

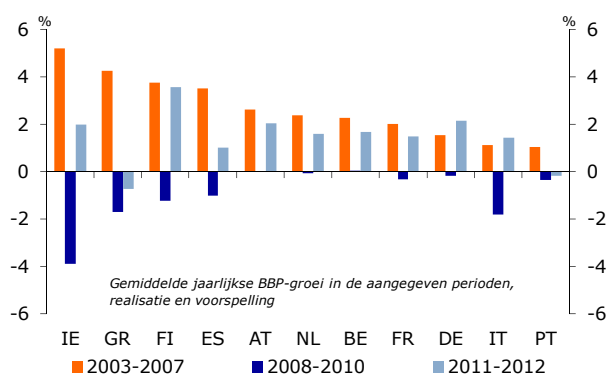
Portugal

Structurele zwakte

De Portugese economie is maar beperkt geraakt door de wereldwijde recessie en heeft niet te kampen met de nasleep van een geknapte vastgoedbubbel. De overheidsfinanciën zijn zwakker dan gewenst, maar lang niet zo slecht als in

sommige andere Europese landen. Toch maken beleggers zich zorgen. Kijkend naar de al bestaande structurele zwaktes en de zeer grote buitenlandse schuld van het land als geheel zijn die zorgen goed te begrijpen.

Figuur 1: Beperkte recessie, maar lage groei



Bron: NIESR, Rabobank

Terug in recessie

In het vierde kwartaal van 2010 daalde het volume van het Portugese BBP met 0,3% ten opzichte van het kwartaal ervoor. Wij verwachten dat de krimp van het BBP in de eerste helft van 2011 doorzet, waardoor Portugal weer terugvalt in recessie. In de eerste plaats omdat het consumentenvertrouwen sinds het najaar van 2009 gestaag is gedaald en eind

2010 weer terug was op het dieptepunt dat in de ergste fase van de mondiale recessie werd behaald. De daling van de consumptieve bestedingen in de tweede helft van 2010 zal dan ook doorzetten in de eerste helft van 2011. Ook al omdat de werkloosheid erg hoog is en de kans op banenherstel op korte termijn gering.

Verder is afgelopen januari een aantal bezuinigingsmaatregelen doorgevoerd om het begrotingstekort verder terug te dringen. Het BTW-tarief ging omhoog, de ambtenarenlonen omlaag en de pensioenen zijn bevroren. De bezuinigingen beperken via lagere overheidsbestedingen ook direct de economische groei. Daarnaast zal het bedrijfsleven weinig aanleiding zien om extra investeringen te doen. Er is nog veel onbenutte productiecapaciteit en de vooruitzichten voor de binnenlandse vraag zijn slecht. De exportgroei zal dit slechts in beperkte mate kunnen compenseren, zeker omdat de loongroei in Portugal zich erg traag aan de economische omstandigheden aanpast. Ten slotte heeft het bankwezen moeite om in zijn financieringsbehoefte te voorzien, waardoor de bedrijven die wel willen investeren moeite zullen hebben om aan krediet te komen. Al met al zijn de economische vooruitzichten voor het komende jaar in Portugal niet goed.

In de afgelopen drie jaar hield de Portugese economie juist nog redelijk stand. Gezien de gemiddelde groei in 2008-2010 hoort Portugal bij de beter presterende landen van het eurogebied (figuur 1). De impact van de relatief milde recessie op de werkloosheid was evenwel aanzienlijk. Het werkloosheidspercentage steeg van 7,5% in het eerste kwartaal van 2008 naar 11,1% in het derde kwartaal van 2010. In de Rabobank Visie op 2011 illustreerden wij dat dit te wijten is aan een beperkte flexibiliteit op de arbeidsmarkt.

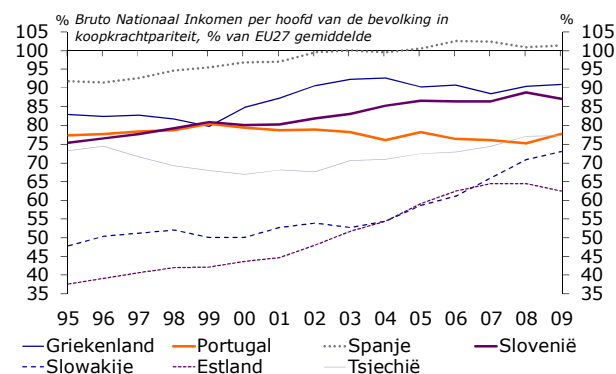
Portugal

Structurele achterblijver

Hoewel Portugal in de jaren 2008-2010 dus relatief goed presteerde, was het land in de jaren voorafgaand aan de wereldwijde recessie juist een achterblijver in Europa. Naar onze verwachting zal Portugal in 2011-2012 weer naar de staart van het Europese peloton afzakken (figuur 1). Door het achterblijven van de economische groei is het nationale inkomen per hoofd van de bevolking in Portugal ondanks jaren van Europese economische integratie en deelname aan de euro nog steeds aanzienlijk lager dan het EU27-gemiddelde (figuur 2). Alle Europese subsidies en de fors lagere rente door deelname aan de euro ten spijt is Portugal er niet in geslaagd om zich economisch op te werken naar het Europese gemiddelde niveau. De ervaring van Slovenië laat zien hoe het ook had kunnen gaan. Het inkomen per persoon was daar in 1995 ongeveer gelijk aan dat van Portugal. Maar in 2009 had het land een flinke voorsprong genomen op Portugal. Slowakije en het nieuwste eurozonelid Estland hebben sinds 1995 ook een indrukwekkende convergentie laten zien.

