



Rabobank

Eurocrisis: 'Ik ben de ander niet!'

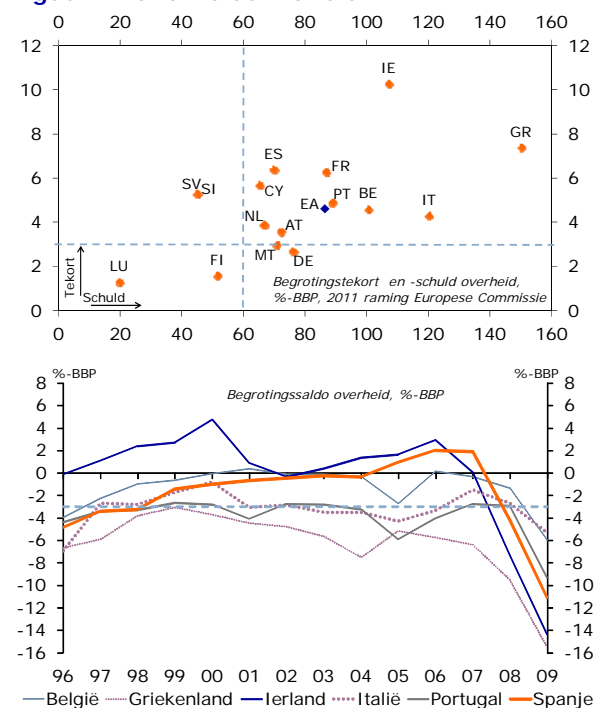
Sinds het najaar van 2009 kijken beleggers met argusogen naar de financiële situatie van een aantal eurolanden. Afgaande op het niveau van de staatsrentes maken financiële markten zich vooral druk om –in volgorde van ernst– Griekenland, Ierland, Portugal en Spanje en in mindere mate om Italië en België. In het afgelopen jaar hebben de overheden van deze landen regelmatig benadrukt dat hun economische situatie in het geheel niet lijkt op die van de anderen: 'Ik ben de ander niet!' Er zijn inderdaad belangrijke verschillen. Maar die doen niets af aan de omvang van de gemeenschappelijke en individuele problemen.

Overheidsfinanciën uit het lood

Een belangrijke **overeenkomst** tussen de genoemde landen is de staat van de overheidsfinanciën. Allen kennen een staatschuld en een begrotingstekort dat groter is dan de Europese afspraken toestaan. Figuur 1 geeft voor alle landen in de eurozone de voor 2011 verwachte combinatie van staatschuld en begrotingstekort ten opzichte van het BBP weer. Rechtsboven in de figuur vinden we Griekenland en Ierland, die dit jaar naar verwachting de hoogste begrotingstekorten van de eurozone kennen en respectievelijk plaats 1 en 3 innemen van de landen met de hoogste schuldpositie ten opzichte van het BBP. Spanje heeft nog een van de hoogste begrotingstekorten van de eurozone, maar de staatschuld zal ruim lager zijn dan het eurozone gemiddelde. Portugal bevindt zich in 2011 zowel qua schuld als qua tekort rond het gemiddelde voor de eurozone. Italië en België hebben beide een staatschuld van meer dan 100%-BBP, maar het begrotingstekort is gemiddeld. Alleen in Ierland en Griekenland is dus sprake van een *combinatie* van een bovengemiddeld hoge schuld en tekort.

Een belangrijk **verschil** tussen Ierland en Spanje enerzijds en Portugal, Griekenland en

Figuur 1: Overheidsfinanciën



Bron: EC, Reuters EcoWin, ISO landencodes

Italië anderzijds is de oorzaak van het hoge begrotingstekort. In de eerste twee landen is sprake geweest van een oververhitte vastgoedmarkt waarbij zowel de vastgoedprijzen als de bouwactiviteit op een onhoudbaar hoog niveau waren beland. Dit heeft niet alleen voor hoge economische groei gezorgd, maar ook voor hoge belastinginkomsten. Spanje en Ierland hadden van 2002 tot 2007 dan ook een begroting die in evenwicht was of een overschot liet zien (figuur 1). Beide landen hadden daardoor in 2007 een zeer lage staatschuld (respectievelijk 36% en 25% van het BBP). De forse correctie van de onhoudbare situatie op de vastgoedmarkt heeft echter voor een sterke daling van de belastinginkomsten gezorgd. Bovendien heeft de overheid in beide landen de banken bij moeten staan, die met grote verliezen op vastgoedleningen geconfronteerd zijn. In Ierland is de omvang van de schade ten opzichte van de omvang van de economie veel groter dan in Spanje, waardoor de gevolgen voor de overheidsfinanciën in Ierland ook

