

Balansversterking in periferie Europa

Voor het huidige jaar verwachten we slechts een gematigde voortzetting van het economische herstel voor Europa als geheel. Een belangrijke reden hiervoor vormen de pogingen tot tekortreductie die sinds de crisis in de Europese periferie plaatsvinden. De gapende gaten in de overheidsbegrotingen van een aantal lidstaten geven aanleiding tot harde bezuinigingen, die de economische groei remmen. Ook de private sector in deze regio heeft echter het afgelopen decennium een forse schuld aan het buitenland opgebouwd. Afbouw daarvan kan de komende jaren het Europese economische herstel blijven remmen.

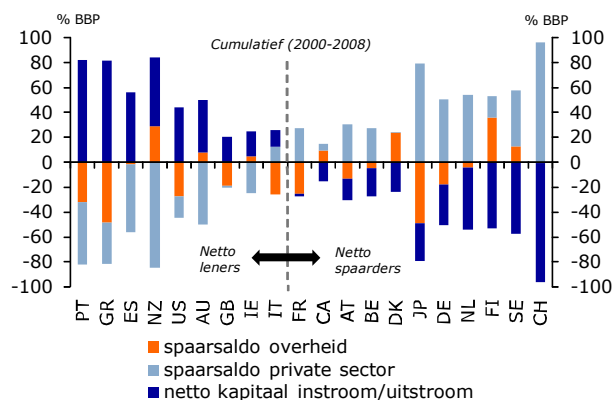
Europese periferie bouwt forse netto schulden op

Forse onbalansen op de lopende rekening van de betalingsbalans (het nationale spaarsaldo) zijn niet enkel aan de VS en China voorbehouden. Binnen Europa kenden de landen in de periferie (GIPS)¹ namelijk structurele tekorten op hun lopende rekening, waardoor er een structurele kapitaalstroom plaatsvond van Noord-Europa naar de GIPS. Vooral in Portugal en Griekenland is gedurende het afgelopen decennium een grote externe schuld opgebouwd, met name bij de overheid. Alle GIPS-landen kenden daarnaast een forse schuldopbouw in de private sector (figuur 1). Sinds de crisis lieten wereldwijd vrijwel alle overheden de tekorten (verder) oplopen om de financiële sector te ondersteunen en de private sector te stimuleren. De GIPS-landen lieten zich hierin niet onbetuigd (figuur 2).² De buitenlandse financieringsbehoefte van de private sector nam hierbij af. Deze omslag geeft aan dat er via automatische stabilisatoren een wederzijdse invloed kan bestaan tussen tekort- en uiteindelijk ook schuldposities van de overheid en de private sector. De huidige discussie in de markt spitst zich met name toe op de hoge overheidsschuld; de private sector blijft hierdoor onderbelicht. Deze private schuldpositie zullen we in dit artikel nader bekijken.

¹ De focus in dit artikel ligt op de GIPS, hier: Griekenland, Ierland, Portugal en Spanje.

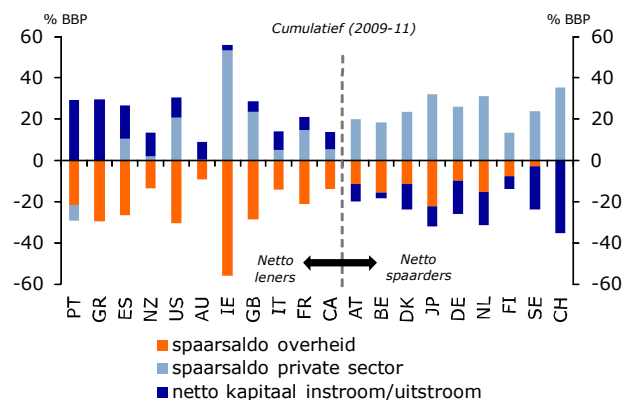
² Voor nadere informatie over de opbouw van overheidsschuld: Kamalodin, S. (2010), *The return of sovereign risk in the industrialized world*. Rabobank Special 2010/3.

