligatierente. Voor de toetreding tot de eurozone zien we een daling van de risicopremie van 10 % tot beneden de 1 %. Vanaf 2007 stijgt de risicopremie weer om anno 2010 de waarde van 6 % aan te nemen.



Figuur 2.6: Risicopremie 1995-2010

Een volgende variabele die besproken wordt is de stock-flow adjustment (SFADJ). Dit is het verschil tussen de verandering in de overheidsschuld en het overheidstekort of -overschot voor een bepaalde periode. Een positieve SFADJ betekent dat de overheidsschuld sterker toeneemt dan hij zou moeten, gegeven het jaarlijkse overheidssaldo, een negatieve SFADJ betekent uiteraard het omgekeerde.

Sinds er meer aandacht besteed wordt aan het overheidssaldo dankzij de Excessive Deficit Procedure (EDP) en het Stabiliteits- en Groeipact (SGP), kunnen bepaalde overheden de neiging krijgen bepaalde transacties te rapporteren onder SFADJ en zo hun overheidssaldo te laag aan te geven. Ondanks het feit dat SFADJ's meestal een geldige verklaring hebben, worden ze strikt opgevolgd door Eurostat tijdens kwaliteitscontroles.

Deze controle is zeer belangrijk omdat ze kwaliteitsproblemen met de data aan het licht kan brengen (Stock-flow adjustment for the Member States, the euro area and the EU27 for the period 2005-2008, as reported in the April 2009 EDP notification, Eurostat).

De overheden van de EMU-lidstaten of kortweg de Eurozone hebben beslist om enkele fiscale regels op te stellen om tekorten te beperken en daardoor duurzame overheidsfinanciën te bereiken. Het Stabiliteits- en Groeipact stelt een limiet voorop voor het overheidstekort van 3 procent en voor de overheidsschuld van 60 procent. Aangezien verschillende landen de limiet op de schuld al overschreden bij de start van de EMU, is het algemeen aangenomen dat er meer belang gehecht wordt aan de limiet voor het tekort.

In 2004 werd er door Milesi-Ferretti en Moriyama onderzoek gedaan naar de fiscale data van EU-lidstaten, in de aanloop naar het lidmaatschap van de eurozone. Er werd onder andere vastgesteld dat reducties in de overheidsschuld vaak gepaard gaan met een sterke afbouw van de overheidsactiva. Hieruit concluderen de auteurs dat de fiscale regelgeving uit het Verdrag van Maastricht geleid hebben tot significante fiscale operaties in de aanloop naar de Euro. Deze operaties zorgden voor een verbetering van de officiële cijfers, maar hadden geen effect op de werkelijke fiscale positie van de overheid. Ook andere auteurs hebben aangetoond dat wanneer overheden geconfronteerd worden met een verlies aan flexibiliteit als gevolg van een regel, ze trachten dit verlies te compenseren door het verplaatsen van hun fiscale activiteiten. De invoering van het SGP en de EDP in Europa heeft in plaats van fiscale discipline te creëren, eigenlijk het fenomeen van de 'creatieve boekhouding' in de hand gewerkt.

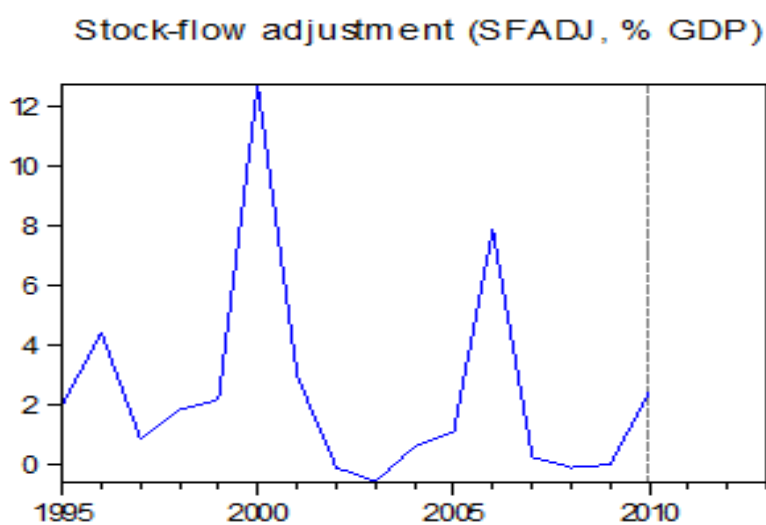
Aanhoudende en positieve SFADJ's kunnen onder meer verkregen worden door kapitaalinjecties, investeringen in overheidsbedrijven en transacties met financiële activa. De netto verwerving van financiële activa is over het algemeen de belangrijkste factor van de SFADJ. Het weerspiegelt de overname min de verkoop van financiële activa door de overheid in de vorm van:

- valuta en deposito's
- effecten met uitzondering van aandelen
- verstrekte leningen door de overheid aan niet-gouvernementele eenheden

- aandelen en overige deelnemingen
- overige vorderingen
- monetair goud
- verzekeringstechnische voorzieningen

Het opkopen van nieuwe bedrijven of het aanbieden van extra financiering aan bedrijven door middel van kapitaalinjecties hebben geen effect op het tekort, al verhoogd het de schuld wel degelijk. Ook begrotingsoverschotten investeren in het eigen vermogen zorgt voor positieve SFADJ's (Stock-flow adjustment (SFA) for the Member States, the euro area and the EU27 for the period 2005-2008, as reported in the April 2009 EDP notification, Eurostat).

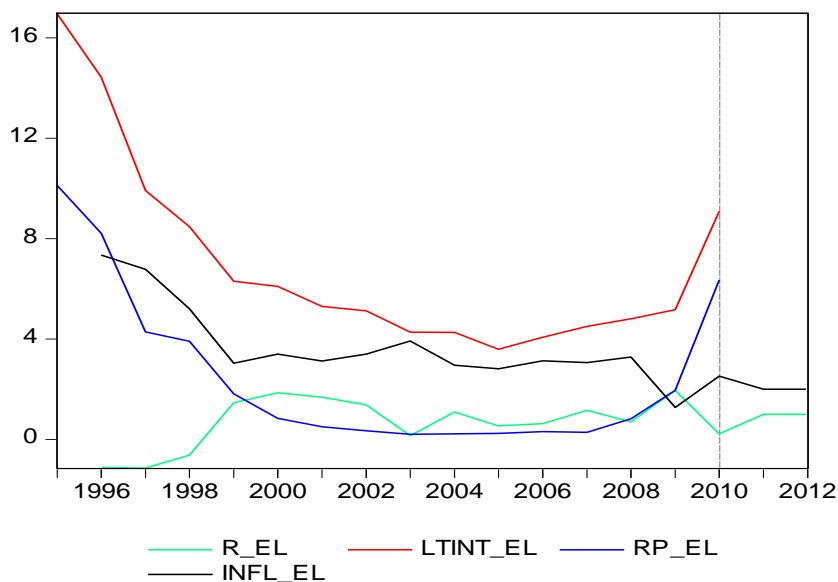
Zoals u in figuur 2.7 kan zien is de stock flow-adjustment nooit negatief geweest, want dan zou de schuld gedaald zijn. De hoge pieken die Griekenland kende voor 2000 en 2006 voor de SFADJ-variabele kunnen te wijten zijn aan manipulaties, zeker in 2000 in de aanloop naar de euro.



Figuur 2.7: Stock flow-adjustment 1995-2010

De variabele interest op lange termijn (LTINT) kan best besproken worden samen met de reële rente (R), de inflatie (INFL) en de risicopremie (RP), aangezien het de som is hiervan. In figuur 2.8 kunnen we zien dat de reële rente vrij constant is en daardoor een evenwichtsrente is van 1,5 %.

De LTINT kent een daling tot 2005 wat vooral te wijten is aan een daling van de inflatie. De stijging vanaf 2005 kan hoofdzakelijk toegeschreven worden aan de hogere risicopremie.

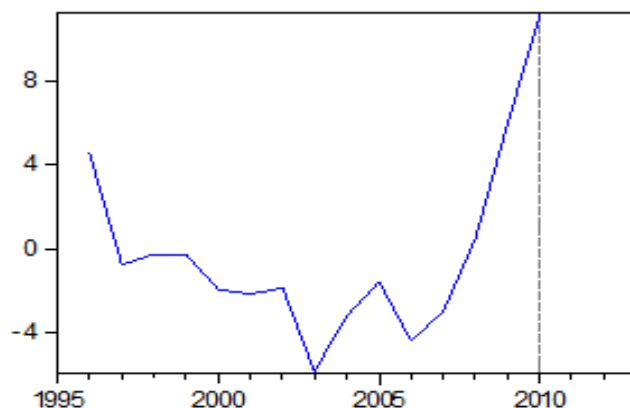


Figuur 2.8: Rente, lange termijn interest, risicopremie en inflatie 1995-2012

De laatste variabele die hier besproken wordt is de rente-groei differentiaal, die het verschil is tussen de lange termijn interestvoet en de nominale groei. Dit is een gevoelige parameter in het berekenen van de evolutie van de overheidsschuld. Wanneer deze differentiaal positief is, betekent dit dat de interestvoet groter is dan de groei. De lange termijn interestvoet is eigenlijk de destabiliserende factor en de groei de stabiliserende factor. Is de interestvoet groter dan de groei, hebben we een instabiele dynamiek van de schuld. Is de interestvoet kleiner dan de groei, hebben we een stabiele dynamiek.

In figuur 2.9 kunnen we nagaan dat er voor 1997 en na 2008 positieve waarden gerealiseerd zijn, wat dus een instabiele situatie met zich meebrengt. De rest van de periode zijn de waarden kleiner dan nul, wat uiteraard het streefdoel is.

Interest rate growth differential (INTGROWTHDIF, %)



Figuur 2.9: Rente-groei differentiaal 1995-2010

2.3 Overige aspecten

Niet enkel een combinatie van waarden voor de variabelen hierboven hebben gezorgd voor de huidige crisis in Griekenland. Er zijn nog enkele andere aspecten die zeker ook hun aandeel hebben in het geheel en die hieronder besproken worden.

2.3.1 Toetreding tot eurozone

Voor de invoering van de euro kon een land als Griekenland zijn schulden verminderen door flink wat geld bij te drukken. Daardoor werd de Griekse munt, de drachme, afgewaardeerd en werd een deel van de schuld afgewend op buitenlandse beleggers. Hun vorderingen op Griekenland werden immers veel minder waard in marken of franken.

Toen de euro in 1999 werd ingevoerd, was dat een cadeau voor lidstaten van de EU met een wankel geschiedenis op het gebied van openbare financiën. De nieuwe gemeenschappelijke munt verlost verschillende mediterrane landen van de spiraal van inflatie en devaluatie waarin zij dreigden weg te zakken (Griekse statistieken, NRC Handelsblad, oktober 2009).

De voorwaarde om te mogen toetreden tot de euro, en daarmee te profiteren van de Duitse reputatie op monetair gebied, was een strikt en betrouwbaar begrotingsbeleid van de nationale overheden. In theorie althans, want in de praktijk bleek dat verschillende landen bij de aanvang van de EMU niet voldeden aan de regels van het Stabiliteits- en Groeipact, die in de vorige sectie reeds zijn aangehaald. Hiertegen werd toen niet opgetreden en sommige critici verwijten de Europese Commissie een te laks beleid en een gebrek aan controle. Dit kan één van de redenen zijn waarom Griekenland zich vandaag de dag in een crisis bevindt. Dit gebrek aan toezicht heeft er ook voor gezorgd dat 'aanpassingen' aan officiële data niet tijdig werden opgemerkt (Een spelletje roulette met de markten, De Tijd). Dit feit wordt hieronder verder besproken.

2.3.2 Problemen met de boekhouding

In oktober 2009 maakte de nieuwe socialistische regering van Griekenland bekend dat zijn begrotingstekort dat jaar geen 6 procent van het BBP bedroeg, maar 12,5 procent. De belastinginkomsten waren ingestort, de uitgaven veel hoger dan geraamd en er bleken uitgaven verzwegen. En dat laatste is niet de eerste keer voor Griekenland. In 2004 bleek dat het tekort jarenlang het dubbele was van wat gerapporteerd werd aan de EU. Men is in Griekenland dus nooit vies geweest van wat men een 'creatieve boekhouding' noemt.

De boekhoudsystemen die gedurende verschillende jaren gebruikt werden door de Griekse overheid, waren in sommige opzichten onvolledig in verband met publieke entiteiten en daardoor niet volledig transparant. Griekse instellingen die data verzamelen zijn onderhevig aan politieke inmenging, waardoor de onafhankelijkheid van de statistieken niet gegarandeerd is en de cijfers over de overheidsschuld en de begroting onjuist kunnen zijn.

Aangezien men hiervan een vermoeden had, heeft Eurostat samen met ECFIN in het najaar van 2010 besloten om een bezoek te brengen aan de Griekse autoriteiten en om samen met hen alle data te overlopen. Al snel werd duidelijk dat er verschillende herzieningen moesten gebeuren aan

de Griekse overheidsstatistieken, zodat de data terug als betrouwbaar, compleet en consistent beschouwd kon worden.

Hun rapport heeft aangetoond dat de herzieningen te wijten zijn aan twee problemen, die niet geheel los van elkaar staan. Het eerste probleem ligt bij de zwakke statistische verslaggeving. Het Griekse statistische instituut (NSSG) past procedures toe die methodologisch zwak zijn en technisch niet voldoen in vergelijking met andere EU-lidstaten. Diezelfde problemen heeft men ook aangetroffen bij andere diensten die data en informatie leveren aan het NSSG, zoals het General Accounting Office (GAO) en het ministerie van Financiën.

Het tweede probleem is het falen van bepaalde Griekse autoriteiten. Onvoldoende governance, slechte coöperatie en een gebrek aan een duidelijke scheiding van bevoegdheden tussen verschillende Griekse instituties en departementen zijn verantwoordelijk voor de fouten in de EDP aankondigingen. Er is te weinig verantwoordelijkheidszin bij de ambtenaren en er zijn geen geschreven instructies en documentatie, wat ervoor zorgt dat de kwaliteit van de fiscale statistieken onderhevig is aan politieke druk en electorale cycli (Report on Greek government deficit and debt statistics, European Commission, 2010).