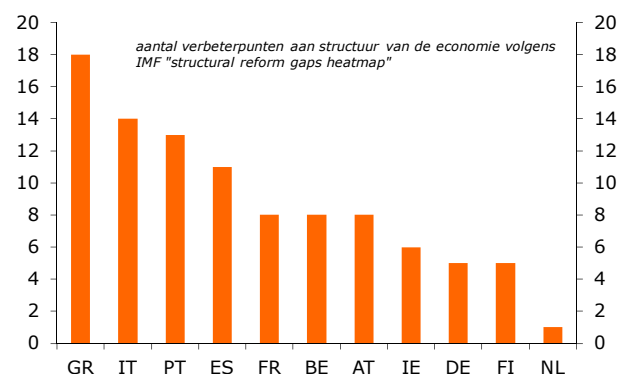
Het structureel achterblijven van Portugal heeft te maken met een gebrek aan structurele hervormingen. Er is veel wet- en regelgeving die het functioneren van de economie beperkt en er is te weinig geïnvesteerd in infrastructuur, onderwijs en innovatie. Bovendien zorgt de bescherming van werknemers ervoor dat de flexibiliteit op de arbeidsmarkt zeer beperkt is. Dit heeft geleid tot een hoge loongroei in verhouding tot de groei van de arbeidsproductiviteit en maakt aanpassing van de economie van krimpende naar groeiende sectoren moeilijk. Figuur 3 laat voor een aantal landen zien op hoeveel punten er volgens het IMF aanpassingen nodig zijn in de structuur van de economie. Het gaat daarbij om de flexibiliteit van de arbeidsmarkt, wet- en regelgeving met betrekking tot het starten van een bedrijf, het opleidingsniveau van de beroepsbevolking en de kwaliteit van de infrastructuur en innovatie. In Portugal valt veel te verbeteren.

Figuur 2: Portugal mist inhaalslag



Bron: Reuters EcoWin

Figuur 3: Structurele zwakte



Bron: IMF, Rabobank

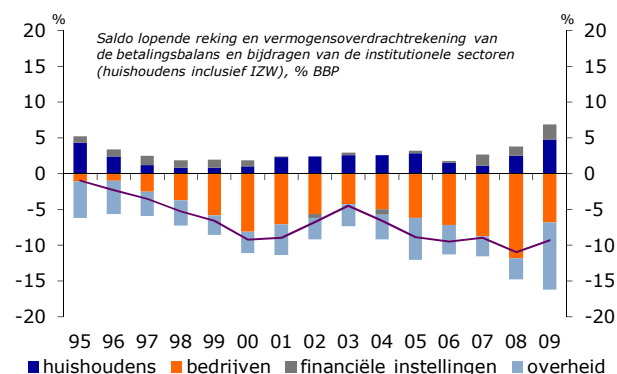
Portugal

Niet meer investeren maar wel meer lenen

Naast de structurele zwakte van de economie is er sinds 2000 nauwelijks nog een stijging geweest van de investeringen in vaste activa. Het uitbreiden van de voorraad gebouwen en machines zou bij hebben kunnen dragen aan een hogere economische groei. Dat dit ondanks de door de eurodeelnamen sterk gedaalde rente niet is gebeurd, mag worden beschouwd als een gemiste kans. Dat wil overigens niet zeggen dat die lage rente niet gebruikt is om meer schulden aan te gaan. Het land als geheel is namelijk steeds meer van het buitenland gaan lenen (figuur 4). De overheid geeft al jarenlang meer uit dan er aan belastingen binnenkomt. De sterke verslechtering van het saldo op de lopende- en vermogensoverdrachtrekening van de betalingsbalans is echter veroorzaakt door de steeds grotere vraag naar externe financiering door de bedrijven. In de tweede helft van de jaren negentig was dit nog het gevolg van een toename van de bedrijfsinvesteringen. Maar sinds 2003 zijn bedrijven steeds meer schulden aangegaan zonder dat hier een even grote toename van de investeringen mee gepaard ging. Nadere inspectie van de inkomsten en uitgaven van het Portugese bedrijfsleven wijst op drie oorzaken (figuur 5).