Figuur 1: Schuldopbouw GIPS in perspectief



Bron: OECD, Reuters EcoWin

Figuur 2: Overheden stapten in sinds de crisis



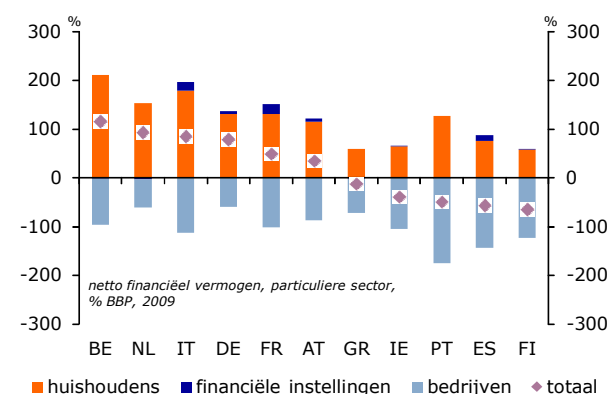
Bron: OECD, Reuters EcoWin

Focus

Vermogensposities private sectoren onder de loep

Figuur 3 toont de netto financiële vermogenspositie (totale bezittingen minus totale verplichtingen) van huishoudens, financiële instellingen en bedrijven in

Figuur 3: Netto financieel vermogen private sector



Bron: Eurostat, Reuters EcoWin

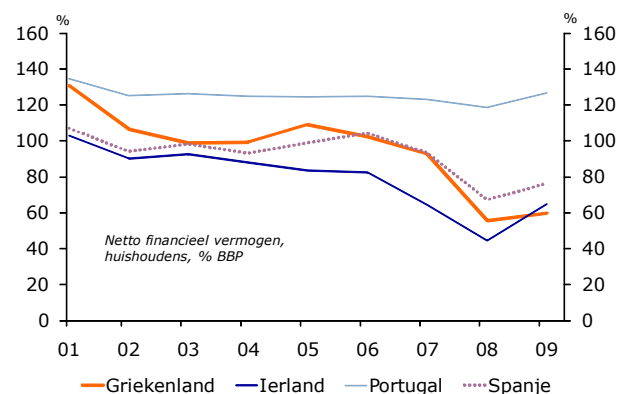
Europese landen. De som van de netto financiële vermogensposities van deze drie sectoren geeft aan of de private sector van een land als geheel per saldo een debiteur is (als het negatief is) of een crediteur (als het positief is). Bedrijven hebben doorgaans relatief veel niet-financiële bezittingen (gebouwen, machines) ten opzichte van hun financiële verplichtingen en hebben daarmee een negatief financieel vermogen. Huishoudens hebben doorgaans een positief financieel vermogen en stellen dit in de vorm van leningen ter beschikking aan onder andere bedrijven, al dan niet via financiële instellingen. Financiële instellingen hebben als intermediair vrijwel evenveel financiële verplichtingen als vorderingen. Figuur 3 geeft

aan dat de private sectoren van Ierland, Spanje en Portugal, landen waarvan de overheidsschuld sinds vorig jaar kritisch wordt gevolgd, een negatieve financiële vermogenspositie hebben. Griekenland is de uitzondering, wat aangeeft dat de internationale schuldpositie van dit land primair de overheid betreft.³

Figuren 4 en 5 geven voor de GIPS weer hoe het netto vermogen van respectievelijk huishoudens en bedrijven zich het afgelopen decennium ontwikkelde. Voor de crisis is, met Portugal als uitzondering, het positieve vermogen van de huishoudens aanzienlijk gedaald. Bij bedrijven is de negatieve vermogenspositie vrij constant gebleven; alleen in Spanje nam deze wel fors toe.