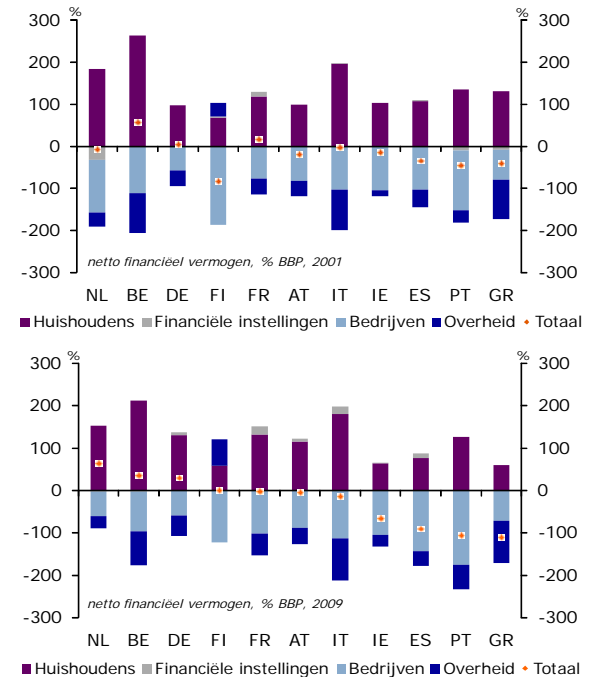
veel groter zijn geweest.

Terwijl Spanje en Ierland van eind jaren negentig tot en met 2007 voor wat betreft de overheidsfinanciën bij de beste jongetjes van de klas behoorden, hebben Portugal, Griekenland en Italië juist al jarenlang te kampen met grote tekorten op de overheidsbegroting. In tegenstelling tot Spanje en Ierland volgen de huidige begrotingstekorten van deze landen dus niet op eerdere overschotten. Bovendien was de economische neergang in 2008-2009 in Griekenland en Portugal veel minder sterk dan in Spanje en Ierland, mede doordat men geen oververhitting op de vastgoedmarkt heeft gekend. Beide landen hebben dus maar een beperkt economisch excuus voor hun grote begrotingstekort en geven al jaren structureel meer uit dan er aan belasting binnenkomt. Dit geldt ook voor Italië, maar niet voor België. Griekenland onderscheidt zich van Portugal en Italië doordat de begrotingstekorten er niet alleen al jarenlang te hoog zijn, maar dat ook de informatievoorziening daarover ernstig is tekortgeschoten. De plotselinge verdubbeling van het begrotingstekort die in het najaar van 2009 bekend werd gemaakt, geldt als het startpunt voor de onrust in de markt voor Europese staatsobligaties.

Schuldenlanden

Op basis van de overheidsfinanciën ligt de nadruk op Portugal en Spanje als volgende landen die hulp nodig zouden hebben niet voor de hand. Frankrijk heeft in 2011 naar verwachting een hoger tekort dan Portugal en de schuld ten opzichte van het BBP is vrijwel even groot. Italië en België hebben beide een zeer hoge staatsschuld. De overheidsfinanciën zijn dan ook niet het enige waar beleggers zich zorgen om maken. Naast de overheid hebben ook de bedrijven en huishoudens in een aantal eurolanden grote schuldposities opgebouwd. Figuur 2 geeft het netto financiële vermogen (bezittingen min verplichtingen) weer voor huishoudens, bedrijven, financiële instellingen en de overheid. Het totale netto financiële vermogen van een land is een netto financiële

Figuur 2: Netto vorderingen en schulden



Bron: Eurostat, ISO landencodes

verplichting aan het buitenland of netto financiële *vordering op* het buitenland¹. Overheden hebben doorgaans meer schulden dan financiële bezittingen. Bedrijven hebben hoofdzakelijk *niet-financiële* bezittingen (gebouwen, machines) maar *financiële* verplichtingen en dus een negatief *financieel* vermogen. Huishoudens hebben als groep meer financiële bezittingen (in de vorm van leningen aan bedrijven en overheid en het eigendom van bedrijven) dan schulden. De leningen van huishoudens aan bedrijven en de overheid lopen grotendeels via financiële instellingen, die als intermediair vrijwel evenveel financiële verplichtingen als vorderingen hebben. Als het vermogen van huishoudens niet voldoende is om in de financieringsbehoefte van bedrijven en de overheid te voorzien heeft het land een netto financiële verplichting aan het buitenland. Griekenland en Portugal hadden in 2009 beide een netto internationale financiële ver-