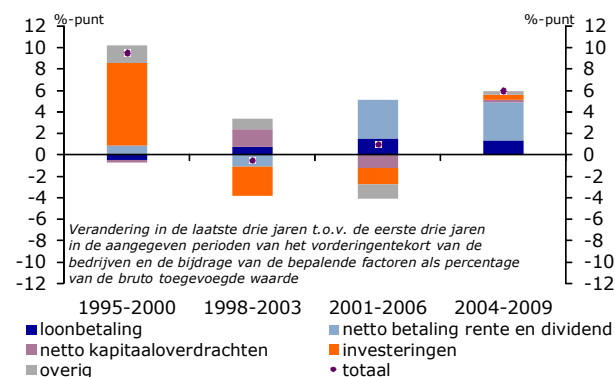
Ten eerste nam het bruto bedrijfsresultaat als gevolg van een sterke loongroei af van ruim 38% van de toegevoegde waarde in 2002 tot 35% in 2008. Ten tweede is van de toegevoegde waarde verminderd met loon- en rentebetaling een steeds groter deel in dividend uitbetaald. Het uitbetaalde dividend nam van minder dan 30% in 2002 gestaag toe tot meer dan 70% in 2008. Men heeft er dus voor gekozen om de investeringen voor een steeds kleiner deel met eigen middelen te financieren. Ten derde stegen vanaf 2005 de rentebetalingen op eerder aangegane schuld sterk. Door het toegenomen gebruik van externe financiering is het Portugese bedrijfsleven erg gevoelig geworden voor veranderingen in de rente. De gestegen rentelasten na 2005 laten dit duidelijk zien. Meer in het algemeen geldt dat bij een tegenvallend rendement op investeringen de rente en

Figuur 4: Grote tekorten bij bedrijven en overheid



Bron: Reuters EcoWin

Figuur 5: Lenen voor loon, rente en dividend

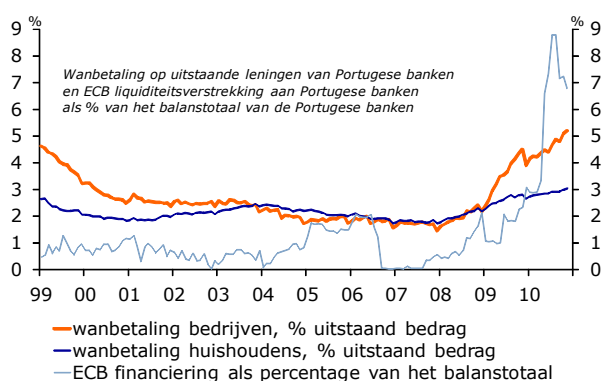


Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

Portugal

aflossing toch moeten worden betaald. In dat geval kunnen de dividendbetalingen of de loonbetalingen dalen. Dat lost het probleem echter niet op, maar verschuift het naar de huishoudens, die hun besteedbaar inkomen dan zien dalen.

Figuur 6: Problemen in het bankwezen



Bron: Reuters EcoWin, ECB, Rabobank

Bankwezen de zwakste schakel

Het Portugese bankwezen is een belangrijke schakel tussen de buitenlandse beleggers en de Portugese huishoudens en bedrijven. Zij lopen daardoor in eerste instantie de risico's die gepaard gaan met de ongelukkige macro-economische schuldpositie. De recessie van 2009 heeft voor een toename van het aantal wanbetalingen gezorgd. En tijdens de Griekse en Ierse schuldencrises hebben beleggers zich nadrukkelijk ook teruggetrokken uit de Portugese banken, die daardoor een steeds groter deel van hun financiering van de Europese Centrale Bank hebben moeten betrekken

(figuur 6). De nieuwe recessie zal voor een verdere toename van het aantal wanbetalingen zorgen. Deze situatie leidt ook tot een verhoogd risico voor de overheidsfinanciën. Beleggers verwachten dat als grote banken in de problemen komen de overheid bij zal springen, zoals dat in Ierland en Spanje eerder al gebeurde. Daardoor kan de staatsschuld snel verder toenemen. Zo komen de risico's van de nationale schuldpositie uiteindelijk grotendeels terecht op de schouders van de overheid.

Aanpassing heeft tijd nodig

Hoewel het tekort op de lopende rekening van de betalingsbalans dit jaar verder zal verminderen, blijft Portugal nog ruim boven zijn stand leven. De nationale schuld wordt daardoor verder opgebouwd. Bovendien wordt er nog weinig gedaan aan het versterken van de economische structuur. Zolang de omvangrijke schuldpositie blijft bestaan en het land er niet in slaagt de economische structuur te verbeteren, blijven de risico's die daarmee gepaard gaan ook bestaan. Het zal voor de Portugese overheid moeilijk worden om op korte termijn een oplossing te vinden voor de schuldpositie die gedurende vele jaren is opgebouwd. Bijgevolg zal het ook lastig zijn om beleggers te overtuigen van de soliditeit van de overheidsfinanciën. Het is dan ook waarschijnlijk dat het land uiteindelijk financiële hulp nodig zal hebben van de Europese partners. Dit zal het aanpassingsproces en de structurele hervormingen versnellen, zoals dat nu al in Griekenland gebeurt. Hoewel dat op korte termijn voor een diepere recessie zal zorgen, zou dit voor Portugal op langere termijn de beste oplossing zijn. Zonder pijnlijke maatregelen zal het aanpassingsproces langzaam verlopen en blijft het land sterk afhankelijk van externe financiering. In dat geval blijft ook het risico op een financiële crisis bestaan.

Tim Legierse
T.Legierse@rn.rabobank.nl