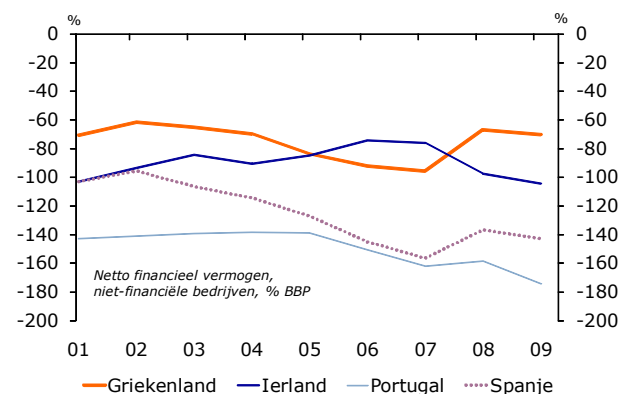
³ Zie ook: Legierse, T. (2011), *Ik ben de ander niet*, Rabobank Special Report, 2011/3.

Figuur 4: Huishoudens starten vermogensherstel



Bron: Eurostat, Reuters EcoWin

Figuur 5: Bedrijven houden schuld gelijk



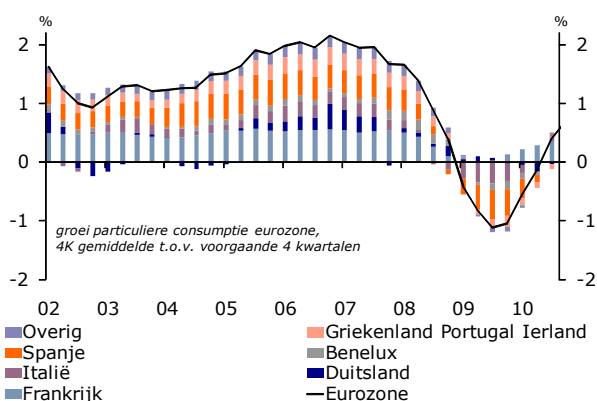
Bron: Eurostat, Reuters EcoWin

Focus

In de jaren voor de crisis zijn bedrijven weliswaar meer gaan lenen, maar de opgebouwde financieringsafhankelijkheid van het buitenland kan voor een belangrijk deel worden verklaard door de afgenomen mogelijkheid om zich binnenlands

te financieren via spaaroverschotten van huishoudens. Sinds de crisis heeft binnen de private sector echter vermogensopbouw plaatsgevonden.⁴ Het negatieve financiële vermogen van bedrijven verslechterde weliswaar nog in 2009. Huishoudens daarentegen bouwden hun netto vermogens op, via waardeherstel van de financiële bezittingen, maar ook simpelweg doordat meer uit het inkomen werd gespaard.

Figuur 6: Consumptiegroei in Europa



Bron: Rabobank, Reuters EcoWin

Balansversterking treft conjunctuur

Het spaargedrag van huishoudens kan deels worden verklaard door de diepe recessie. De hoge werkloosheid en dalende koopkracht maken consumenten terughoudend met het doen van grote uitgaven. Ook de beperkte

binnenlandse kredietverlening kan hierbij een rol spelen. Dit is een wenselijke ontwikkeling als we kijken naar de financiële gezondheid van de landen op de middellange termijn. De keerzijde is echter dat de consumptiegroei in deze landen volledig tot een halt is gekomen. Het effect hiervan op de Europese conjunctuur is substantieel, zeker als men zich realiseert dat de Europese periferie voorafgaand aan de crisis een belangrijke motor was van Europese consumptiegroei (figuur 6). De lagere consumptiegroei loopt via een geringere invoerbehoefte over naar het buitenland, met negatieve gevolgen voor de intra-Europese handel. Ook de Noord-Europese landen worden op deze manier geraakt door de vermogenswederopbouw in de periferie. Een verzachtend effect voor de Europese uitvoer is overigens dat de euro onder druk is komen te staan als gevolg van de onrust rond de (overheids-)schuld van de GIPS. Al moet hierbij worden opgemerkt dat de nadelige materiële gevolgen van balansversterking in de Europese periferie blijven bestaan als de onrust in de financiële markten rondom Europa en de euro gedurende het jaar afzwakt (en de euro verder zou stijgen).

Hoe de komende jaren verder?

