



Rabobank

Ook private schuldafbouw periferie noodzaak

De zorgelijke overheidsfinanciën van een aantal eurozonelanden zijn een bron van onrust voor financiële markten en beleidsmakers. Maar ook de private sector in deze landen heeft het afgelopen decennium een onhoudbaar hoge netto financiële verplichting opgebouwd. Sinds de crisis is een eerste stap gezet in de afbouw hiervan, maar een lagere terugbetalingscapaciteit en terugtrekkende buitenlandse financiering leiden tot aanhoudende financiële risico's in de private sector.

Problemen niet alleen bij de overheid

Een aantal landen in de periferie van Europa¹ heeft het afgelopen decennium een forse netto financiële verplichting aan het buitenland opgebouwd. Figuur 1 geeft het netto financiële vermogen (bezittingen min verplichtingen) weer voor de institutionele sectoren: huishoudens², niet-financiële bedrijven³, financiële instellingen en de overheid. Het totale netto financiële vermogen van een land is een netto financiële *vordering op* het buitenland of, in het geval van een negatief netto financieel vermogen, een netto financiële *verplichting aan* het buitenland⁴. Uit deze figuur blijkt ten eerste dat vier landen in de periferie (GIPS) een grote netto financiële verplichting aan het buitenland hebben opgebouwd. Daarnaast blijkt dat niet alleen de overheid aan deze netto verplichting heeft bijgedragen, maar dat ook bedrijven in de GIPS een grote netto verplichting hebben opgebouwd en/of de huishoudens over relatief weinig netto vermogen beschikken. Griekenland vormt een uitzondering, aangezien met

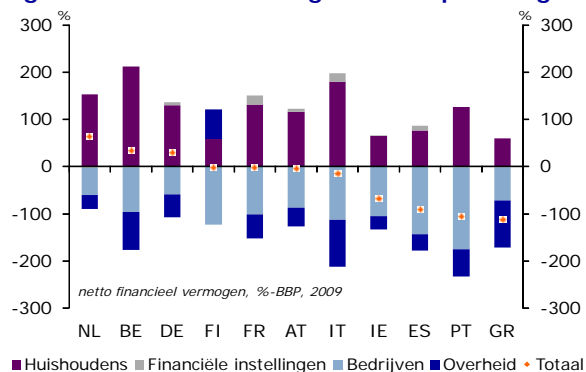
¹ De focus in dit artikel ligt op Griekenland, Ierland, Portugal en Spanje (GIPS).

² Inclusief Instellingen Zonder Winstoogmerk (IZW) ten behoeve van huishoudens.

³ Hierna 'bedrijven' genoemd.

⁴ 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.

Figuur 1: Netto vorderingen en verplichtingen

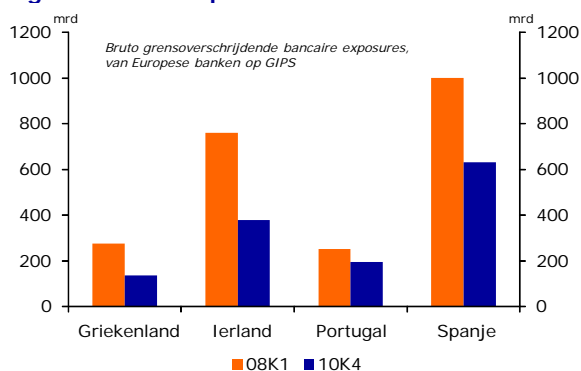


Bron: Rabobank, Reuters Ecowin

name de overheid debet is aan het grote negatieve netto financiële vermogen van het land.

Crisis verandert situatie private sector

De grote netto financiële verplichting van de private sector in de GIPS vormt een risico omdat sinds de financiële en soevereine schulden-crisis de terugbetalingscapaciteit onder druk is komen te staan. Dit komt allereerst door de veranderde rol die de overheid de komende jaren in deze landen gaat spelen; zij gaat namelijk fors bezuinigen. Voor de private sector leidt dit naar verwachting tot een fiscale versoering, bijvoorbeeld in de vorm van lagere subsidies, uitkeringen en pensioenen, en tot een hogere belastingdruk. De terugbetalingscapaciteit staat verder onder druk door de zeer magere macro-economische vooruitzichten in de GIPS. Gegeven de veranderde vooruitzichten is de afbouw van de netto financiële verplichting van de private sector wenselijk. Deze moet immers worden aangepast aan de nieuwe terugbetalingscapaciteit. Daarnaast geeft figuur 2 aan dat afbouw noodzakelijk zal zijn omdat de instroom van buitenlandse financiering sinds de crisis is afgenomen. De uitzettingen van Europese banken in de GIPS zijn drastisch omlaag gebracht. Hierbij moet worden opgemerkt dat een deel van de afname naast actieve schuldafbouw kan zijn veroorzaakt door afwaardering van schuldpapier.