2.3.3 Corruptie en belastingontduiking

Transparency International is een internationale organisatie die corruptie in kaart brengt. Onder de titel: 'Tackling corruption in Greece' schetst de organisatie een beeld van de corruptie in Griekenland. Volgens hen is de corruptie in alle lagen van de Griekse samenleving stevig verankerd. Ze is als het ware onlosmakelijk verbonden met de manier van leven van de Grieken en is bovendien een van de oorzaken van de huidige crisis.

De Griekse economie is een gesloten en vrij kleine economie met een traditionele uitvoer en een beperkt concurrentievermogen. Er wordt weinig geïnvesteerd in onderzoek en innovatie, wat ertoe

leidt dat structureel heel wat fout zit. De zwarte economie wordt geschat op 1/3 van het BBP. Als we hier de belastingontduiking bijtellen komen we uit op een bedrag van 20 miljard dollar per jaar.

In Griekenland wordt er ook nog steeds veel gebruik gemaakt van de 'Fakelaki' of het envelopje met een som smeergeld in. In Griekenland heb je voor alles kleine envelopjes nodig. Als je geholpen wil worden in het ziekenhuis, een vergunning wil krijgen of een job zoekt (Video Panorama: Neurozone).

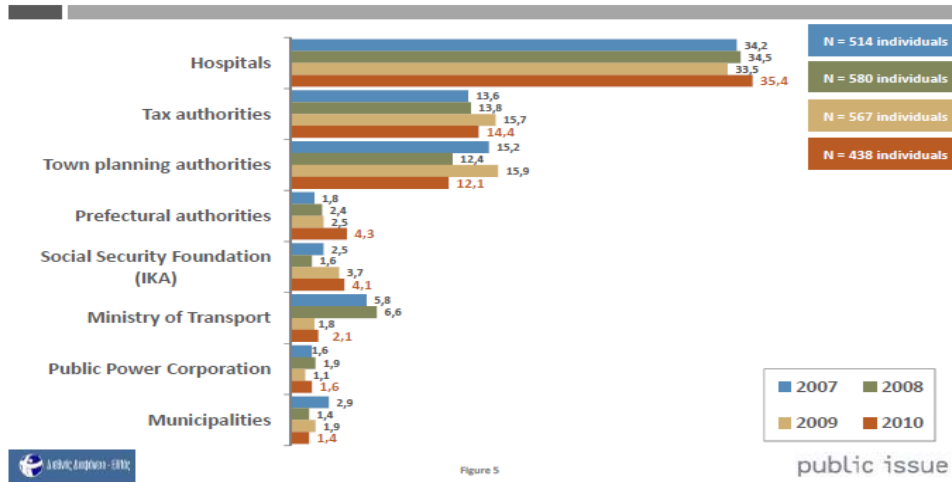
Volgens 'The Annual Survey on Corruption in Greece', een andere studie van Transparency International van 2010, wordt de totale kost van het smeergeld geraamd op € 632 miljoen. Ten opzichte van 2009 is dit een daling van € 155 miljoen. Deze daling is uiteraard het gevolg van de financiële crisis en de inkrimpende Griekse economie. Door de recessie is bijvoorbeeld het aantal corruptiegevallen bij stedenbouwkundige diensten afgenomen.

In onderstaande figuur kan u een grafiek terugvinden die gemaakt is op basis van de spontane antwoorden op een enquête, die in 2010 aan 438 personen is voorgelegd. De vraag is of de personen zich nog herinneren waar ze het smeergeld hebben moeten betalen. Het is duidelijk dat in de ziekenhuizen het vaakst smeergeld moet neergelegd worden, gevolgd door de belastingdiensten en diensten voor ruimtelijke ordening.

DEPARTMENT/SERVICE IN WHICH INSTANCES OF CORRUPTION IN THE PUBLIC SECTOR WERE REPORTED, 2007-2010 AS A PERCENTAGE OF ALL INSTANCES

Do you remember in which department/service this took place? (Spontaneous responses)

Replies only from those who have recently been asked to pay a bribe in order for their affairs to be attended to more quickly or settled



Figuur 2.10: The annual survey on corruption in Greece 2010

Transparency International formuleerde een reeks aanbevelingen: van duidelijke spelregels voor de politieke financiering over een effectief belastingssysteem tot integriteitspacten bij het afsluiten van overheidscontracten. Een lichtpuntje is dat de Griekse overheid een aantal van de aanbevelingen heeft geconcretiseerd, zo wordt er werk gemaakt van een juridisch kader bij openbare aanbestedingen.

Er is maar één antwoord op corruptie: maatschappelijke verantwoordelijkheid en integriteit. De Griekse regering staat voor de immense opgave om haar instellingen grondig te hervormen. In essentie komt het neer op de invoering van duurzame anticorruptie-maatregelen bij de rechterlijke en uitvoerende macht, de politie en het leger. De uitdaging is om dit alles om te zetten in concrete acties en uitvoerbare wetgeving. Slaagt men daar niet in, zal de strijd tegen de corruptie een maat voor niets zijn. Het is vooral de vraag hoe de traditionele politici en andere elites zullen reageren op dit alles!

3 Griekse crisis

In dit hoofdstuk wordt getracht om de situatie vanaf eind 2009 tot juli 2011 kort weer te geven. Deze periode kan de eigenlijke Griekse schuldencrisis genoemd worden. Dit vormt een logisch vervolg op hoofdstuk 2, dat loopt tot 2010. De focus gaat hoofdzakelijk liggen bij de rol van het Internationaal Monetair Fonds en de Europese Commissie in het zoeken naar een oplossing voor Griekenland. Ook wordt er de nodige aandacht besteed aan de positie van de ratingbureaus in het hele verhaal.

3.1 Rol IMF en EC

Het is belangrijk om eerst kort enkele feiten chronologisch weer te geven, om vervolgens dieper te kunnen ingaan op het hele pakket aan maatregelen dat de EC in samenwerking met het IMF aan Griekenland heeft opgelegd. De besprekingen hieronder zijn gebaseerd op de Occasional Papers van de Europese Commissie met betrekking tot het 'Economic Adjustment Programme for Greece'. U kan de verwijzingen naar deze papers terugvinden in de literatuurlijst. Indien toch van een andere bron gebruik wordt gemaakt, is dit uitdrukkelijk vermeld.

- Oktober 2009: de nieuwgekozen Griekse regering laat aan Eurostat weten dat het verwachte overheidstekort voor 2009 12,5 % bedraagt in plaats van 3,7 % zoals eerder werd doorgegeven.
- December 2009: ratingbureaus Fitch en Standard & Poor's verlagen de Griekse rating van A- naar BBB+
- Maart 2010: Griekenland kondigt nieuwe maatregelen aan om het overheidstekort terug te schroeven en stelt een rapport op over hun budget dat aan de EC overhandigd wordt.
- April 2010: Eurostat herbekijkt de data en stelt het Griekse overheidstekort bij tot 13,6 %. Vervolgens vraagt Griekenland financiële assistentie aan de lidstaten van de Eurozone en het IMF. Griekse obligaties worden door ratingbureaus verlaagd tot 'junkstatus'.

- Mei 2010: De eurolanden en het IMF verstrekken Griekenland een noodkrediet van 110 miljard euro in de vorm van bilaterale leningen. Athene moet het tekort voor 2014 onder de 3 procent terugbrengen. Griekenland kondigt aan 30 miljard euro te bezuinigen. Ook zetten de EU-landen en het IMF een noodfonds van 750 miljard euro op, om andere zwakke lidstaten bij te staan.
- Maart 2011: De eurolanden spreken af een permanent noodfonds op te zetten. Dat fonds moet vanaf 2013 het tijdelijke noodfonds vervangen.
- April 2011: Griekenland kondigt extra maatregelen aan, waaronder de verkoop van staatsbezittingen voor 50 miljard euro. Athene zegt dat een schuldenherstructurering niet aan de orde is.
- Juni 2011: Ondanks hevige protesten stemt het Griekse parlement in met bezuinigingen. De weg is vrij voor een volgende tranche van de EU-lening, en voor mogelijk verdere steun uit het noodfonds. De eurolanden willen dat private partijen gaan bijdragen aan een nieuw steunpakket voor Griekenland. Tegelijkertijd gaan steeds vaker stemmen op voor een Griekse schuldenherstructurering.
- Juli 2011: De regeringsleiders van de eurolanden houden een speciale top over de Griekse crisis. De Europese regeringsleiders hebben overeenstemming bereikt over het tweede steunplan voor Griekenland. Het plan omvat 109 miljard euro.

(The EEAG Report on the European Economy 2011 en Chronologisch overzicht Europese schulden crisis, De Morgen)

Zoals u in het chronologische overzicht kan terugvinden komt Griekenland in het voorjaar van 2010 zwaar in de problemen. Het vertrouwen van de financiële markten in Griekenland is zo laag dat het land geen geld meer kan lenen zonder woekerrentes te betalen, waardoor ze nog meer in de problemen zouden komen. De andere eurolanden krijgen schrik dat de Grieken hun uitstaande schulden nooit meer zouden kunnen aflossen en vrezen voor een domino-effect naar de andere eurolanden. Ze besluiten in mei om samen met het IMF geld te lenen aan Griekenland. Het leningenpakket van € 110 miljard wordt in delen verstrekt en is gekoppeld aan strenge voorwaarden en controles. Per kwartaal moeten de Grieken tonen hoe ver ze zijn met het doorvoeren van bezuinigingen en hervormingen. Het IMF voert hierop de controle uit. Wordt er niet voldaan aan de eisen, dan wordt het volgende deel van de lening niet uitgegeven. In de bijlage kan u een tabel terugvinden met de exacte cijfergegevens. Tot en met juli 2011 heeft Griekenland € 65 miljard aan leningen ontvangen.

Zoals hierboven reeds aangehaald, moet Griekenland de afspraken naleven die gemaakt zijn in samenspraak met de EC en het IMF over het in orde brengen van de overheidsfinanciën. De maatregelen die men moet nemen kunnen onderverdeeld worden in drie categorieën, nl bezuinigingen op de uitgaven, structurele hervormingen en privatiseringen.

Een eerste belangrijke bezuiniging op de uitgaven dient te gebeuren door een verdere verlaging door te voeren van de ambtenarensalarissen. Tijdens de periode 200-2008 zijn de totale loonkosten van de overheid gestegen met maar liefst 100 %. Gedurende diezelfde periode is het nominale BBP slechts toegenomen met 74 %. Zoals reeds in hoofdstuk 2 werd aangehaald, is de Griekse publieke sector te groot en werkt ze inefficiënt. Het is dus cruciaal dat op dit gebied de nodige effectieve maatregelen genomen worden. Verder is het nodig dat de pensioenleeftijd de hoogte in gaat en verschillende uitkeringen verlaagd worden. Ook de inkomstenbelasting zou progressiever moeten worden, zodat rijkere burgers in verhouding meer bijdragen dan de armere. Tot slot dienen ook belastingontduiking en fraude beter bestreden te worden.

De belangrijkste structurele hervorming die dient doorgevoerd te worden is die aan het pensioenstelsel. Een nieuw systeem moet zorgen voor de link tussen de bijdrage aan het systeem die geleverd wordt tijdens de loopbaan en uitkering wanneer de pensioenleeftijd bereikt wordt. De pensioengerechtigde leeftijd van de vrouw moet met vijf jaar worden opgetrokken naar die van de man, namelijk 65 jaar. Bonussen moeten geïndexeerd worden en afgeschaft voor mensen die al een hoog pensioen hebben.

Ook de gezondheidszorg dient hervormd te worden. De ziekenhuizen moeten op regelmatige tijdstippen een duidelijke en transparante boekhouding kunnen voorleggen volgens bepaalde regels. Ook dient er bij de overheid een opsplitsing gemaakt te worden tussen het beheer van de gelden van de gezondheidszorg en die van de pensioenen.

Voorts zijn er belangrijke hervormingen nodig aan de administratiediensten van de overheid. Volgens de Griekse journalist Kostas Karkagiannis, die aan het woord komt in een reportage van Panorama genaamd 'Neurozone', worden in volle verkiezingsstrijd door verschillende lokale politici jobs beloofd in ruil voor een stem. Zo zijn er destijds overheidsjobs gecreëerd, zonder dat hier ook maar enige behoefte aan was. Dit maakt dat vandaag de dag in Griekenland de publieke sector te sterk vertegenwoordigd is. Ook de werking van vele staatsbedrijven is zeer inefficiënt. Het is van essentieel belang dat dit terug op orde wordt gesteld, wat uiteraard afvloeiingen met zich mee zal brengen (Video Panorama: Neurozone).

De laatste pijler van het steunfond is de privatisering. Verschillende staatseigendommen alsook overheidsbedrijven dienen verkocht te worden om zo de financiële positie te verbeteren. Tot op heden is hier nog te weinig aan gedaan door de Grieken. Er is wel het voornemen om met de oprichting van een onafhankelijk agentschap de komende jaren voor € 50 miljard aan staatseigendommen te privatiseren.

In 2011 is gebleken dat het voorgaande steunpakket aan Griekenland niet voldoende is. Griekenland kon nog niet zelfstandig lenen op de kapitaalmarkt en zou daardoor op termijn niet meer aan zijn financiële verplichtingen kunnen voldoen. Tijdens de Eurotop van 21 juli wordt beslist om Griekenland nieuwe financiële steun aan te bieden. Het nieuwe programma heeft een omvang van € 109 miljard en wordt gefinancierd door het IMF en het noodfonds of European Financial Stability Facility (EFSF). Daarnaast is er ook sprake van een vrijwillige bijdrage van de private sector (banken, pensioenfondsen en verzekeraars) van naar schatting € 106 miljard. Door de private sector mee te betrekken in het verhaal, wordt de schuldbestand van Griekenland verbeterd. Het land krijgt langer de tijd om zijn obligaties terug te betalen aan private partijen die de obligaties bezitten.