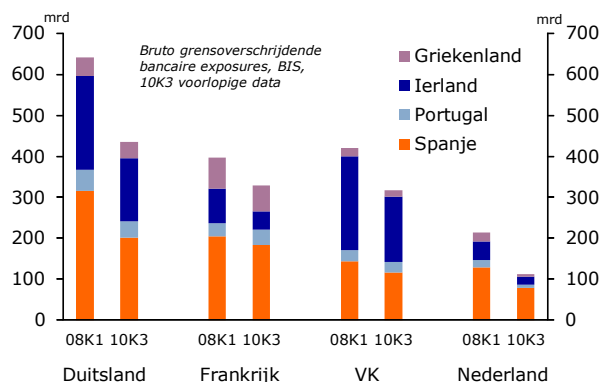
Een netto schuldpositie van de bedrijvensector is niet per definitie aanleiding om schuld te gaan afbouwen. Zolang er vertrouwen is in de terugverdien capaciteit van de sector, kan schuld zelfs verder worden vergroot. Er wordt echter wel een financieringsafhankelijkheid opgebouwd. En wanneer het vertrouwen in de terugverdien capaciteit beschadigd raakt, moet het bedrijfsleven dat idealiter

⁴ Recente lopende rekening data tonen dat deze trend gedurende 2010 heeft doorgezet.

Focus

herstellen door zijn concurrentievermogen te verbeteren, in prijs of kwaliteit of een combinatie van beiden. Op zowel de buitenlandse (via extra uitvoer) als de binnenlandse (via lagere invoer) markten kan het bedrijfsleven dan beter concurreren met buitenlandse aanbieders. Het

Figuur 7: Bankexposures worden kleiner



Bron: BIS, Rabobank

aanpassingsproces is doorgaans echter pijnlijk en langdurig en de (her-)financiering die in de tussentijd nodig is, blijft lastig en brengt aanzienlijke conjuncturele risico's met zich mee. Stel dat de huishoudens in de Europese periferie meer sparen, opdat zij het nationale bedrijfsleven in grotere mate kunnen financieren. Dat is op de lange termijn wenselijk maar heeft negatieve bijwerkingen op de economische vooruitzichten in Europa. Er zijn namelijk grootschalige extra besparingen nodig, waardoor de consumptie gedurende een aantal jaren zeer sterk onder druk komt te staan.

Bovendien is er een gerede kans dat de spaaromslag van huishoudens onvoldoende blijkt en dat het bedrijfsleven afhankelijk blijft van buitenlandse financiering. De financieringsbehoefte van de perifere private sectoren is namelijk zeer groot. Dan is het noodzakelijk dat de (her-)financiering vanuit het buitenland op gang blijft, zodat de kredietkraan, deels via Zuid-Europese banken, open kan blijven staan. Het is echter de vraag in welke mate bijvoorbeeld Noord-Europa bereid is om uitzettingen, die de komende jaren vervallen, te herfinancieren. Figuur 7 geeft een indicatie dat deze herfinanciering niet vanzelfsprekend is, hoewel een deel van de afname van de grensoverschrijdende bankposities op de Europese periferie naast actieve schuldafbouw kan zijn veroorzaakt door afwaardering en ECB-ingrepen. Het blijft dus cruciaal dat een voldoende geloofwaardige beleidsommezwaai wordt gemaakt, om het vertrouwen in de terugverdien capaciteit te herstellen.

Conclusie

De Europese periferie kent naast een hoge overheidsschuld ook een private sector die het afgelopen decennium een forse netto schuldpositie heeft opgebouwd. In de groeiende financieringsbehoefte van het bedrijfsleven kon in steeds mindere mate worden voldaan door de huishoudens, die zelf meer consumeerden en minder spaarden. Hoewel de Europese periferie onderling aanzienlijk verschilt, zijn de huishoudens er sinds de crisis gestart met de wederopbouw van de vermogens. De effecten voor de Europese conjunctuur hangen af van de mate waarin buitenlandse kredietverstrekkingen bereid zijn om de private sector de tijd te geven door verbetering van de concurrentiepositie de afhankelijkheid van buitenlandse financiering te verkleinen.

Michiel Verduijn
M.P.Verduijn@rn.rabobank.nl