

# Centraal- en Oost-Europa en de eurocrisis

De staatsschuldencrisis in de eurozone is uitgebreid naar Spanje en Italië. Daarmee zijn de besmettingsrisico's voor Centraal- en Oost-Europa toegenomen, want deze regio is gevoelig voor een groeiterugval in de eurozone. Daarnaast zijn er directe besmettingsrisico's vanuit de periferie van de eurozone. De autoriteiten in de betreffende landen dienen macro-economische kwetsbaarheden te reduceren om hun economieën weerbaarder te maken tegen externe schokken.

**D**e staatsschuldencrisis in de eurozone woedt nu bijna twee jaar. Vanaf eind 2009 namen de twijfels over de terugbetalingscapaciteit van de Griekse overheid gestaag toe. Mede als gevolg van het moeizame besluitvormingsproces over financiële steun aan Griekenland werden na verloop van tijd Ierland en Portugal en later ook Spanje en Italië geraakt. Het publieke debat over de crisis concentreert zich op de omvang en voorwaarden van steunmechanismen voor de eurozonelanden in problemen, ook wel de eurozone-periferie, en op mogelijke besmetting naar andere landen in West-Europa. De crisis kan echter ook andere regio's raken. Besmettingsrisico's zijn zeker relevant voor landen in Centraal- en Oost-Europa, want zij werden tijdens de mondiale kredietcrisis hard geraakt door de terugval van de exportvraag en de kapitaalinstroom vanuit de eurozone. Om de crisis toen in goede banen te leiden was een internationale beleidsreactie nodig: het IMF en de EU boden aan sommige landen betalingsbalanssteun, en Europese moederbanken spraken onder het Vienna Initiative af om hun uitzettingen in de regio door te rollen en waar nodig dochterbanken te herkapitaliseren. De regio staat er nu beter voor dan tijdens de kredietcrisis, omdat onevenwichtigheden in de betalingsbalans zijn gereduceerd en de financiële sector zich dankzij de eerdere steunmaatregelen en de verbeterde macro-economische situatie in veel landen heeft gestabiliseerd (IMF, 2011). De vraag is echter in welke mate de regio nog steeds kwetsbaar is voor besmetting vanuit de eurozone en in hoeverre deze kwetsbaarheid verschilt tussen landen. Antwoord op deze vraag geeft beleidsmakers aanvullend inzicht in de schade die een verdere escalatie van de eurocrisis aanricht.

## Potentiële besmettingskanalen

Met name sinds de Azië-crisis in de laatste jaren van de vorige eeuw is de belangstelling voor het verschijnsel van financieel-economische besmetting toegenomen. Toegespijst op regio's en landen worden in de literatuur zowel reële als financiële

besmettingskanalen onderscheiden. Bij reële besmetting kan vooral worden gedacht aan de buitenlandse handel (Hernández en Valdés, 2001). Centraal- en Oost-Europa werd in 2008 en 2009 aanzienlijk getroffen door deze besmettingsvorm, omdat de export naar West-Europa sterk inzakte. Financiële besmetting kan verschillende vormen aannemen. Zo kan de transmissie lopen via onderlinge banden tussen financiële instellingen (Gai en Kapadia, 2010). Voor Centraal- en Oost-Europa bleek dit kanaal in 2008 en 2009 zeer relevant, omdat de banksectoren in de regio gedomineerd werden door Europese moederbanken. Verder kan worden gedacht aan transmissie via financiële markten: een verslechtering van het markt sentiment als gevolg van een crisis in het ene land kan gevolgen hebben voor het markt sentiment in andere landen. Dit hangt doorgaans samen met zwakke macro-economische omstandigheden (Hernández en Valdés, 2001). Een duidelijk voorbeeld hiervan is de Azië-crisis, die zich van Thailand verspreidde naar onder meer Indonesië, Zuid-Korea, Rusland en Brazilië. Maar ook de uitwaaiing van de crisis in de eurozone is een duidelijk voorbeeld van een dergelijke marktbesmetting.