De nieuwe leningen aan Griekenland uit het noodfonds EFSF krijgen een langere looptijd die zal liggen tussen 15 en 30 jaar. De rente op deze toekomstige leningen wordt verlaagd naar een niveau dat vergelijkbaar is met de rente die de Commissie rekent voor steun uit de Europese

begroting aan landen met problemen van de betalingsbalans. Deze rente zal wel nooit dalen onder de financieringskosten van het EFSF. Het is tevens niet enkel voor Griekenland dat deze voorwaarden gelten, maar ook voor leningen aan Portugal en Ierland.

Verder is er op de top ook afgesproken om het EFSF flexibeler in te zetten, weliswaar enkel op basis van adequate voorwaarden. Het EFSF kan voortaan ook staatsobligaties opkopen van eurolanden die in de problemen zitten, maar enkel als een analyse van de ECB aantoont dat er sprake is van buitengewone omstandigheden die de financiële stabiliteit in gevaar brengen.

Het voorgaande toont duidelijk aan dat flexibiliteit noodzakelijk is voor het Europees beleid. Was deze flexibiliteit nog niet zo sterk aanwezig in 2009, wordt er momenteel zeker aan gewerkt. Toch blijft er nog ruimte voor verbetering. Het is bijvoorbeeld belangrijk dat er nog onderhandelingen gebeuren omtrent de sancties voor landen met buitensporige tekorten, om het besmettingsgevaar voor de hele Eurozone onder controle te houden.

3.2 Financiële markten en ratingbureaus

Ratingbureaus spelen een belangrijke rol op de mondiale effectenmarkten omdat hun ratings door beleggers, ontleners en overheden gebruikt worden als een middel om met kennis van zaken beleggings- en financieringsbeslissingen te kunnen nemen. Kredietinstellingen, beleggingsondernemingen en verzekeringsmaatschappijen kunnen deze ratings gebruiken als referentiepunt voor de berekening van hun kapitaalvereisten voor solvabiliteitsdoelen of voor de berekening van de risico's op hun beleggingsactiviteiten. Bijgevolg hebben ratings aanmerkelijke gevolgen voor de werking van de markten en het vertrouwen van beleggers en consumenten. Daarom is het van essentieel belang dat bij ratingactiviteiten de beginselen van integriteit, transparantie, verantwoordelijkheid en goed bestuur in acht worden genomen, zodat de ratings die in de Gemeenschap worden gebruikt onafhankelijk, objectief en van toereikende kwaliteit zijn (Verordening (EG) Nr. 1060/2009 van het Europees Parlement en de Raad van 16 september 2009 inzake ratingbureaus).

Het is daarom belangrijk dat ratingbureaus die in de EU willen werken, zich registreren en aan een aantal regels voldoen die ervoor zorgen dat de ratings die worden afgegeven van toereikende kwaliteit zijn. Een bespreking van al deze regels zou ons te zeer afleiden van het doel van deze thesis, enkel de belangrijkste worden kort aangehaald.

De belangrijkste doelstellingen van de verordening zijn: belangenconflicten tussen ratingbureaus en te beoordelen organisaties vermijden en de transparantie vergroten door middel van openbaarmakingsverplichtingen. Verder is het ook belangrijk dat er gezorgd wordt voor een efficiënt registratie- en toezichtskader op Europees niveau en dat de kwaliteit van de methoden en van de ratings verbeteren.

Het is duidelijk dat de Europese Unie de nodige aandacht besteedt aan dit topic. Eerst was er de verordening inzake ratingbureaus van 2009, die hierboven is besproken. In 2010 is vervolgens een voorstel gekomen voor een wijziging van deze vordering, omdat men van mening was dat bepaalde aspecten best aangepast of aangescherpt werden.

De financiële crisis heeft grote tekortkomingen in het financiële toezicht aan het licht gebracht, zowel wat het toezicht op individuele instellingen als wat het toezicht op het financiële stelsel als geheel betreft. De Europese Commissie heeft een fundamentele herziening van het financiële toezicht in Europa vooropgesteld met het doel een efficiënter, geïntegreerder en duurzamer Europees toezichtstelsel in te stellen (Voorstel tot wijziging verordening (EG) Nr. 1060/2009 van het Europees Parlement en de Raad van 16 september 2009 inzake ratingbureaus).

De Commissie heeft in haar mededeling van 27 mei 2009 voorgesteld de verantwoordelijkheid voor het verlenen van vergunningen aan en het houden van toezicht op bepaalde entiteiten met een pan-Europees bereik, zoals ratingbureaus, aan een Europese Toezichthoudende Autoriteit toe te kennen. In het kader van deze verantwoordelijkheden kunnen zij onder meer de bevoegdheid hebben om onderzoeken in te stellen, controles ter plaatse te verrichten en toezichtbesluiten te nemen.

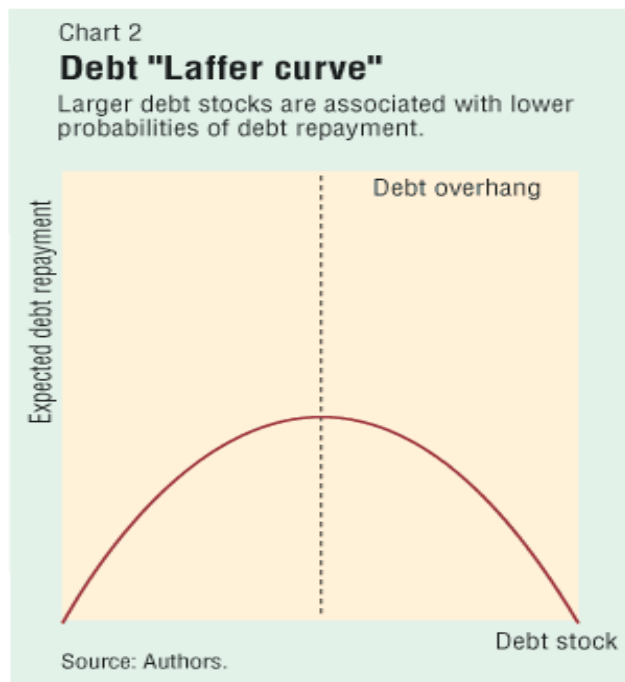
Na het doorlopen van de verordening en het voorstel tot wijziging van de verordening is duidelijk dat men op Europees niveau van mening is dat ratingbureaus zeker hun rol hebben in het ontstaan van de crisis. Daarom is het ook essentieel dat het nodige toezicht wordt gehouden op deze instellingen, zodat drastische gevolgen voor landen in moeilijkheden vermeden worden.

4 Theorie: De Debt Laffer-curve

In dit hoofdstuk wordt de Debt Laffer curve aangehaald om de literatuur die aan bod is gekomen, theoretisch te ondersteunen. Het concept van de Debt Laffer curve werd geïntroduceerd door Sachs in 1989. Hij stelt dat er zich een situatie kan voordoen waar een hoog schuldniveau leidt tot efficiëntieverlies. De Debt Laffer curve geeft de relatie weer tussen de nominale waarde van de schuld en de marktwaarde van diezelfde schuld. De actuele waarde van de verwachte schuldaflossingen kan beginnen dalen wanneer het niveau van de nominale achterstallige claims te hoog wordt als gevolg van welvaartverlies en inefficiënties (The Debt Laffer Curve: Some Estimates, Stijn Claessens, 1990).

Dit gegeven kan als argument gebruikt worden om een gedeelte van de Griekse schuld kwijt te schelden of te herstructureren. In figuur 4.1 is de Debt Laffer Curve weergegeven. Het eerste deel van de grafiek, voor de verticale stippellijn is de positieve zijde, het tweede deel van de grafiek is de negatieve zijde. Wanneer een bepaald land zich aan de verkeerde (dalende) zijde van de grafiek bevindt, zal een reductie van de nominale claims ervoor zorgen dat de waarde van de uitstaande claims zal verhogen, wat in het voordeel speelt van de schuldeisers. Is een land echter aan de positieve zijde van de curve, zal schuldherschikking er niet voor zorgen dat de marktwaarde van de schuld gaat stijgen. Dit maakt dat de schuldeisers er niet beter van zullen worden.

Schuldkwijtschelding of herstructurering is dus enkel een efficiënte oplossing als het land in kwestie zich aan de slechte kant van de curve bevindt (The Debt Laffer Curve: Some Estimates, Stijn Claessens, 1990).



Figuur 4.1: Debt Laffer curve

Ook het IMF heeft een studie gedaan waarin de Debt Laffer curve een belangrijke rol speelt. De focus van deze studie ligt bij de 'debt overhang'-theorie. Wanneer de kans bestaat dat in de toekomst de schuld van een land groter wordt dan zijn mogelijkheid om de schuld te kunnen aflossen, zullen de kosten die vasthangen aan de schuldaflossing ervoor zorgen dat binnen- en buitenlandse investeringen ontmoedigd worden.

Hoewel het 'debt overhang'-model de expliciete effecten op de groei niet kan meten, wordt er wel aangenomen dat hoge schulden de groei negatief beïnvloeden doordat investeringen worden ontmoedigd. Aan de andere kant, wanneer landen zich openstellen voor buitenlands kapitaal en beginnen te lenen, wordt aangenomen dat het schuldniveau een positieve invloed heeft op de groei.

Wanneer het schuldniveau echter verder stijgt, gaat op een bepaald moment de additionele schuld ervoor zorgen dat de groei afgezwakt wordt. Deze situatie kan vervolgens gezien worden als het groei-maximerende niveau van schuld. Wanneer het schuldniveau blijft stijgen, gaat de totale

bijdrage aan de groei negatief worden. Het land gaat er dus op achteruit en is slechter af dan in de beginpositie zonder schuld (External Debt and Growth, Finance and Development, IMF, June 2002).

Hieruit kan geconcludeerd worden dat het schuldniveau een non-lineair effect heeft op de groei. Dit effect kan berekend worden door aannames en voorspellingen te maken.

De twee hierboven bestudeerde bronnen dateren van 1990 en 2002. De voorbeelden die gebruikt worden zijn dan ook Afrikaanse en Latijns-Amerikaanse landen. Uiteraard is deze theorie ook toepasbaar op Griekenland, maar de beperkte omvang van deze thesis laat mij helaas niet toe om deze analyse helemaal uit te werken.

5 Simulaties

In dit vijfde hoofdstuk van mijn thesis tracht ik de kennis die ik opgedaan heb tijdens mijn literatuurstudie praktisch toe te passen. Aan de hand van scenario-analyses zal ik proberen een zo duidelijk mogelijk beeld te scheppen van de huidige situatie waarin Griekenland zich bevindt. Eveneens zal ik bekijken hoe de situatie mogelijk kan evolueren in de tijd, door verschillende aannames te maken in verschillende scenario's. Ik heb er voor gekozen slechts kleine, marginale veranderingen aan te brengen aan één variabele per keer, waardoor het makkelijker wordt om vast te stellen welke variabelen relatief de grootste invloed hebben op het model en dus het meest gevoelig zijn voor verandering.

Een belangrijke reden voor het maken van de simulaties is dat ik objectief en duidelijk wil weergeven hoe het gesteld is met de Griekse overheidsfinanciën en wat realistische voorspellingen zijn voor de toekomst. In de media verschijnen regelmatig berichten van diverse bronnen die wellicht niet altijd even realistisch zijn. Zo zijn er enerzijds de reacties van ratingbureaus die speculeren op het failliet van Griekenland en anderzijds berichten van de Griekse regering zelf die soms iets te rooskleurig zijn. Het is omwille van deze redenen dat ik wil onderzoeken of het in de toekomst werkelijk zo slecht gesteld zal zijn met de economische situatie van Griekenland.

Als basis wordt er een eenvoudig model van de Griekse overheidsfinanciën opgesteld. Met behulp van het statistische programma Eviews kunnen vervolgens diverse scenario's gemaakt worden van dit model, waarbij de variabelen geprojecteerd worden op lange termijn, namelijk tot en met 2030.

Voor de periode 1995-2010 wordt gebruik gemaakt van werkelijke, historische waarden voor elke variabele. Vanaf 2011 worden veranderingen van de variabelen gesimuleerd aan de hand van zogenaamde dynamische 'out-of-sample' simulaties.

5.1 Model

Zoals hierboven reeds vermeld, werd eerst een model opgesteld om de Griekse overheidsfinanciën te kunnen simuleren. Dit model bestaat uit vergelijkingen die zowel endogene als exogene variabelen bevatten. Aangezien de beperkte omvang van dit werk, is er gekozen voor een vrij eenvoudig model, dat toch een dynamische overheidsstructuur weergeeft. Hieronder vindt u het model terug met een korte uitleg over elke vergelijking.

$$1. \text{DEBT_EL} = (1 - (\text{GROWTHN_EL}/100)) * \text{DEBT_EL}(-1) - \text{FBAL_EL}$$

Deze vergelijking geeft de gekende dynamiek van de overheidsschuld in procent van het BBP (DEBT_EL) weer aan de hand van de schuld van het voorbije jaar en de invloed van de nominale groei op deze schuld (GROWTHN_EL). Hier worden dan de overheidsuitgaven bij opgeteld en de overheidsontvangsten van afgetrokken.

$$2. \text{LTINT_EL} = \text{R_EL} + \text{INFL_EL} + \text{RP_EL}$$

De interest op lange termijn (LTINT_EL) is de som van de reële rente (R_EL), de inflatie (INFL_EL) en de risicopremie (RP_EL).

$$3. \text{INT_EL} = \text{DEBT_EL} * \text{LTINT_EL}/100$$

De interestbetalingen op de overheidsschuld (INT_EL) worden bekomen door de overheidsschuld te vermenigvuldigen met het interestpercentage op lange termijn.

$$4. \text{FBAL_EL} = \text{REV_EL} - \text{GEX_EL}$$

De 'fiscal balance' of lopend overheidssaldo (FBAL_EL) wordt verkregen door het verschil tussen de totale overheidsuitgaven (GEX_EL) en de totale overheidsinkomsten (REV_EL) te berekenen.

$$5. \text{PBAL_EL} = \text{REV_EL} - \text{GEXNINT_EL}$$

De primaire balans (PBAL_EL) zijn de totale overheidsinkomsten minus de totale overheidsuitgaven exclusief interestbetalingen (GEXNINT_EL).

$$6. \text{GEX_EL} = \text{GEXNINT_EL} - \text{SFADJ_EL} + \text{INT_EL}$$

De totale overheidsuitgaven kunnen berekend worden door de primaire overheidsuitgaven en de interestbetalingen op de overheidsschuld op te tellen, en hiervan de stockflow adjustment (SFADJ_EL) af te trekken.

$$7. \text{RP_EL} = \alpha * \text{DEBT_EL}$$

Deze vergelijking geeft de risicopremie voor Griekenland weer. De risicopremie wordt bekomen door de totale overheidsschuld te vermenigvuldigen met een bepaalde factor α .

$$8. \text{GROWTHN_EL} = \text{GROWTHR_EL} + \text{INFL_EL}$$

De nominale groei wordt gedefinieerd als de som van de reële groei en de inflatie.

$$9. \text{INTGROWTHDIF_EL} = \text{LTINT_EL} - \text{GROWTHN_EL}$$

INTGROWTHDIF_EL is het verschil tussen de interestvoet op lange termijn en de nominale groei.

$$10. \text{PFGAP_EL} = \text{PBAL_EL} - 0.01 * \text{INTGROWTHDIF_EL} * \text{DEBT_EL}$$

De laatste vergelijking geeft het 'primary fiscal gap' weer. Deze variabele wordt bekomen door het verschil tussen de interestvoet op lange termijn en de nominale groei te delen door 100 en te vermenigvuldigen met de totale overheidsschuld, en hiervan de primaire balans af te trekken.