¹ Deze netto internationale *financiële* positie wijkt af van de netto internationale investeringspositie omdat daarin ook het niet-financiële netto-vermogen van directe buitenlandse investeringen is opgenomen. Het beeld dat uit beide reeksen naar voren komt stemt echter in grote mate overeen.

plichting van meer dan 100%-BBP. Ook in Spanje en Ierland was de netto-verplichting aanzienlijk. Daarbij moet worden opgemerkt dat die voor Ierland in grote mate bestaat uit de investeringen door buitenlandse beleggers in het eigendom van in Ierland gevestigde bedrijven. In de andere drie landen bestaat het overgrote deel van de netto verplichtingen uit schulden. Italië heeft slechts een beperkte buitenlandse netto-schuldpositie en in België is het positieve vermogen van de huishoudens ruimschoots voldoende om de verplichting van de bedrijven en de overheid te compenseren.

Een hoge netto internationale schuldpositie kan problematisch zijn omdat het land dan voor zowel een verdere opbouw van schuld als voor het doorrollen van bestaande schuld afhankelijk is van buitenlandse beleggers. Deze beleggers hebben de opbouw van de schuldpositie tot 2008 jarenlang tegen lage rentes gefinancierd. Dit gebeurt voor een belangrijk deel via de banken van de schuldenlanden, die op hun beurt de huishoudens en bedrijven financieren. Omdat de correctie op de economische onbalans en de recessie tot toenemende terugbetalingsproblemen bij huishoudens en bedrijven leiden, worden deze banken geconfronteerd met verliezen. Beleggers zijn daardoor ineens minder bereid om die *banken* te financieren, waardoor deze voor hun financiering in toenemende mate afhankelijk zijn geworden van de ECB. Daarnaast verwachten beleggers dat overheden de banken te hulp zullen schieten als deze in de problemen komen. In dat geval ontstaat een Ierse situatie, waarbij de overheidshulp weliswaar het bankwezen redt, maar waardoor de overheidsfinanciën sterk verslechteren. Bijgevolg zijn beleggers dus ook huiverig om de *overheden* van de schuldenlanden te financieren. Al met al is het dus niet voldoende om naar de overheidsfinanciën te kijken om te bepalen hoe het financieel met een land gaat. Kijken we naar de netto internationale financiële positie, dan is er *overeenkomst* tussen Griekenland, Portugal, Spanje en ook Ierland. Italië en België passen echter niet in dit rijtje.

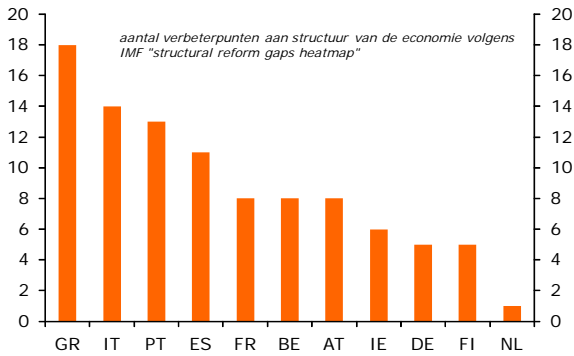
Groeivermogen

Schuldposities worden doorgaans gerelateerd aan het Bruto Binnenlands Product omdat de omvang van de economie iets zegt over de verdien capaciteit van een land. Hoe groter het BBP, des te groter de capaciteit om een gegeven bedrag aan schuld af te lossen. Een belangrijke factor voor de houdbaarheid van de opgebouwde schuldposities is dan ook de verwachte economische groei.

Op de **korte termijn** bepaalt de vraag naar producten die in een land worden gemaakt de economische groei. De weggevallen vraag naar economische activiteiten gerelateerd aan vastgoed moet in Spanje en Ierland worden ingevuld door andere activiteiten. Daarnaast moeten zowel de huishoudens als de overheid in de schuldenlanden hun financiën op orde brengen. Hierdoor zal de binnenlandse vraag naar goederen en diensten maar beperkt kunnen groeien. De enige manier om dan toch voldoende vraag naar hun goederen en diensten te genereren is via de export. Er zijn echter twee redenen waarom dit op korte termijn niet zal lukken. Ten eerste kunnen de landen door deelname aan de euro de in de afgelopen jaren verloren prijsconcurrentie niet snel door devaluatie van de munteenheid bewerkstelligen. Ten tweede zullen de overheden van de overige eurolanden in 2011 ook beginnen met het terugdringen van hun overheidstekorten, waardoor de vraag naar goederen en diensten uit deze landen maar beperkt zal stijgen.