## Exportbanden

In veel Centraal- en Oost-Europese landen is de economische groei sterk afhankelijk van de uitvoer. Een belangrijk deel van deze uitvoer is bestemd voor Duitsland en de rest van de eurozone. Tabel 1 laat zien dat het aandeel van de uitvoer van goederen en diensten in het bruto binnenlands product (bbp) voor veel landen hoog is ten opzichte van het eurozone-gemiddelde en de Verenigde Staten. De tabel biedt een overzicht voor de meest relevante landen: landen met relatief zwakke exportbanden met de eurozone-periferie en landen van geringe economische omvang zijn buiten beschouwing gelaten. Voor veel landen is Duitsland de belangrijkste exportbestemming; voor Tsjechië, Hongarije en Polen gaat zelfs ongeveer dertig procent van de uitvoer naar Duitsland. Het uitvoeraandeel van de gehele eurozone is voor de beschouwde landen bijzonder hoog, vooral voor Tsjechië, Hongarije, Polen en Roemenië. Verwacht wordt dat de economische groei in de eurozone als gevolg van de escalatie van de schulden crisis in 2011 en 2012 fors terugvalt, waarbij de neerwaartse risico's aanzienlijk zijn (IMF, 2011). Dit effect werkt negatief door op de uitvoergroei van Centraal- en Oost-Europa en tempert daarmee de regionale economische groei, hoewel het effect van

land tot land verschilt. Verwacht mag worden dat de uitvoer naar de in problemen verkerende perifere eurolanden – Griekenland, Ierland, Italië, Portugal en Spanje – relatief sterk te lijden heeft van de crisis, omdat juist de

Tabel 1

**Uitvoerafhankelijkheid in procenten.**

| Gemiddelden 2006–2010 | Uitvoer goederen en diensten als aandeel van het bbp | Aandeel Duitsland als bestemming | Aandeel eurozone als bestemming |
|-----------------------|--|----------------------------------|---------------------------------|
| Bulgarije             | 57   | 10                               | 48                              |
| Cyprus                | 44   | 7                                | 40                              |
| Hongarije             | 81   | 27                               | 58                              |
| Kroatië               | 40   | 11                               | 53                              |
| Polen                 | 40   | 26                               | 56                              |
| Roemenië              | 32   | 17                               | 55                              |
| Rusland               | 31   | 7                                | 38                              |
| Servië                | 26   | 10                               | 44                              |
| Slovenië              | 65   | 19                               | 53                              |
| Slowakije             | 81   | 21                               | 50                              |
| Tsjechië              | 76   | 32                               | 67                              |
| Turkije               | 23   | 10                               | 35                              |
| Eurozone              | 40   | –                                | –                               |
| Verenigde Staten      | 12   | 4                                | 15                              |

Bron: Thomson Reuters Datastream; ABN AMRO Group Economics

Tabel 2

**Exportaandelen in procenten.**

| Gemiddelden 2006–2010 | Griekenland | Italië | Spanje | Totaal periferie |
|-----------------------|-------------|--------|--------|------------------|
| Bulgarije             | 9           | 10     | 3      | 22               |
| Cyprus                | 21          | 3      | 1      | 26               |
| Hongarije             | 1           | 6      | 3      | 10               |
| Kroatië               | 0           | 20     | 1      | 21               |
| Polen                 | 1           | 7      | 3      | 10               |
| Roemenië              | 2           | 16     | 3      | 21               |
| Rusland               | 1           | 7      | 1      | 10               |
| Servië                | 2           | 12     | 1      | 16               |
| Slovenië              | 0           | 12     | 1      | 14               |
| Slowakije             | 1           | 6      | 3      | 10               |
| Tsjechië              | 0           | 5      | 3      | 8                |
| Turkije               | 2           | 6      | 4      | 13               |

Bron: Thomson Reuters Datastream; ABN AMRO Group Economics

Tabel 3

**Posities perifere banken in Centraal- en Oost-Europa in miljard Amerikaanse dollar, per eind 2010.**

|           | Griekenland | Italië | Spanje | Totaal periferie <sup>1</sup> |
|-----------|-------------|--------|--------|-------------------------------|
| Bulgarije | 14          | 8      | 0      | 22                            |
| Cyprus    | 10          | 2      | 0      | 12                            |
| Hongarije | 0           | 21     | 7      | 29                            |
| Kroatië   | 0           | 31     | 0      | 31                            |
| Polen     | 8           | 47     | 13     | 83                            |
| Roemenië  | 20          | 13     | 1      | 35                            |
| Rusland   | 1           | 25     | 21     | 47                            |
| Servië    | 7           | 7      | 0      | 14                            |
| Slovenië  | 0           | 8      | 0      | 8                             |
| Slowakije | 0           | 19     | 1      | 20                            |
| Tsjechië  | 0           | 16     | 3      | 19                            |
| Turkije   | 31          | 4      | 20     | 55                            |
| Totaal    | 91          | 201    | 69     | 400 <sup>2</sup>              |

<sup>1</sup> Griekenland, Italië, Portugal en Spanje.