Figuur 2: Bankexposures worden kleiner

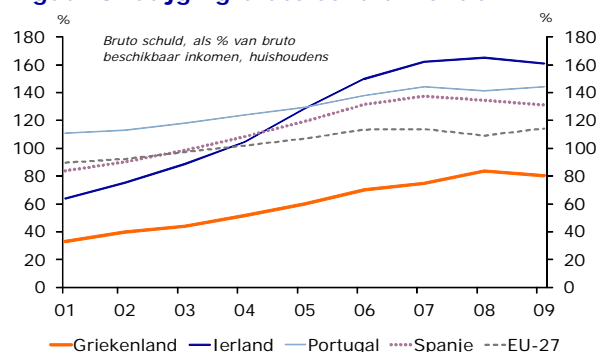
Bron: Rabobank, BIS

De combinatie van een lagere terugbetalingscapaciteit en terugtrekkende buitenlandse financiering leidt tot grote risico's voor de financiële gezondheid en continuïteit van huishoudens, bedrijven en financiële instellingen in de GIPS. De laatstgenoemde is niet alleen kwetsbaar voor wanbetaling bij huishoudens en bedrijven, maar wordt ook geraakt door de afgenomen financiering vanuit buitenlandse banken. Een afbouw van de netto financiële verplichting van de private sector is noodzakelijk, hoewel de keerzijde ervan is dat het conjunctureel herstel in de GIPS zwak zal zijn. In dit Themabericht wordt de ontwikkeling van de financiële vermogenspositie van zowel huishoudens als bedrijven in de GIPS beschreven.

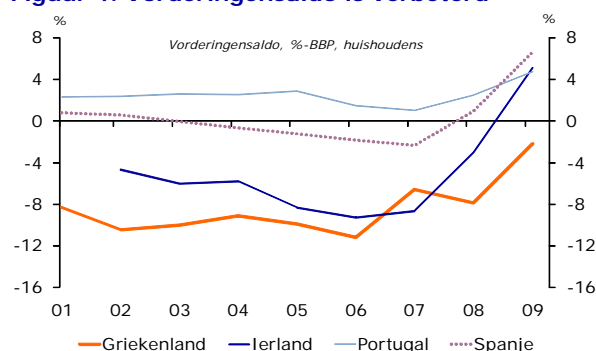
Huishoudens zetten eerste stap

De bruto schuldenlast van huishoudens als percentage van hun bruto beschikbaar inkomen is het afgelopen decennium in de GIPS gestaag gestegen en in 2009 min of meer constant gebleven (figuur 3). Het percentage is, met Griekenland als uitzondering, hoger dan het EU-gemiddelde en geeft weer dat huishoudens in de GIPS relatief kwetsbaar zijn voor veranderingen in hun toekomstige inkomen. Het absolute niveau van de bruto schuld bleef in 2009 in alle GIPS op gelijke hoogte of daalde licht. Daarnaast beschikken de Griekse, Spaanse en Ierse huishoudens over relatief weinig financiële bezittingen (onder meer spaarmiddelen) ten opzichte van het EU-gemiddelde. Portugese huishoudens hebben juist meer

financiële bezittingen dan gemiddeld. De combinatie van een hoge bruto schuldpositie en weinig financiële bezittingen resulteert in een relatief laag netto financieel vermogen van huishoudens, zoals we in figuur 1 al zagen. De huishoudens in de GIPS kunnen hierdoor slechts in beperkte mate het binnenlandse bedrijfsleven en overheidstekorten financieren. Sinds de crisis hebben de Ierse, Spaanse en Portugese huishoudens een eerste stap gezet om hun financiële positie te versterken. Figuur 4 geeft het vorderingensaldo ten opzichte van het BBP weer van huishoudens in de GIPS. Dit is het saldo dat resulteert uit het beschikbare inkomen na aftrek van consumptie en investeringen van de huishoudens⁵. Positieve saldi slaan neer als een balansversterking in het netto financieel vermogen van huishoudens⁶.

Figuur 3: Stijging bruto schuld vlakt af

Bron: Rabobank, Reuters Ecowin

Figuur 4: Vorderingensaldo is verbeterd

Bron: Rabobank, Reuters Ecowin

⁵ Het vorderingensaldo bevat daarnaast het saldo van ontvangen en betaalde kapitaaloverdrachten.

⁶ Het vermogen kan ook veranderen door waardemutaties. Daarnaast kan een positief vorderingensaldo gepaard gaan met een stijgende *bruto* schuld.