5.2 Variabelen

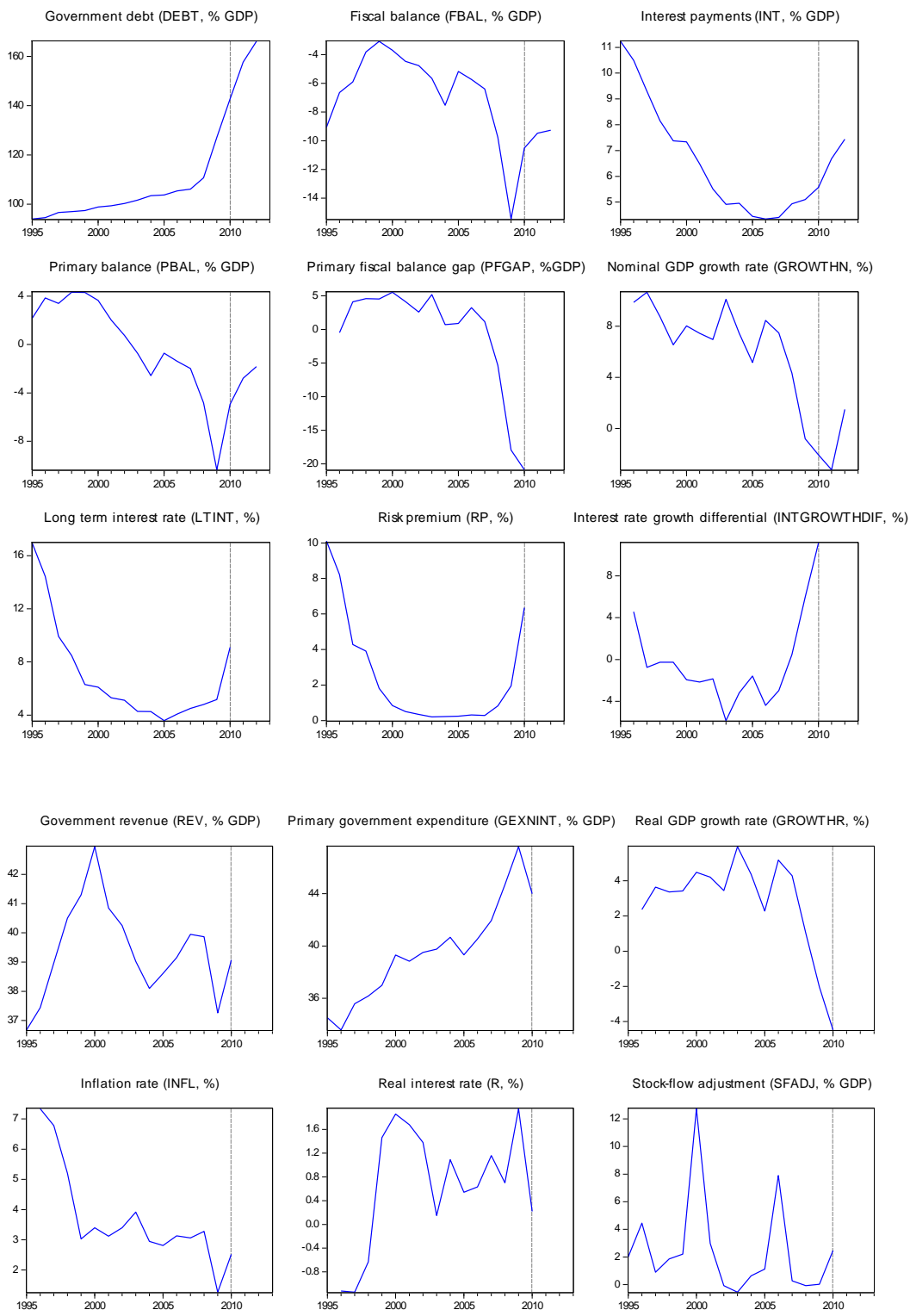
De volgende stap in het proces is het duidelijk definiëren van de variabelen van het model. Voor de periode 1995-2010 zijn dit de historische en gerealiseerde waarden. De AMECO-database van de Europese Commissie werd hiervoor als bron gebruikt. Zoals hierboven reeds vermeld, dient er een onderscheid gemaakt te worden tussen exogene en endogene variabelen. In tabel 5.3 vindt u de zes exogene of onafhankelijke variabelen van het model terug. In tabel 5.4 vindt u de tien endogene variabelen terug. Deze variabelen zijn afhankelijk van de waarde van de exogene variabelen. Vanaf 2011 worden er handmatig diverse waarden toegekend aan de exogene variabelen. Vervolgens worden er simulaties gemaakt voor de endogene variabelen, gegeven de exogene variabelen. De grafieken hiervan kan u in figuur 5.1 terugvinden. De meeste variabelen zijn reeds besproken in hoofdstuk 2, de overige variabelen worden besproken wanneer ze aan bod komen in de scenario's.

Tabel 5.1: Exogene variabelen

Exogene variabele	Bron
GEXNINT_EL (overheidsuitgaven exclusief interesten op schuld in % BBP)	GEX_EL (Total expenditure; General government; EDP; in % BBP) - INT_EL (Interest including flows on swaps; General government; EDP; in % BBP)
GROWTHR_EL (reële groei, procentuele verandering t.o.v. vorige periode)	Gross domestic product at 2000 market prices
INFL_EL	GROWTHN_EL (Gross domestic product at market prices) - GROWTHR_EL
R_EL (reële interestvoet)	LTINT_EL - INFL_EL - RP_EL
REV_EL (overheidsinkomsten in % BBP)	Total revenue; General government; EDP
SFADJ_EL	Stock-flow adjustment on general government consolidated gross debt; EDP; in % BBP

Tabel 5.2: Endogene variabelen

Endogene variabele	Bron
DEBT_EL (overheidsschuld in % BBP)	General government consolidated gross debt; EDP
FBAL_EL (fiscal balance in % BBP)	Net lending (+) or net borrowing (-); General government; EDP
GEX_EL (totale overheidsuitgaven in % BBP)	Total expenditure; General government ; EDP
GROWTHN_EL (nominale groei, procentuele verandering t.o.v. vorige periode)	Gross domestic product at market prices
INT_EL (interestbetalingen op overheidsschuld)	Interest including flows on swaps; General government; EDP; in % BBP
INTGROWTHDIF_EL	LTINT_EL – GROWTHN_EL
LTINT_EL (lange termijn interestvoet)	Nominal long-term interest rates
PBAL_EL (primary balance)	Net lending (+) or net borrowing (-) excluding interest; General government; EDP
PFGAP_EL	$PBAL_EL - 0.01 * INTGROWTHDIF_EL * DEBT_EL$
RP_EL	R_EL (Griekse rente) – R_D (Duitse rente)



Figuur 5.1: Budgettaire en macro-economische variabelen, Griekenland, 1995-2010

5.3 Scenario's

Vooreerst wordt er kort ingegaan op het basisscenario, waarna verschillende scenario's ontwikkeld worden waarbij het basisscenario als uitgangspunt gebruikt wordt. De scenario's worden ontworpen door het niveau van een exogene variabele te veranderen. Zo wordt duidelijk welke variabelen een sterke impact hebben op de evolutie van de overheidsfinanciën van Griekenland, en dit zowel in positieve als in negatieve zin. De aanpassingen worden steeds in een tabel weergegeven. Vervolgens zal de grafische voorstelling van deze scenario's bestudeerd worden waardoor de impact van de gewijzigde variabele zichtbaar wordt. In deze grafieken worden op elk plaatje drie curves weergegeven. De blauwe curve is het basisscenario of baseline. Er worden steeds twee alternatieve scenario's gemaakt, namelijk een marginale verandering van de waarde van de variabele naar boven en naar beneden. Het positieve scenario wordt vervolgens weergegeven door de groene lijn, het negatieve scenario door de rode lijn. Op deze manier kan het verschil tussen het basisscenario en de aangepaste scenario's duidelijk worden weergegeven.

5.3.1 Basisscenario

Er wordt gestart met het opstellen van een basisscenario of baseline door bepaalde waarden toe te kennen aan de exogene variabelen. Aangezien het de bedoeling is om een zo realistisch mogelijk scenario te creëren, is het essentieel dat de waarden die deze variabelen aannemen naar grote waarschijnlijkheid behaald zullen worden in de toekomst. Het spreekt voor zich dat dit geen makkelijke opdracht is, gezien de huidige onstabiele situatie van Griekenland. Hun economie is momenteel onderhevig aan zeer grote fluctuaties, wat niet wegneemt dat men op middellange termijn waarschijnlijk wat meer stabiliteit zal terugvinden. Het is ook belangrijk te vermelden dat er uiteraard ook andere waarden mogelijk zijn om een baseline op te stellen en dat dit een persoonlijke keuze is. Andere basisscenario's zouden ook verdedigd kunnen worden. Toch ben ik van mening dat ik voor een zo stabiel mogelijke baseline gekozen heb, rekening houdend met de

omstandigheden. In de tabel hieronder ziet u de verschillende waarden van de exogene variabelen voor de baseline, gevolgd door een korte verduidelijking.

Tabel 5.3: Basisscenario - waarden exogene variabelen

	2011 - 2030
GEXNINT_EL	41 % van het BBP
REV_EL	41 % van het BBP
GROWTHR_EL	1,25 %
R_EL	1 %
INFL_EL	2 %
SFADJ_EL	0 %

In het basisscenario wordt verondersteld dat de overheidsuitgaven exclusief interesten op de overheidsschuld (GEXNINT_EL) en de overheidsopbrengsten (REV_EL) beide 41 % van het BBP bedragen. Het zou mogelijk te optimistisch zijn om aan te nemen dat de uitgaven van de Griekse staat momenteel niet hoger zijn dan de opbrengsten. Toch wordt er hier gekozen voor een primair evenwicht omdat de impact van veranderingen aan andere exogene variabelen in verdere scenario's dan beter zichtbaar wordt. Een primaire balans van nul is een neutrale aanname die ideaal is voor voorspellingen van toch wel lange termijn. Ook is het een projectie van de Europese Commissie die een primair evenwicht vooropstelt als de ideale situatie voor de lidstaten.

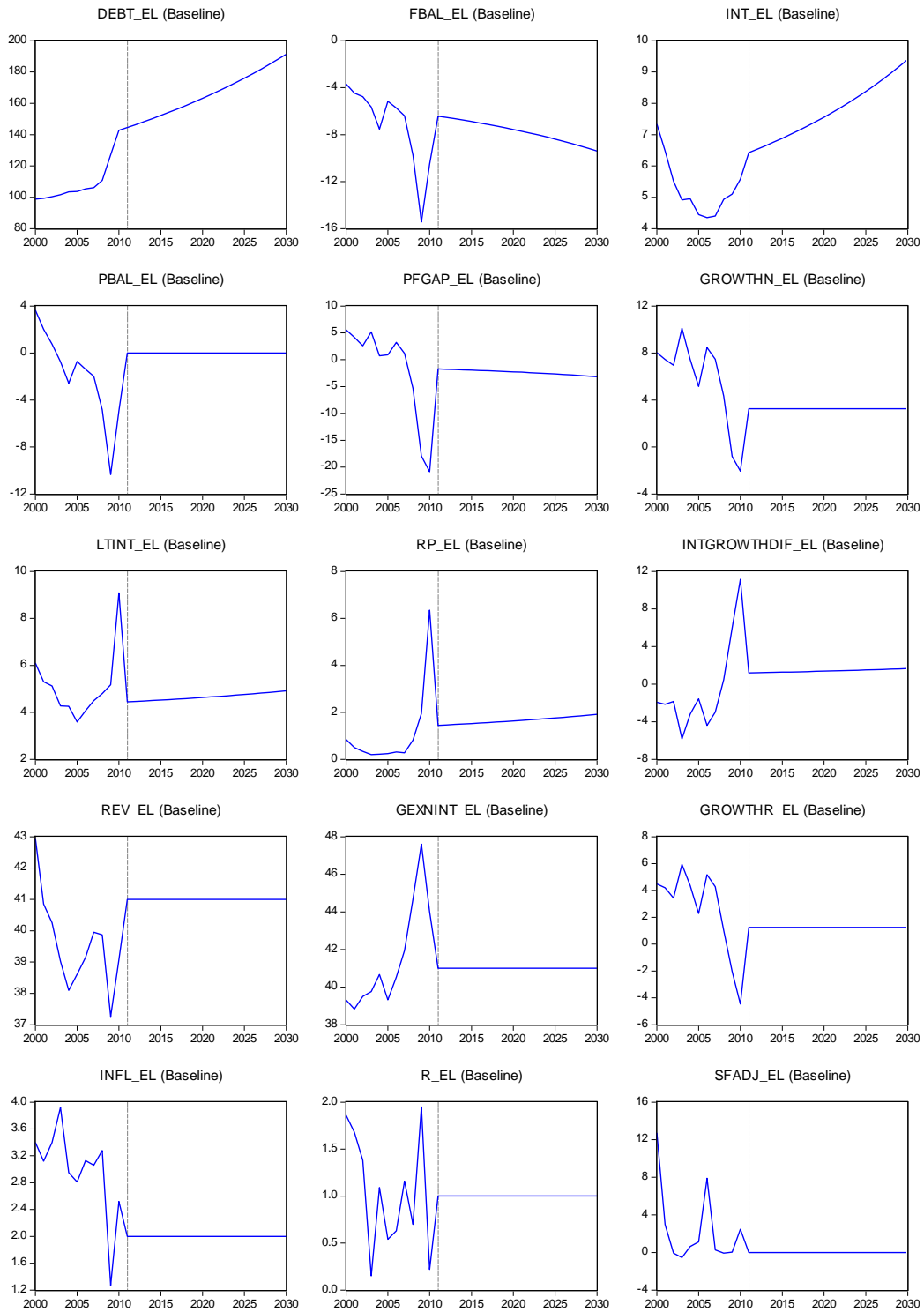
De reële groei neemt een waarde van 1,25 % aan. Hier werd een gemiddelde genomen van de groei van de voorbije jaren. Ook is dit de waarde die de potentiële groeicapaciteit op lange termijn benaderd. Die potentiële groei is de som van de technologische vooruitgang en de bevolkingsgroei op zeer lange termijn. Het zou zeer onrealistisch zijn om hier een te hoge groei als basis te nemen.