Op de **lange termijn** bepaalt de structurele kracht van de economie de economische groei. Daarbij valt te denken aan de flexibiliteit van de arbeidsmarkt, wet- en regelgeving rond het starten van een bedrijf, het opleidingsniveau van de beroepsbevolking en de kwaliteit van de infrastructuur en innovatie. Het IMF maakte in november 2010 een overzicht van benodigde verbeteringen. Figuur 3 geeft het aantal verbeterpunten weer, waarbij door het IMF met rood bestempelde categorieën dubbel zijn geteld en een oranje beoordeling enkel.

Figuur 3: Structurele zwakte

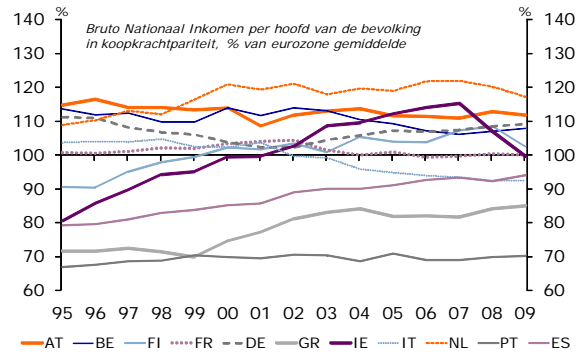


Bron: IMF, Rabobank, ISO landencodes

De Zuid-Europese landen hebben structureel de zwakste economieën van de weergegeven eurolanden. Het **verschil** met Ierland is groot. Ook België scoort een stuk beter. Dit heeft zich sinds de tweede helft van de jaren negentig ook vertaald in een zeer **verschillende** ontwikkeling van het inkomen per hoofd van de bevolking (figuur 4). Ierland heeft sinds het midden van de jaren negentig de achterstand op het Europese gemiddelde inkomen in rap tempo ingehaald terwijl Portugal al jarenlang achterblijft. Spanje en Griekenland hebben iets meer succes gehad met het inlopen van de inkomensachterstand, maar blijven onder gemiddeld presteren. Italië ten slotte heeft zijn positie boven het gemiddelde inkomen van de eurozone sinds deelname aan de euro in rap tempo verloren en heeft nu een aanzienlijk lager inkomen dan het Europese gemiddelde. België is sinds 2002 iets teruggezaakt, maar behoudt nog steeds een bovengemiddeld inkomen.

Overigens werkt de structurele achterstand in theorie in het voordeel van Zuid-Europa, omdat de mogelijkheden om de economische structuur te verbeteren en daardoor hogere economische groei te realiseren groter zijn dan in Ierland en België. Tegelijkertijd worden de voordelen van structurele hervormingen pas op termijn zichtbaar. En er moet natuurlijk wel worden begonnen met hervormen. Griekenland wordt in ruil voor de financiële steun door het IMF en de Europese Commissie gedwongen om in hoog tempo hervormingen door te voeren.

Figuur 4: Hardlopers en doodlopers



Bron: Reuters EcoWin, ISO landencodes

Maar in de andere Zuid-Europese landen is nog geen sprake van een ingrijpende aanpak.

Conclusie

Het benadrukken van verschillen met andere landen om beleggers gerust te stellen is niet zo zinvol. Dat zowel Griekenland als Ierland hulp heeft moeten vragen maakt dit duidelijk. In 2007 was Ierland na Luxemburg en Nederland het rijkste land van de eurozone-12, terwijl Griekenland na Portugal het laagste inkomen per persoon had. Griekenland heeft volgens het IMF drie keer zoveel structurele hervormingen door te voeren dan Ierland. En Ierland had voor de crisis een zeer lage staatsschuld en een overschot op de overheidsbegroting, zonder daarover een verkeerde voorstelling van zaken te geven. Griekenland heeft in tegenstelling tot Ierland geen last gehad van een vastgoedbubbel. Al met al zijn het dus niet echt landen die op elkaar lijken. Maar de problemen zijn onverminderd groot. Landen in of buiten hokjes plaatsen kan een nuttige bezigheid zijn. Maar het is verstandig om, naast het identificeren van belangrijke overeenkomsten en verschillen, uiteindelijk op basis van een grondige analyse van het land zelf conclusies te trekken over de ernst van de economische en financiële problemen.

januari 2011

Tim Legierse (030 – 2162677)

T.Legierse@rn.rabobank.nl

www.rabobank.com/kennisbank