<sup>2</sup> De posities van Ierse banken in Centraal- en Oost-Europa ter waarde van circa twintig miljard dollar zijn uitsluitend in het totaal opgenomen.

Bron: BIS; ABN AMRO Group Economics

perifere economieën relatief sterk zullen afkoelen of krimpen. Tabel 2 laat zien dat sommige Centraal- en Oost-Europese economieën vrij sterke handelsbanden hebben met de periferie. Italië is voor veel landen een belangrijke uitvoerbestemming, met name voor Kroatië (twintig procent) en Roemenië (zestien procent). Griekenland is een minder belangrijke uitvoerbestemming, al gaat toch nog 21 procent van de Cypriotische en negen procent van de Bulgaarse uitvoer naar Griekenland. De uitvoer naar Spanje, Ierland en Portugal is relatief gering voor Centraal- en Oost-Europa. Tabel 2 laat voorts zien dat het gecombineerde uitvoeraandeel van de vijf perifere eurolanden sterk verschilt per land en vooral hoog is voor Cyprus (26 procent), Bulgarije (22 procent) en Kroatië en Roemenië (elk 21 procent).

### Bancaire relaties

Een ander besmettingskanaal vloeit voort uit de bancaire relaties tussen Centraal- en Oost-Europa en de eurozone-periferie. Banken uit de periferie hebben aanzienlijke delen van het bankwezen in de regio in bezit en zij hebben ook andersoortige uitzettingen ofwel posities in de regio. Met behulp van statistieken van de Bank for International Settlements (BIS) kunnen deze bancaire verbanden nader worden gekwantificeerd. Tabel 3 toont de totale uitzettingen van banken uit de eurozone-periferie in Centraal- en Oost-Europa. Italiaanse banken hebben veruit de grootste posities in de regio van rond tweehonderd miljard dollar, gevolgd door Griekse voor ruim negentig miljard dollar en Spaanse banken van krap zeventig miljard dollar. De rol van Ierse en Portugese banken in de regio is marginaal. De uitzettingen van Italiaanse banken zijn verspreid over een ruim aantal landen, met de grootste posities in Polen, Kroatië, Rusland en Hongarije. De uitzettingen van Griekse banken zijn veel meer geconcentreerd in de naburige landen – Turkije, Roemenië, Bulgarije en Cyprus. De posities van Spaanse banken in de regio zijn grotendeels geconcentreerd in Rusland, Turkije en Polen. Bezien vanuit het ontvangende land zijn Polen, Turkije en Rusland in de regio in absolute termen de grootste ontvangers van bankfinanciering uit de eurozone-periferie, gevolgd door Roemenië, Kroatië en Hongarije. Indien wordt gecorrigeerd voor economische omvang dan blijkt de afhankelijkheid van bankfinanciering uit de eurozone-periferie het grootst voor Cyprus en Kroatië, gevolgd door Bulgarije en Servië (figuur 1). Cyprus is sterk afhankelijk van Griekse, en Kroatië van Italiaanse bankfinanciering, terwijl in Bulgarije en Servië geleund wordt op bankfinanciering vanuit zowel Griekenland als Italië. In bbp-terminen is de afhankelijkheid van bankfinanciering uit de eurozone-periferie relatief laag in Rusland, Turkije en Tsjechië.

Geconcludeerd kan worden dat Cyprus, Kroatië, Bulgarije en Servië in verhouding het sterkst leunen op bankfinanciering vanuit de eurozone-periferie; deze landen zijn het meest kwetsbaar voor het mogelijk schaarser worden van financiering als gevolg van problemen bij banken in de perifere eurolanden.

### Marktbesmetting

Besmetting kan ook de vorm aannemen van een negatieve omslag in het markt-sentiment, waardoor kredietrisicopremies worden opgedreven of de toegang tot marktfinanciering wordt beperkt. De kwetsbaarheid voor een dergelijke marktbesmetting vloeit niet alleen voort uit export- of financiële banden tussen landen en regio's, maar kan ook samenhangen met zwakke macro-economische omstandigheden zoals externe en begrotingsindicatoren. Tabel 4 toont de belangrijkste externe en begrotingsindicatoren voor de beschouwde landen.