De reële rente wordt vastgelegd op 1 % van het BBP, wat een goede benadering zou moeten zijn van de productiviteit van kapitaal op lange termijn. Voor de inflatie wordt 2 % als waarde voor de

baseline gekozen. Dit is tevens de lange termijn doelstelling van het ECB. De stock flow adjustment-variabele tenslotte neemt de waarde van 0 % aan. Een neutrale SFADJ betekent dat de overheidsschuld evenredig toeneemt met het jaarlijkse tekort. Ook hier is een evenwichtssituatie ideaal voor de baseline.

In de grafieken hieronder wordt voor elke exogene en endogene variabele het verloop weergegeven van 1995 tot 2030. Zoals hierboven reeds besproken zijn de waarden die toegekend zijn voor 1995-2010 afkomstig uit de Ameco database. Voor de periode 2011-2030 worden de exogene variabelen nu visueel weergegeven en de grafieken van de endogene variabelen worden bekomen door de vergelijkingen voor deze variabelen op te lossen, en hiervoor waarden van de exogene variabelen als input te gebruiken.

Enkel de belangrijkste variabelen van het basisscenario gaan hieronder besproken worden. Zoals blijkt uit de grafiek stijgt de overheidsschuld (DEBT_EL) in 2030 tot over 180 % indien we uitgaan van het basisscenario. Het lopend overheidssaldo (FBAL_EL) bedraagt tegen 2030 bijna -10 %. Aangezien we voor het basisscenario de REV_EL en de GEXNINT_EL gelijk gehouden hebben op 41 %, wordt er een primair evenwicht gecreëerd vanaf 2010 tot 2030 en moet het lopend overheidstekort van 10 % te wijten zijn aan de interestbetalingen op de overheidsschuld (INT_EL). Dit blijkt ook uit het grafiekje voor de INT_EL, waar afgelezen kan worden dat tegen 2030 de interestbetalingen zijn opgelopen tot 9 % van het BBP. Deze interestbetalingen worden bekomen door de overheidsschuld (DEBT_EL) te vermenigvuldigen met de lange termijn interest (LTINT_EL). Aangezien voorspelt wordt dat de LTINT_EL de komende 20 jaar maar lichtjes zal stijgen, kan geconcludeerd worden dat de hoge interestbetalingen hoofdzakelijk te wijten zijn aan de overheidsschuld.



Figur 5.2: Baseline vanaf 2011-2030

5.3.2 Uitgaven- en inkomstenscenario's

In de eerste twee scenario's worden er simulaties gemaakt met de primaire uitgaven, de ander variabelen blijven zoals in de baseline. Voor scenario één betekent dit een daling van de GEXNINT_EL tot 40 % en voor scenario twee een stijging tot 42 %. Bijgevolg is het eerste scenario dus het positieve en het tweede het negatieve scenario.

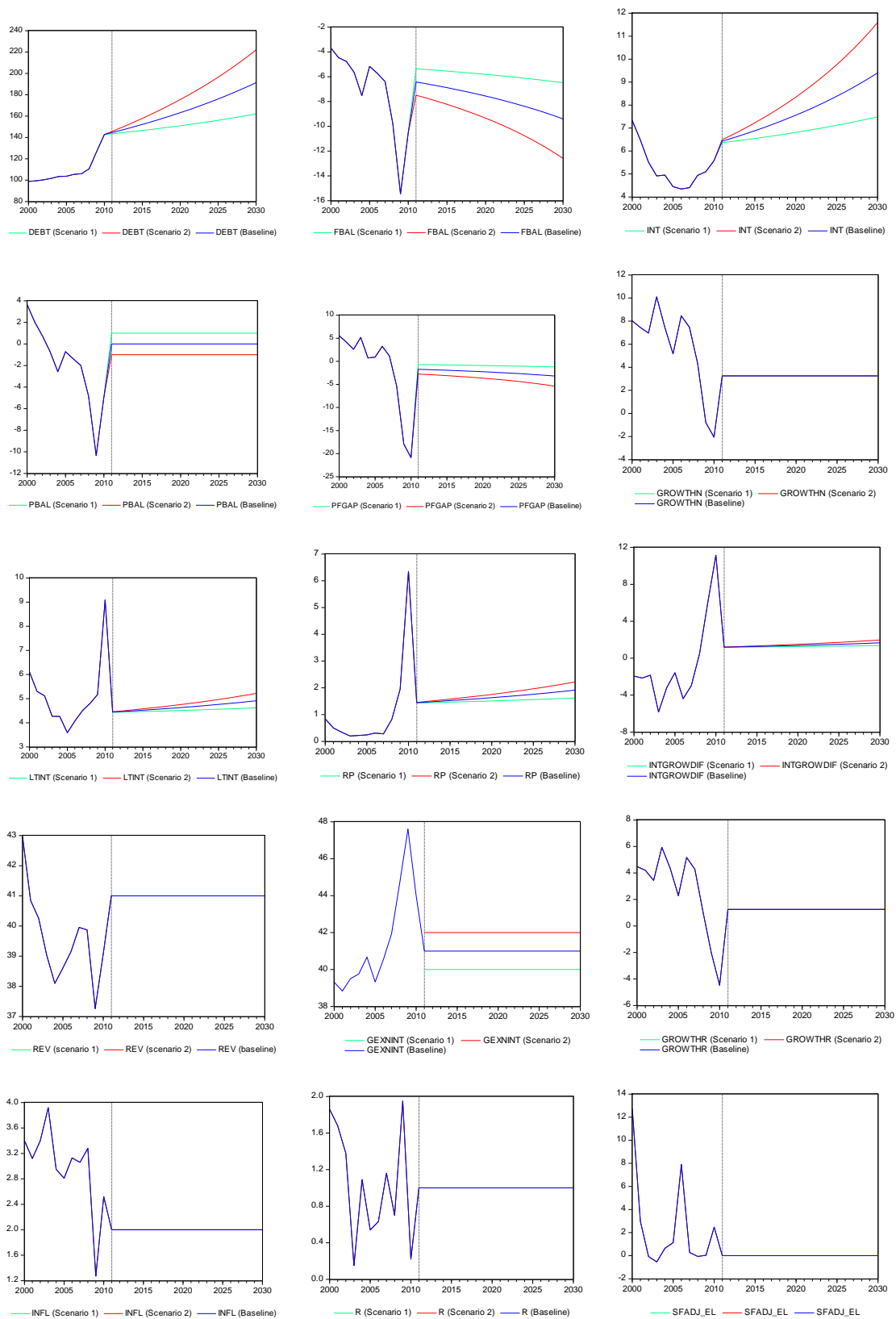
Tabel 3.4: Exogene variabelen scenario 1 en 2

Periode 2011-2030	SCENARIO 1	BASELINE	SCENARIO 2
GEXNINT_EL	40 %	41 %	42 %
REV_EL	41 %	41 %	41 %
GROWTHR_EL	1,25 %	1,25 %	1,25 %
R_EL	1 %	1 %	1 %
INFL_EL	2 %	2 %	2 %
SFADJ_EL	0 %	0 %	0 %

Voor scenario 1 kunnen we vaststellen dat dankzij de besparing in de primaire uitgaven een primair overschot (PBAL) gecreëerd wordt van 1 %. Dit zorgt ervoor dat het lopend overheidstekort (FBAL) afneemt. Hierdoor neemt ook de schuld (DEBT) af in vergelijking met het basisscenario. De schuld zou volgens scenario 1 nog 160 % bedragen in 2030 ten opzichte van zo'n 185 % in de baseline. Ook nemen de interestbetalingen op de schuld af, wat te wijten is aan een additioneel effect van de schuld en de langetermijn-interest. Als de schuld (DEBT) daalt, zorgt dit rechtstreeks voor een daling van de interestbetalingen en voor een stijging van de fiscale balans. Een daling van de schuld zorgt ook additioneel, samen met een daling van de langetermijnrente, voor een daling van de interestbetalingen. Die daling van de langetermijnrente komt er doordat de risicopremie gedaald is, wat veroorzaakt werd door een daling van de schuld. Er is duidelijk een heel sterke samenhang tussen de variabelen. Tot slot kent ook de variabele PFGAP_EL een kleine positieve aanpassing, aangezien er een primair overschot gecreëerd wordt en de schuld afneemt.

Scenario 2 leert ons dat een stijging van de GEXNINT_EL voor een primair tekort van 1 % zorgt. Vervolgens neemt het lopend overheidstekort ook toe, waardoor de schuld toeneemt en zo'n 220 % zal bedragen in 2030, wat 35 % hoger is dan in het basisscenario. Dit leert ons dat een stijging van de primaire uitgaven toch wel een vrij groot effect heeft op de overheidsschuld van Griekenland. Uiteraard stijgen ook de interestbetalingen en kent de variabele PFGAP_EL een kleine daling.

Bij de bespreking van de opbrengstensscenario's kunnen we vrij kort zijn. Een aanpassing aan de variabele REV_EL gaat telkens hetzelfde, evenredige effect geven dan dezelfde aanpassing aan de variabele GEXNINT_EL. Er gelden dus dezelfde uitkomsten als in het uitgavenscenario. Zo zorgt een verhoging van de opbrengsten voor een primair overschot, wat vervolgens voor een daling van de overheidsschuld zal zorgen. Een daling van de opbrengsten zorgt een primair tekort en een stijging van de overheidsschuld.



Figuur 5.3: Simulatie 1% lagere (scen. 1), hogere (scen. 2) GEXNINT (REV), 2011-2030

5.3.3 Groeiscenario's

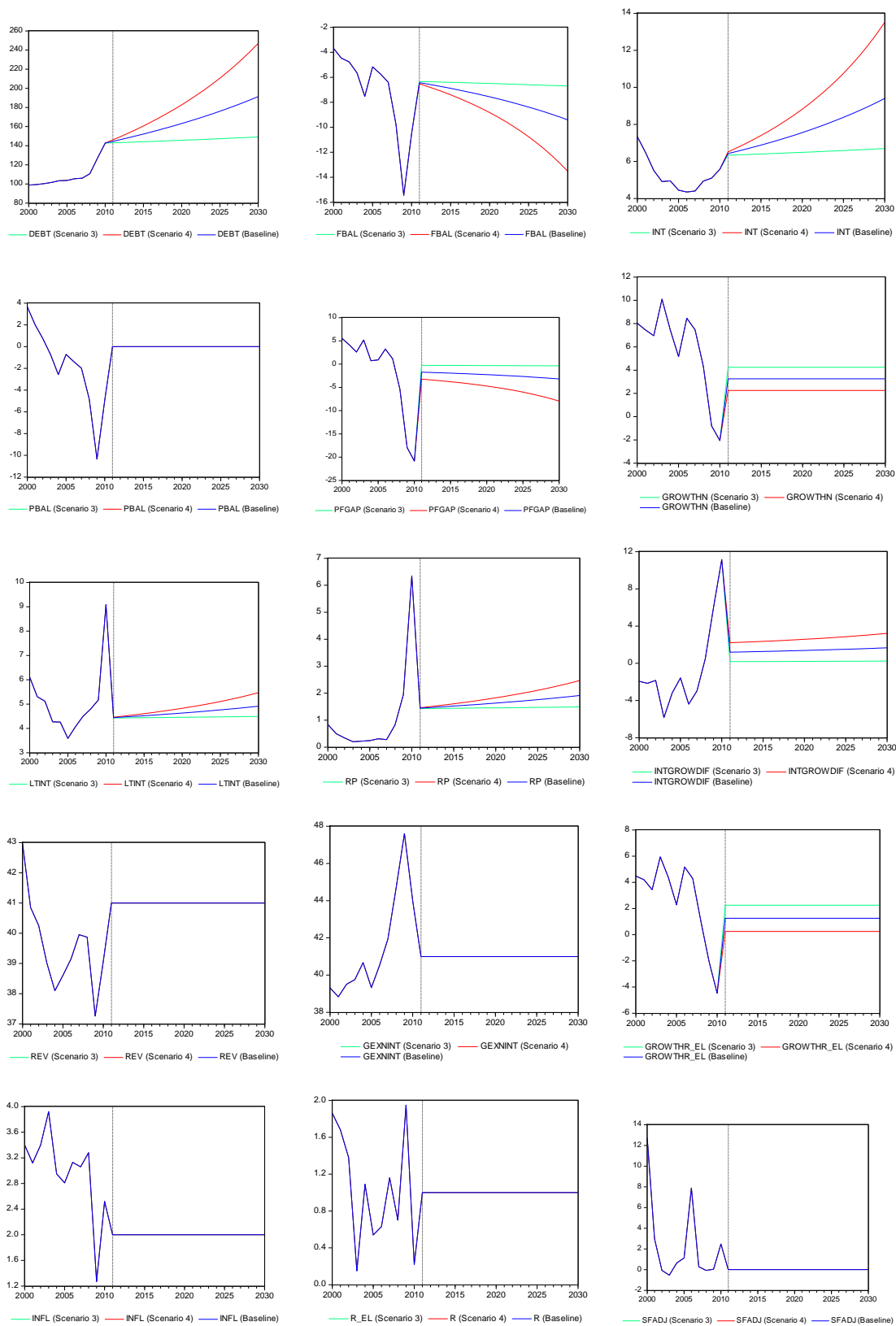
Scenario 3 en 4 hebben betrekking op de variabele GROWTHR_EL, de reële groei. In het derde scenario simuleren we met een reële groei van 2,25 % en in het vierde scenario met 0,25 %, de overige variabelen worden telkens constant gehouden. Ook hier is het derde scenario het positieve en het vierde het negatieve scenario.