De Griekse huishoudens vormen binnen de GIPS een uitzondering. Zij hebben sinds de crisis slechts een *afname van de verslechtering* van hun netto financieel vermogen gerealiseerd⁷. De algemene verbetering van het vorderingensaldo in de GIPS is zowel toe te schrijven aan een lager niveau van consumptie als aan een lager niveau van investeringen door huishoudens. Ook de beperkte binnenlandse kredietverlening kan hierbij een rol hebben gespeeld.

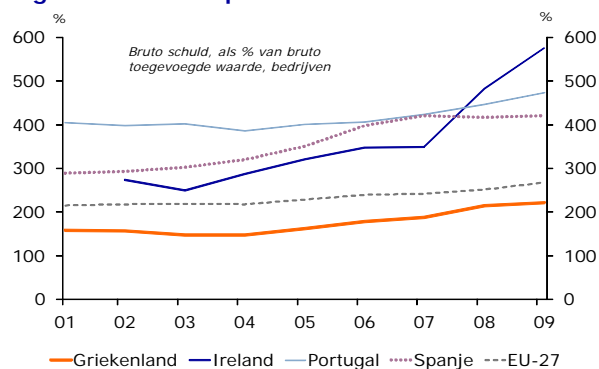
De bruto schuld van huishoudens in de GIPS is in de jaren voor de crisis harder gestegen dan hun beschikbaar inkomen. Op basis van de verslechterde vooruitzichten en de afgenomen buitenlandse financiering is een verdere balansversterking noodzakelijk om de financiële kwetsbaarheid te verminderen.

Bedrijven gebukt onder hoge schulden

De bruto schuldenlast van bedrijven als percentage van hun toegevoegde waarde is het afgelopen decennium in de GIPS gestaag gestegen (figuur 5). Dit percentage ligt, met Griekenland als uitzondering, fors boven het EU-gemiddelde en geeft weer dat bedrijven in de GIPS relatief kwetsbaar zijn voor veranderingen in hun toekomstige inkomsten. In Ierland daalde de toegevoegde waarde fors sinds 2007 ten gevolge van de recessie, waardoor de schuldratio hard is gestegen. Griekse bedrijven hebben juist een relatief lage schuldenlast, wat het beeld bevestigt dat de Griekse problematiek met name bij de overheid zit. Daarnaast liep het absolute niveau van de bruto schuldenlast in 2009 in Portugal en Ierland nog verder op, maar daalde dit juist licht in Spanje en Griekenland. Figuur 6 geeft weer dat het vorderingensaldo van bedrijven in de GIPS sinds de crisis is verbeterd. Dit is het saldo dat resulteert uit de toegevoegde waarde na aftrek

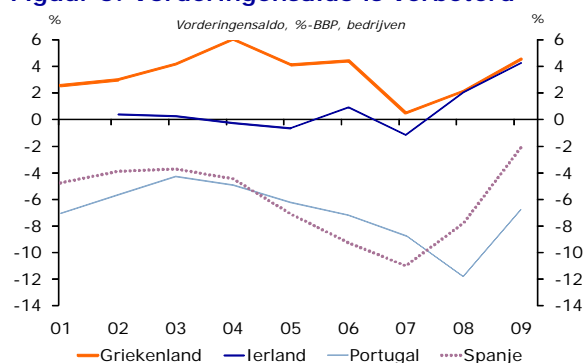
⁷ Bedrijven niet-zijnde vennootschappen vallen volgens Eurostat ook in de sector huishoudens. Het grote aandeel van de toegevoegde waarde dat door de huishoudens geproduceerd wordt, wijst erop dat een groot deel van het bedrijfsleven in Griekenland geen aparte rechtspersoon is. Dit kan de afwijkende schuldpositie deels verklaren.

Figuur 5: Forse opbouw bruto schuld



Bron: Rabobank, Reuters Ecowin

Figuur 6: Vorderingensaldo is verbeterd

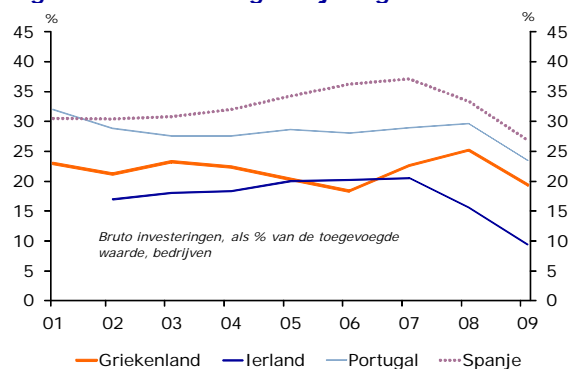


Bron: Rabobank, Reuters Ecowin

van personeelskosten, belastingen, rente- en dividendbetalingen en investeringen. De positieve saldi van Griekenland en Ierland slaan neer als een verkleining van de netto financiële verplichting van bedrijven (zie voetnoot 6). In Spanje en Portugal was er slechts sprake van een *afname van de opbouw* van de netto financiële verplichting. Vanuit het oogpunt van toekomstige herfinanciering is de terugbetalingscapaciteit van de bedrijven in de GIPS zorgelijk. Het vorderingensaldo is weliswaar verbeterd, maar het gedeelte van de toegevoegde waarde van bedrijven dat gebruikt is voor investeringen is sinds de crisis fors teruggelopen (figuur 7). Op de korte termijn resulteert dit weliswaar in een balansversterking, op de middellange termijn leidt een lager niveau van investeringen echter niet tot de gewenste verbetering van de terugbetalingscapaciteit.