Tabel 5.5: Exogene variabelen scenario 3 en 4

Periode 2011-2030	SCENARIO 3	BASELINE	SCENARIO 4
GEXNINT_EL	41 %	41 %	41 %
REV_EL	41 %	41 %	41 %
GROWTHR_EL	2,25 %	1,25 %	0,25 %
R_EL	1 %	1 %	1 %
INFL_EL	2 %	2 %	2 %
SFADJ_EL	0 %	0 %	0 %

Een stijging van de reële groei zorgt eveneens voor een stijging van de nominale groei, indien de inflatie constant wordt gehouden zoals in deze simulatie het geval is. Een stijging van GROWTHR_EL zorgt er vervolgens voor dat de totale overheidsschuld afneemt tot een 140 % in 2030. Voorts is er ook een stijging van de groei te merken, wat samenhangt met een daling van de schuld in procent van het BBP. Door de groei stijgt het inkomen sneller dan in de baseline en is er dus meer inkomen beschikbaar om dezelfde schuld te betalen. Dit noemt men ook het noemer-effect van de groei. Aangezien de schuld afneemt in de tijd, is dit uiteraard ook het geval voor de interestbetalingen op de schuld. De primaire balans blijft ongewijzigd en is dus in evenwicht. De lichte verbetering van de PFGAP_EL tot ongeveer 0 % is dus het resultaat van een hogere economische groei dan in de baseline. Dit is dus een puur 'macro-effect'. Aangezien de schuld daalt, daalt ook de risicopremie lichtjes wat op zijn beurt zorgt voor een daling van de langetermijn-interest. We zien tot slot ook dat de variabele INTGROWTHDIF_EL lichtjes daalt, wat het gevolg is van zowel een stijging van de nominale groei als een daling van de langetermijn-interest.

Een analyse van scenario 4 toont logischerwijs het omgekeerde aan. Een daling van de reële groei zorgt eveneens voor een daling van de nominale groei, een forse stijging van de totale overheidsschuld tot meer dan 240 % tegen 2030 en een daling van het lopend tekort tot maar liefst 14 %. In deze situatie is er duidelijk sprake van een positieve INTGROWTHDIF_EL en in de afwezigheid van een primair overschot betekent dit dat Griekenland zich hier in een explosieve schuldsituatie bevindt, wat we ook kunnen zien aan het dalend verloop van de PFGAP_EL. Deze scenario's laten dus duidelijk het belang zien van de economische groei voor de dynamiek van de Griekse overheidsfinanciën.



Figuur 5.4: Simulatie 1% hogere (Scen.3) en 1% lagere (Scen.4) GROWTHR, 2011-2030

5.3.4 Reële rentescenario's

De volgende simulaties die uitgevoerd worden gaan over de reële rente. Scenario 5 stelt een daling van de rente voor tot 0 %, scenario 6 een stijging tot 2 %. Het vijfde scenario is dus het positieve, het zesde het negatieve scenario.

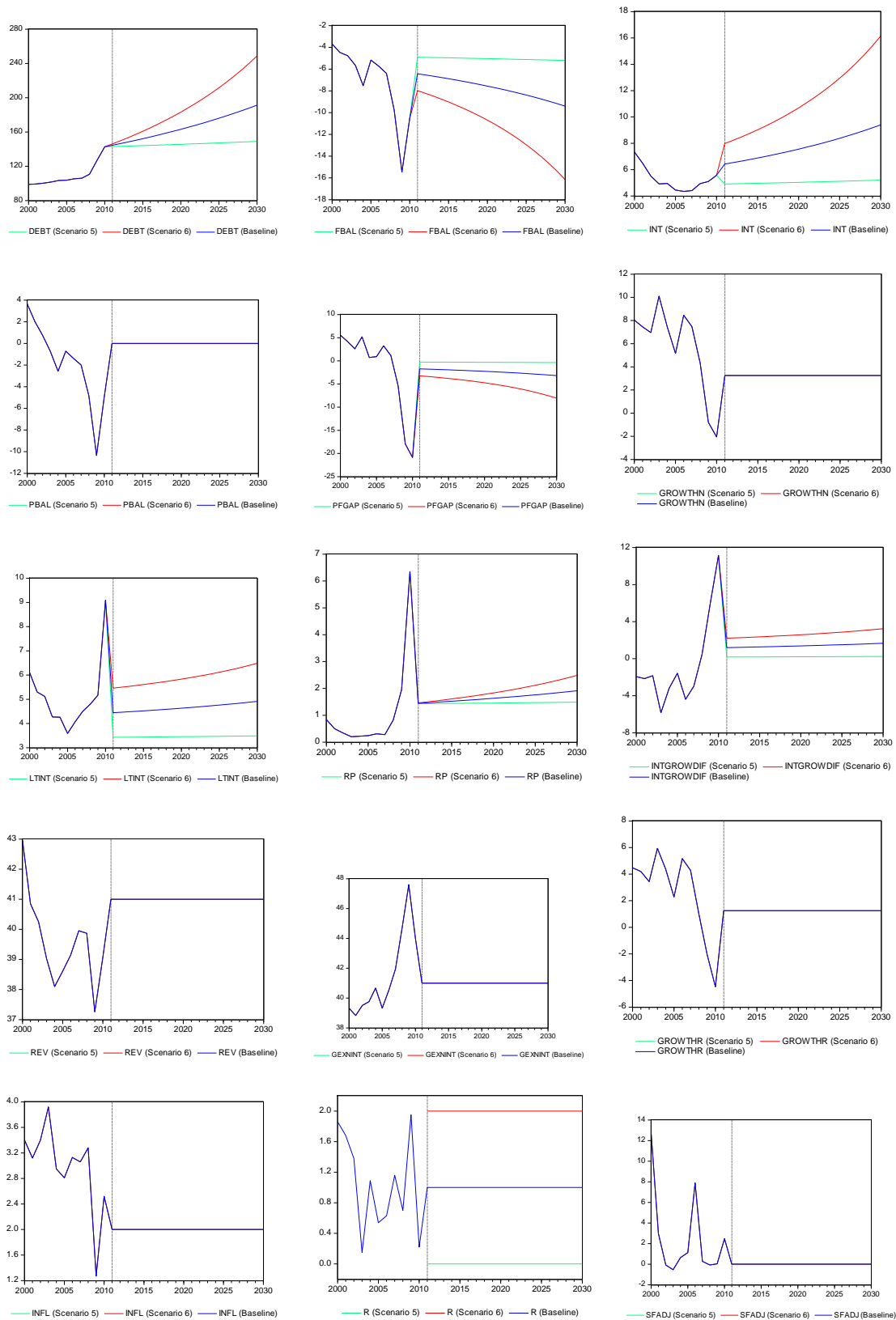
Tabel 5.4: Exogene variabelen scenario 5 en 6

Periode 2011-2030	SCENARIO 5	BASELINE	SCENARIO 6
GEXNINT_EL	41 %	41 %	41 %
REV_EL	41 %	41 %	41 %
GROWTHR_EL	1,25 %	1,25 %	1,25 %
R_EL	0 %	1 %	2 %
INFL_EL	2 %	2 %	2 %
SFADJ_EL	0 %	0 %	0 %

Uit de grafieken blijkt dat voor scenario 5 de langetermijn-interest gaat dalen als gevolg van een lagere reële rente, waardoor ook de interestbetalingen gaan dalen. De interestbetalingen zijn dus direct afhankelijk van de rente, wat we het primair effect kunnen noemen. Al de andere effecten zijn hiervan afgeleid. De totale uitgaven van de overheid dalen, wat op zijn beurt weer zorgt voor een verbetering van het lopende overheidssaldo (FBAL_EL). In 2030 zou Griekenland nog maar een tekort hebben van -5 % in plaats van -9 % onder het basisscenario. Zo neemt ook de totale overheidsschuld (DEBT_EL) af tot ongeveer 150 %.

Met betrekking tot scenario 6 kunnen uiteraard de omgekeerde effecten worden afgeleid. De langetermijn-interest zal stijgen doordat de reële rente stijgt. De interestbetalingen en de totale uitgaven van de overheid gaan eveneens stijgen. Hierdoor gaat het lopend overheidssaldo dalen en krijgen we een zeer drastisch overheidstekort van maar liefst 16 % tegen 2030.

De totale overheidsschuld zal ongeveer 240 % bedragen in 2030. Aangezien we ook hier weer een positieve waarde vaststellen voor de INTGROWTHDIF_EL en er geen primair overschot gecreëerd wordt, is er opnieuw sprake van een exploderend schuldscenario. Deze scenario's tonen duidelijk het belang van de rentestand op de Griekse schuld.



Figuur 5.5: Simulatie 1% lagere (Scen.5) en 1% hogere (Scen.6) reële rente, 2011-2030

5.3.5 Stock flow adjustment-scenario's

De scenario's hieronder geven een wijziging weer van de variabele SFADJ_EL. In scenario 7 bedraagt deze stock flow-adjustment -25 % van het BBP, in scenario 8 +25 % van het BBP. Deze aanpassing gebeurt enkel voor het jaar 2011, daarna neemt de variabele SFADJ terug zijn basiswaarde van nul aan. Een positieve SFADJ betekent dat de overheidsschuld sterker toeneemt dan hij zou moeten, gegeven het jaarlijkse overheidssaldo, een negatieve SFADJ betekent uiteraard het omgekeerde. Het zevende scenario is vervolgens het positieve scenario, het achtste het negatieve.

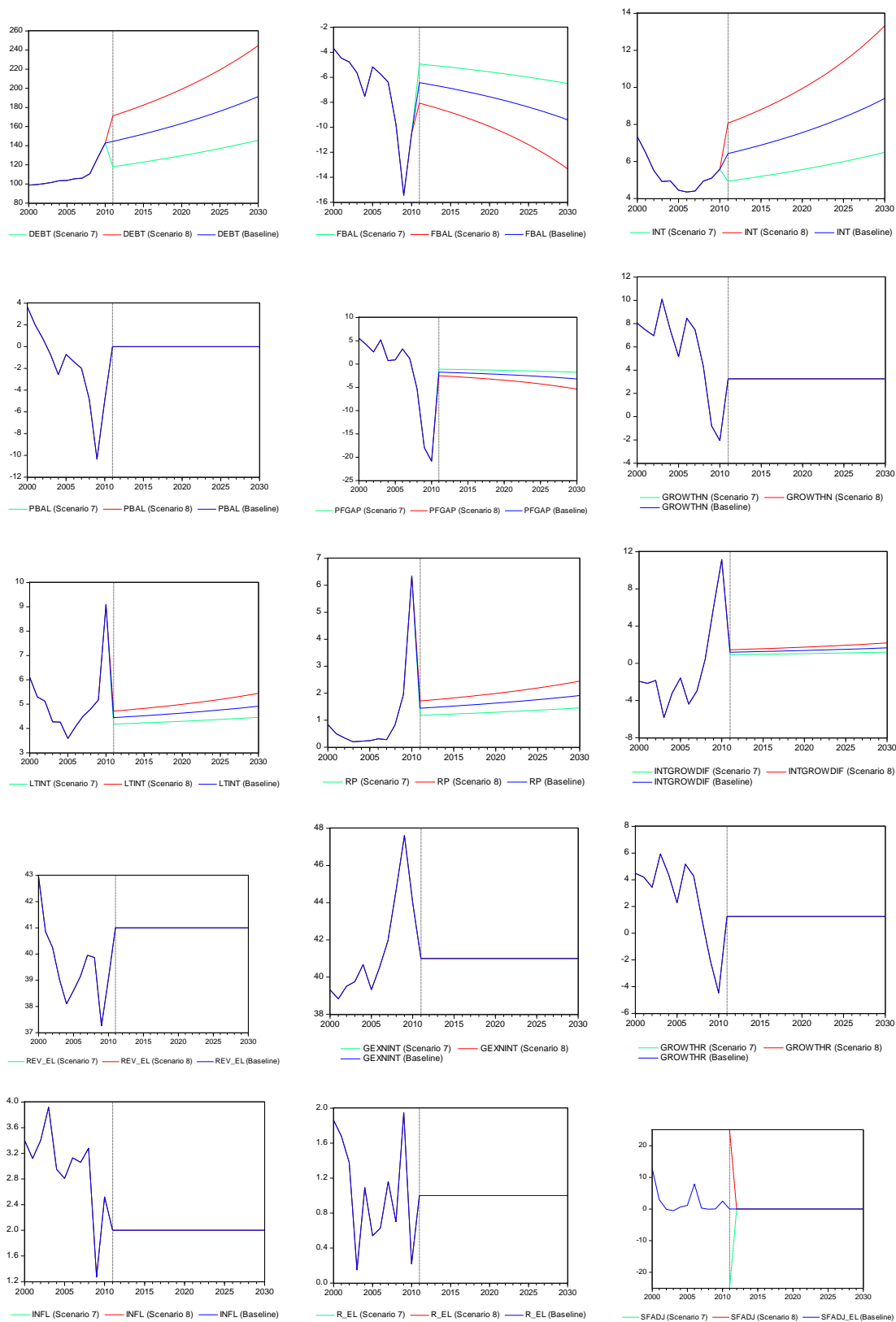
Tabel 5.7: Exogene variabelen scenario 7 en 8

Periode 2011-2030	SCENARIO 7	BASELINE	SCENARIO 8
GEXNINT_EL	41 %	41 %	41 %
REV_EL	41 %	41 %	41 %
GROWTHR_EL	1,25 %	1,25 %	1,25 %
R_EL	1 %	1 %	1 %
INFL_EL	2 %	2 %	2 %
SFADJ_EL	-25 % van het BBP	0 %	+25 % van het BBP

Deze stockflow-adjustment scenario's verdienen extra aandacht omdat men scenario 7 kan interpreteren als een vorm van schuldvermindering of sanering vergelijkbaar met de maatregelen uit het noodprogramma voor Griekenland, die reeds besproken zijn in hoofdstuk 3. Vandaar ook dat deze aanpassing eenmalig is, enkel voor 2011. Ook een grondige privatisering zorgt voor een situatie zoals scenario 7.