De bruto schuld van bedrijven in de GIPS is in de jaren voor de crisis harder gestegen dan hun toegevoegde waarde. Sinds de crisis zijn

Figuur 7: Investerings zijn afgenomen



Bron: Rabobank, Reuters Ecwin

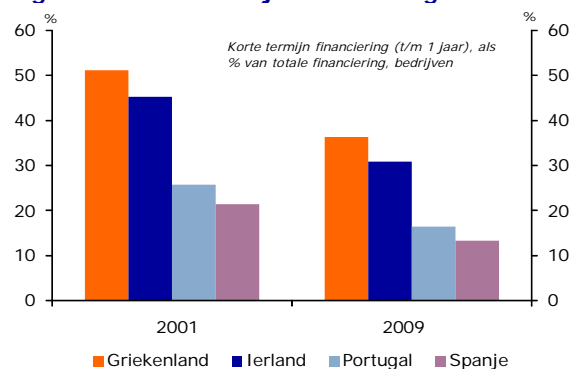
de economische vooruitzichten verslechterd en is de buitenlandse financiering afgenomen, waardoor een balansversterking noodzakelijk is. De financieringsbehoefte kan bijvoorbeeld worden verkleind door lagere loonkosten of lagere dividendbetalingen.

Hoe de komende jaren verder?

De eerste balansversterking sinds de crisis was van zeer beperkte omvang waardoor de financiële risico's hoog blijven. Gegeven de veranderde economische vooruitzichten en de afgenomen instroom van buitenlandse financiering zal de netto financiële verplichting van de private sector in de GIPS de komende jaren naar verwachting verder worden afgebouwd⁸. De mate waarin dit gebeurt, zal ten eerste afhangen van de economische vooruitzichten. Voor huishoudens is de ontwikkeling van hun inkomen en de waarde van hun onderpand voor hypothecair krediet van groot belang. In het bedrijfsleven speelt bovendien de vraag in welke mate het concurrentievermogen kan worden verbeterd, in prijs of kwaliteit of een combinatie van beiden. Het bedrijfsleven kan dan op zowel de buitenlandse (via extra uitvoer) als de binnenlandse (via lagere invoer) markten beter concurreren met buitenlandse aanbieders en op deze wijze zijn financieringsbehoefte verkleinen. Daarnaast zijn de ontwikkelingen in het perifere bankwezen belangrijk

⁸ Recente lopende rekening data laten zien dat de afbouw in de private sector als geheel in 2010 heeft doorgezet. De sectorrekeningen van 2010 worden in de loop van dit jaar gepubliceerd.

Figuur 8: Korte termijn financiering



Bron: Rabobank, Reuters Ecwin

voor de binnenlandse kredietverlening. Het toekomstige niveau van de instroom van buitenlandse financiering speelt daarbij een cruciale rol, wat mede bepaald wordt door de ontwikkeling van de terugbetalingscapaciteit van de private sector. Uit figuur 8 blijkt dat in Griekenland en Ierland een fors gedeelte van de bedrijfsleningen gefinancierd is met een korte looptijd. Dit maakt deze landen extra gevoelig voor marktsentiment en voor verdere beleidsrenteverhogingen van de ECB.

Conclusie

De Europese periferie kent naast een hoge overheidsschuld een private sector die het afgelopen decennium een forse netto financiële verplichting heeft opgebouwd. Zowel huishoudens als bedrijven zagen hun bruto schuld harder stijgen dan hun inkomen. Gegeven de veranderde economische vooruitzichten en een afname van de instroom van buitenlandse financiering is een afbouw van de netto financiële verplichting noodzakelijk. Hoewel de Europese periferie onderling aanzienlijk verschilt, hebben zowel huishoudens als bedrijven sinds de crisis een eerste stap gezet met de wederopbouw van hun vermogens. Maar zolang de terugbetalingscapaciteit onder druk staat, blijven de financiële risico's in de private sector hoog.

Mei 2011

Michiel Verduijn (030 – 2130522)

M.P.Verduijn@rn.rabobank.nl

www.rabobank.com/kennisbank