We kunnen in de grafieken van de schuld en de interestbetalingen duidelijk zien dat er tussen 2010 en 2011 een sprong gemaakt wordt. Door de eenmalige aanpassing springt de schuld en de interestbetalingen naar een nieuw startpunt van +25 % en -25 %. Een daling van de stock flow-adjustment variabele zorgt voor een daling van de risicopremie, een daling van de

interestbetalingen en hierdoor voor een verbetering van de fiscale balans. Uiteraard zorgt een positieve aanpassing van de SFADJ voor het omgekeerde effect. Ondanks dat dit een eenmalig operatie is, zijn er grote en langdurige effecten merkbaar omdat de schuld eigenlijk vanuit een nieuwe startwaarde vertrekt.



Figuur 5.6: Simulatie van -25% GDP (Scenario 7) en +25% GDP (Scenario 8) stock-flow adjustment, 2011-2030

5.3.6 Best case / worst case-scenario's

In de scenario's hieronder weergegeven worden alle positieve aanpassingen aan de variabelen van hierboven samengevoegd tot een "best case"-scenario 10, alsook alle negatieve aanpassingen tot een "worst case"-scenario 11. Al is de kans dat deze scenario's zich voordoen eerder onwaarschijnlijk, loont het toch de moeite om deze bedenkingen te maken. Men kan aan de hand van onderstaande grafieken een beter beeld vormen van wat het effect zou kunnen zijn als verschillende variabelen zich gelijktijdig zouden aanpassen in de positieve, respectievelijk negatieve zin.

In de tabel worden de verschillende veranderingen weergegeven. Uiteraard wordt de variabele REV_EL niet gelijktijdig met de variabele GEXNINT_EL verandert, omdat deze effecten elkaar zouden opheffen.

Tabel 5.8: Exogene variabelen scenario 9 en 10

Periode 2011-2030	SCENARIO 9	BASELINE	SCENARIO 10
GEXNINT_EL	40 %	41 %	42 %
REV_EL	41 %	41 %	41 %
GROWTHR_EL	2,25 %	1,25 %	0,25 %
R_EL	0 %	1 %	2 %
INFL_EL	2 %	2 %	2 %
SFADJ_EL	-25 % van het BBP	0 %	+25 % van het BBP

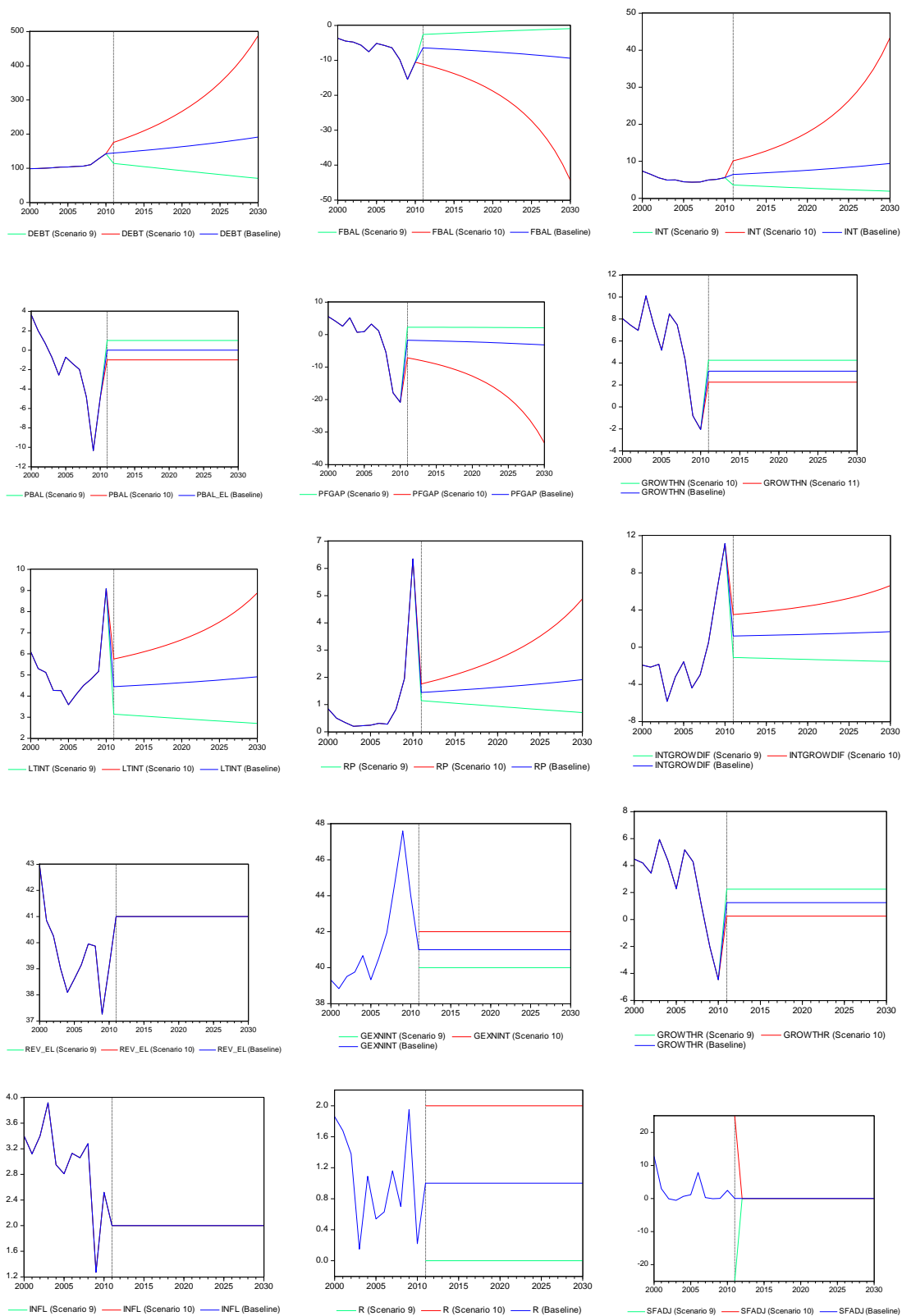
Allereerst is het opmerkelijk dat de negatieve aanpassingen een veel grotere wijziging met zich meebrengen op praktisch alle variabelen, dan de positieve aanpassingen. Dit is te wijten aan de kwadratische schuldterm. Als we de interestbetalingen nemen, weten we dat dit de som is van de langetermijn-interest en de schuld. Deze langetermijn-rente bestaat dan weer uit de reële rente, de inflatie en de risicopremie. De risicopremie bestaat dan uit α vermenigvuldigd met de schuld. Als we dit omzetten naar vergelijkingen bekommen we het volgende.

1. $INT = LTINT * DEBT$
2. $LTINT = R + INFL + RP$
3. $RP = \alpha * DEBT$

Als we dan in de tweede vergelijking de risicopremie invullen, krijgen we $LTINT = R + INFL + \alpha * DEBT$. Vervolgens vervangen we in de eerste vergelijking de langetermijninterest en krijgen we het volgende. $INT = (R + INFL + \alpha * DEBT) * DEBT$. Bij het vermenigvuldigen zorgt dit voor een kwadraat van de schuld, wat ervoor zorgt dat het negatieve scenario veel grotere aanpassingen vertoont. Deze uitleg heeft ook enkel betrekking op het scenario van de toenemende schuld. Bij afnemende schuld valt dit kwadratische effect weg.

Zo komen we bij het "worst case"-scenario uit op een overheidsschuld van maar liefst 500 % in 2030 en een lopend overheidstekort van 45 % van het BBP. Ook de interestbetalingen stijgen fors tot meer dan 40 %. De variabele $INTGROWTHDIF_EL$ is positief, wat betekent dat de interest groter is dan de groei. Samen met het primaire tekort zorgt dit voor een rentesnieuwbaaleffect. Hoge schuld zorgt voor hoge risicopremie, wat dan weer leidt tot hogere interestbetalingen, die leiden tot nog hogere schuld. Dit is dus duidelijk een schuldsituatie die zal escaleren. Dit kunnen we duidelijk zien aan het verloop van de $PFGAP_EL$ en van de $DEBT_EL$.

Het "best case"-scenario toont aan dat de overheidsschuld tegen 2030 zou teruggedrongen zijn tot een 70 %, wat zeer positief zou zijn, maar nog steeds niet onder de limiet van 60 % vooropgesteld in het verdrag van Maastricht. De interestbetalingen zouden na verloop van tijd praktisch nul bedragen.



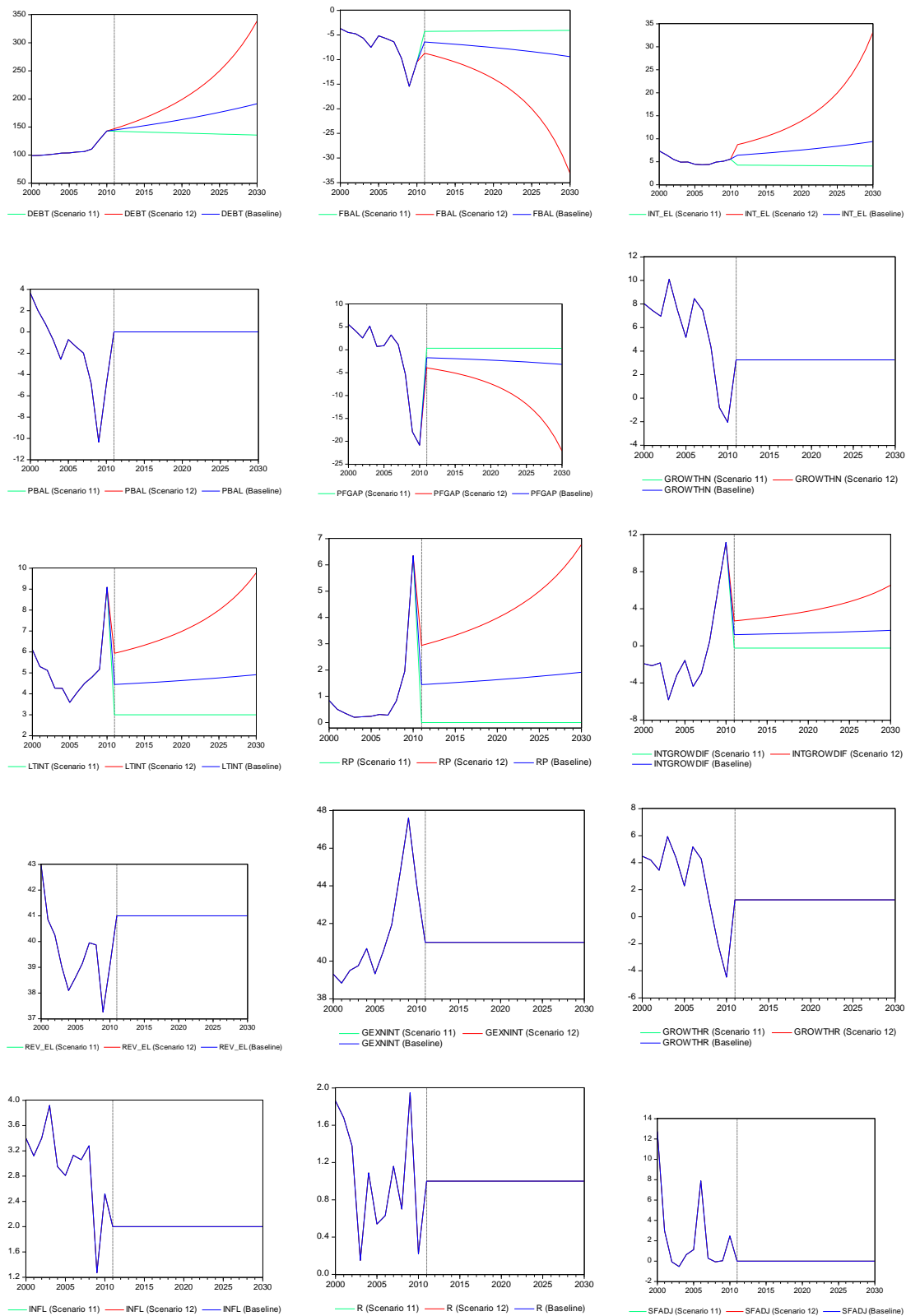
Figuur 5.7: Simulatie van "best case" (Scenario 9) vs "worst case" scenario (Scenario 10), 2011-2030

5.3.7 Risicopremie-scenario's

Tot slot de laatste reeks scenario's, namelijk die waarin de coëfficiënt α van de risicopremie veranderd wordt. Deze scenario's kunnen zich voordoen als de ratingbureaus een wijziging doorvoeren aan de kredietwaardigheid van Griekenland. Als de rating in de positieve zin wordt aangepast, zorgt dit voor een daling van α . Een aanpassing naar een lagere categorie zorgt voor een stijging van de coëfficiënt.

Dit zijn ietwat speciale scenario's aangezien de variabele RP_EL een endogene variabele is en we voorheen enkel aanpassingen gemaakt hebben aan exogene variabelen. In het model kan teruggevonden worden dat de vergelijking voor de risicopremie gelijk is aan een bepaalde coëfficiënt vermenigvuldigd met de overheidsschuld. Bij alle hierboven gemaakte scenario's was deze coëfficiënt steeds gelijk aan 0,01. Nu wordt er voor scenario 11 een zeer kleine aanpassing gedaan zodat de coëfficiënt gelijk is aan nul en er dus bijgevolg geen risicopremie is voor de hele periode van 2011 tot 2030. Voor scenario 12 wordt de coëfficiënt lichtjes verhoogd tot 0,02.

Wat onmiddellijk opvalt is dat de marginale veranderingen aan de coëfficiënt toch een zeer grote impact hebben op de variabelen, vooral bij het negatieve scenario. Dit komt omdat we door α te verhogen ervoor zorgen dat het effect van de kwadratische schuldterm nog meer toeneemt. Een stijging van α zorgt rechtstreek voor een stijging van de risicopremie, die op zijn beurt zorgt voor een stijging van de interestbetalingen en de schuld. De overheidsschuld loopt op tot bijna 350 % en er is een lopend tekort van bijna 35 % tegen 2030. Ook hier is er sprake van een explosief schuldsaldo aangezien INTGROWTDIF_EL positief is en er geen primair overschot gerealiseerd wordt. Bij het positieve scenario zien we dat de schuld terugloopt tot 125 % in 2030.



Figuur 5.8: Simulatie van $\alpha = 0$ (Scenario 11) en $\alpha 0.02$ (Scenario 12), 2011-2030

5.4 Conclusies met betrekking tot de scenario's

Aangezien uit de diverse scenario's verschillende conclusies getrokken kunnen worden, lijkt het mij nuttig om de belangrijkste hier nog eens op een rijtje te zetten.

De scenario's die de grootste impact hebben op de Griekse overheidsfinanciën zijn scenario 7 en 8 met een aanpassing van de SFADJ-variabele en scenario 11 en 12 met de verandering van de coëfficiënt van de risicopremie. Uiteraard laten we hier het best/worst case scenario even buiten beschouwing, aangezien hier verschillende aanpassingen gebeurd zijn en deze scenario's vanzelfsprekend een grotere impact hebben.

De negatieve scenario's hebben over het algemeen een grotere impact dan de positieve. Dit komt door de kwadratische schuldterm, die enkel opgaat voor een stijgende schuld. Uiteraard is dit effect in het ene scenario al groter dan het andere.

De scenario's van de risicopremie hebben ondanks de kleine aanpassing van de coëfficiënt een zeer grote impact. Dit zijn tevens de scenario's die zich voordoen indien er aanpassingen gebeuren door ratingbureaus aan de kredietwaardigheid van Griekenland. De overheidsschuld loopt op tot bijna 350 % en er is een lopend tekort van bijna 35 % tegen 2030. Ook is er sprake van een explosief schuldsaldo aangezien INTGROWTDIF_EL positief is en er geen primair overschot gerealiseerd wordt.

De SFADJ-scenario's vertonen duidelijk een grote impact op de schulddynamiek, zeker omdat er slechts een éénmalige aanpassing is gebeurd in 2011. De schuld en de interestbetalingen beginnen als het ware in een nieuw startpunt. We kunnen scenario 7 interpreteren als een vorm van schuldherstructurering of sanering of een grote privatisering van overheidsbedrijven. Een aanpassing van -25 % zal zorgen dat de schuld in 2011 een sprong maakt en uiteindelijk in 2030 zal eindigen rond een 140 %, wat zelfs lager is dan de situatie waarin we ons anno 2011 bevinden in de

baseline. Dit zet het positieve effect wat een schuldherschikking zou teweegbrengen, nog eens extra in de verf.

Het is toch wel de moeite waard om nog even aan te halen dat geen enkel scenario voldoet aan de criteria die in Maastricht zijn vooropgesteld voor de schuld en enkel het best case scenario voldoet voor het tekort. De kans echter dat het best case scenario zich zou voordoen, is vrij nihil.

Tot slot moet ook vermeld worden dat er geen scenario's gepresenteerd zijn voor aanpassingen aan de inflatie (INFL_EL). Tijdens het simuleren is gebleken dat de impact van een marginale verandering aan de inflatie zeer miniem is. Omwille hiervan wordt dit dan ook niet verder besproken.

6 Algemene conclusies en aanbevelingen

Na het doornemen van de literatuur en de scenario-analyses heeft er zich een duidelijker beeld gevormd van de Griekse schuldproblematiek. Het verhaal is complexer dan ik aanvankelijk had gedacht. De verschillende simulaties die in hoofdstuk 5 zijn uitgevoerd geven dit ook duidelijk weer. De samenhang tussen de variabelen is zeer sterk.

Ook duren de problemen in Griekenland langer dan verwacht. Toen ik met mijn thesis begon leek het alsof Griekenland op het diepste punt zat, maar nadien zijn de overheidsfinanciën nog verslechterd en was er zelfs een extra hulpprogramma in juli 2011 nodig.

Een van de belangrijkste conclusies die getrokken kunnen worden is dat de crisis deels vermeden had kunnen worden als Griekenland de euro niet had ingevoerd. Als er vroeger betalingsproblemen waren of men voelde in Griekenland aan dat men niet meer kon concurreren met West-Europese bedrijven, devalueerde men de drachme. Die mogelijkheid doet zich vandaag niet meer voor.

De economie van Griekenland, en eveneens van andere Middellandse landen was en is nog steeds van een ander niveau dan bijvoorbeeld de Duitse economie. Door al deze landen, met een verschillend economisch en monetair beleid samen te voegen en te laten betalen met één gemeenschappelijke munt, is eigenlijk om problemen vragen.

Blijven focussen op wat er destijds is misgegaan gaat de huidige problemen echter niet oplossen. Het is belangrijk dat Griekenland nu verschillende grote hervormingen doorvoert. Een grondige hervorming van het pensioenstelsel en van de administratieve overheid is essentieel. Ook een privatisering van heel wat overheidsbedrijven is noodzakelijk.

Het is niet enkel het overheidsapparaat dat verantwoordelijk is voor de crisis. Ook de mentaliteit van de Griekse bevolking heeft zijn aandeel. In Griekenland vindt men het vrij normaal dat in volle verkiezingsstrijd jobs worden uitgedeeld en dat men smeergeld moet betalen als men geholpen wilt worden in het ziekenhuis. Het zal zeer moeilijk zijn om deze vastgeroeste mentaliteit proberen te veranderen.

Tot slot is het cruciaal dat het Europees beleid voldoende flexibel is. Er moet voldoende controle uitgeoefend worden op ratingbureaus om ervoor te zorgen dat de beginselen van integriteit, transparantie, verantwoordelijkheid en goed bestuur in acht worden genomen

Ook het noodfonds of het European Financial Stability Facility is zeer belangrijk om andere landen in nood, zoals Portugal en Ierland te helpen. Dit is essentieel om besmettingsgevaar naar de gehele eurozone tegen te gaan.

Literatuurlijst

Chronologisch overzicht Europese schuldencrisis, De Morgen (januari 2010). Opgevraagd op 3 augustus 2011, via <http://www.demorgen.be/dm/nl/3324/Financiele-crisis/article/detail/1295600/2011/07/21/Chronologisch-overzicht-Europese-schuldencrisis.dhtml>.

Claessens, S. (1990). The Debt Laffer Curve: Some Estimates. *World Development*, 18, 1671-1677.

De Prest, E., Eugène, B., Van Meensel, I. (2010). De strategieën en maatregelen gericht op het saneren van de overheidsfinanciën. *Economische Tijd*. Nationale Bank van België.

Eijffinger, S. (2010). Het Griekse drama. *Banking & Finance*, 2, 13.

Eur-lex. 85/543/EEG: Beschikking van de Raad van 9 december 1985 betreffende een communautaire lening ten behoeve van de Helleense Republiek. Opgevraagd op 28 juni 2011, via <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:31985D0543:NL:HTML>.

European Commission. (2010). *The Economic Adjustment Programme for Greece*. Opgevraagd op 25 september 2010, via http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/occasional_paper/2010/op61_en.htm.

European Commission. *Occasional Paper 61: Economic Adjustment Programme for Greece, 2010*. Opgevraagd op 2 februari 2011 via http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/occasional_paper/2010/op61_en.htm.

Europese Commissie (2010, 6 juni). *Voorstel tot wijziging verordening (EG) nr 1060/2009 van het Europees Parlement en de Raad inzake ratingbureaus*. Opgevraagd op 5 mei 2011 via <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2010:0289:FIN:NL:PDF>.

International Monetary Fund. (2002) *External debt and growth*. Opgevraagd op 13 mei 2011 via <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2002/06/pattillo.htm>.

International Monetary Fund. (2010). *Greece: First Review Under the Stand-By Arrangement*. Opgevraagd op 20 september 2010, via <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2010/cr10286.pdf>

Matthijs, H., Naerts, F., Vuchelen, J. (2007). *Handboek openbare financiën*. Intersentia uitgevers nv.

NRC Handelsblad. (2009, 1 oktober). *Griekse statistieken*. Opgevraagd op 5 augustus 2011 via <http://weblogs.nrc.nl/commentaar/2009/10/21/griekse-statistieken/>.

Pattillo, C., Poirson, H., Ricci, L. (2002) External Debt and Growth. *Finance & Development*, 39.

The EEAG Report on the European Economy 2011. Opgevraagd op 3 augustus 2011, via <http://www.cesifo-group.de/portal/pls/portal/docs/1/1201535.PDF>.

Transparency International. *Tackling corruption in Greece*. Opgevraagd op 12 augustus 2011 via http://www.transparency.org/news_room/in_focus/2011/tackling_corruption_in_greece.

Transparency International. *The Annual Survey on Corruption in Greece*. Opgevraagd op 12 augustus 2011 via http://www.transparency.org/news_room/in_focus/2011/tackling_corruption_in_greece.

Treanor, J. (2010, 28 april). Debt crisis: UK banks sitting on £100bn exposure to Greece, Spain and Portugal. *The Guardian*. Opgevraagd op 28 oktober, 2010, via <http://www.guardian.co.uk/business/2010/apr/28/debt-turmoil-bank-crisis-fears>.

Van Poeck, A. (2007). *Economische politiek. Principes en ervaringen*. Maklu Uitgevers.

Vervenne, W. (2010, 20 oktober). Crisis kost elke Belg 2.100 euro. *De Tijd*, p.1.

Video Panorama: Neurozone. Opgevraagd op 2 februari 2011 via <http://video.canvas.be/panorama-zondag-2-januari>.

Von Hagen, J. (2004). *What do deficits tell us about debt? Empirical evidence on creative accounting with fiscal rules in the EU.* Opgevraagd op 13 mei 2011, via <http://www.bundesbank.de/download/volkswirtschaft/dkp/2004/200438dkp.pdf>.

Bijlage

**Table 1. Disbursements under the economic adjustment programme
(EUR billion)**

Past disbursements					
	Euro-area Member States		IMF		Total
1st tranche	18 May 2010	14.5	12 May 2010	5.5	20.0
2nd tranche	13 September 2010	6.5	14 September 2010	2.5	9.0
3rd tranche	19 January 2011	6.5	21 December 2010	2.5	9.0
4th tranche	16 March 2011	10.9	16 March 2011	4.1	15.0
Total past disbursements		38.4		14.6	53.0
Planned disbursements					
	Euro-area Member States		IMF		Total
5th tranche	July 2011	8.7	July 2011	3.3	12.0
6th tranche	September 2011	5.8	September 2011	2.2	8.0
7th tranche	December 2011	3.6	December 2011	1.4	5.0
8th tranche	March 2012	7.3	March 2012	2.7	10.0
9th tranche	June 2012	4.4	June 2012	1.6	6.0
10th tranche	September 2012	4.4	September 2012	1.6	6.0
11th tranche	December 2012	1.5	December 2012	0.5	2.0
12th tranche	March 2013	4.4	March 2013	1.6	6.0
13th tranche	June 2013	1.5	June 2013	0.5	2.0
Total planned disbursements		41.6 *		15.4	57.0
Total programme					110.0

* Original amount to be provided by the euro-area Member States, as agreed in May 2010. The total amount available under the loan facility agreement (LFA) may be lower. This is because Slovakia decided not to participate in the LFA while Ireland and Portugal have stepped down from the facility as these two countries requested financial assistance themselves. This situation of these three countries reduced the facility by EUR 2.7 billion.

Source: Commission services and IMF.

Auteursrechtelijke overeenkomst

Ik/wij verlenen het wereldwijde auteursrecht voor de ingediende eindverhandeling:

De Griekse schuldencrisis: een analyse van oorzaken en mogelijke scenario's

Richting: **master in de toegepaste economische wetenschappen-beleidsmanagement**

Jaar: **2011**

in alle mogelijke mediaformaten, - bestaande en in de toekomst te ontwikkelen - , aan de Universiteit Hasselt.

Niet tegenstaand deze toekenning van het auteursrecht aan de Universiteit Hasselt behoud ik als auteur het recht om de eindverhandeling, - in zijn geheel of gedeeltelijk -, vrij te reproduceren, (her)publiceren of distribueren zonder de toelating te moeten verkrijgen van de Universiteit Hasselt.

Ik bevestig dat de eindverhandeling mijn origineel werk is, en dat ik het recht heb om de rechten te verlenen die in deze overeenkomst worden beschreven. Ik verklaar tevens dat de eindverhandeling, naar mijn weten, het auteursrecht van anderen niet overtreedt.

Ik verklaar tevens dat ik voor het materiaal in de eindverhandeling dat beschermd wordt door het auteursrecht, de nodige toelatingen heb verkregen zodat ik deze ook aan de Universiteit Hasselt kan overdragen en dat dit duidelijk in de tekst en inhoud van de eindverhandeling werd genotificeerd.

Universiteit Hasselt zal mij als auteur(s) van de eindverhandeling identificeren en zal geen wijzigingen aanbrengen aan de eindverhandeling, uitgezonderd deze toegelaten door deze overeenkomst.

Voor akkoord,

Polling, Ine

Datum: **23/08/2011**