Als gevolg van de wereldwijde financiële crisis vielen de overheidsinkomsten in de Centraal- en Oost-Europese economieën tussen 2008 en 2010 met vijftien tot dertig procent terug, terwijl crisisgerelateerde bestedingen in 2008 tot een eenmalige toename van de begrotingsuitgaven van 25 tot 30 procent leidden. Dit ging gepaard met een aanzienlijke stijging van begrotingstekorten in de regio. Tabel 4 laat zien dat het begrotingstekort in 2011 voor de meeste landen naar verwachting boven de Maastricht-norm van drie procent van het bbp ligt, waarbij het tekort met name hoog is in Cyprus, Polen, Slovenië en Slowakije. Ondanks een gestage stijging van de overheidsschuld als gevolg van deze begrotingstekorten blijven de schuld-ratio's voor de meeste economieën toch nog onder

de Maastricht-norm van zestig procent, omdat deze vóór de crisis relatief laag waren. Hongarije is de grote uitzondering op deze regel, met een geraamde staatsschuld van 75 procent van het bbp in 2011. Niet voor niets werd dit land vorig jaar getroffen door marktbesmetting toen de twijfels over de begrotingsdiscipline van de overheid toenamen. De Hongaarse overheid heeft inmiddels maatregelen genomen, waarvan een aantal omstrepen en van tijdelijke aard, waardoor dit jaar een begrotingsoverschot wordt verwacht. Zo levert de *de facto* nationalisatie van het private pensioenstelsel de overheid in 2011 aanzienlijke eenmalige inkomsten op. In 2012 vertoont de Hongaarse begroting naar verwachting echter weer een aanzienlijk tekort. Ook Cyprus en Kroatië hebben de staatsschuldnorm van zestig procent gepasseerd, terwijl Polen deze grens nadert.

Wat de externe indicatoren betreft is het tekort op de lopende rekening bijzonder hoog in Turkije – dat in toenemende mate tekenen van oververhitting vertoont (ABN AMRO, 2011a; 2011b) – evenals in Cyprus en in Servië. De externe schuld is extreem hoog in Cyprus, wat een weerspiegeling is van de functie van regionaal financieel centrum die dit land vervult, maar ook in Slovenië, Hongarije en Kroatië.

## Cyprus

Hoewel de gehele regio zou worden aangestoken door een verzwakking van de eurozone, verschilt de kwetsbaarheid voor directe besmetting vanuit de eurozone-periferie sterk van land tot land. Cyprus is het meest kwetsbaar voor directe besmetting. Dat land heeft in relatieve termen de sterkste handels- en bancaire banden met de periferie, terwijl de externe en begrotingsindicatoren zwak zijn. De problemen zijn nog eens versterkt door de verwoesting van 's lands grootste elektriciteitscentrale medio juli en de daarna toegenomen politieke onrust. Cypriotische banken hebben een relatief groot aandeel in de totale EU-uitzettingen in de Griekse overheid en Griekse banken, respectievelijk zes en twaalf procent (European Banking Authority, 2011). Ook via andere kanalen hebben Cypriotische banken inclusief hun Griekse vestigingen veel uitzettingen in Griekenland. De totale uitzettingen van Cypriotische banken in Griekenland worden per eind 2010 geraamd op circa 45 miljard euro, ruim 2,5 maal het bbp. In een stress-scenario zouden de herkapitalisatiekosten voor het Cypriotische bankwezen kunnen uitkomen op meer dan 25 procent van het bbp (Fitch Ratings, 2011). De kwetsbaarheid van Cyprus komt onder meer tot uitdrukking in de *spread* op *credit default swaps*, die in de afgelopen paar maanden sterk is gestegen. Verder hebben Moody's, S&P en Fitch de kredietstatus van Cyprus de afgelopen maanden verlaagd tot beneden A-niveau en blijven hun vooruitzichten voor de kredietstatus negatief.

## Andere landen

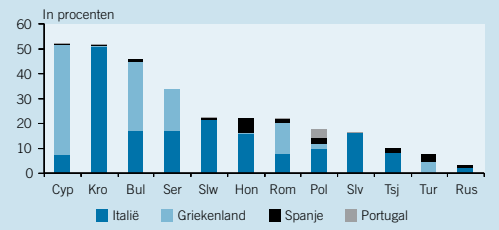
Ook Hongarije, Kroatië, Roemenië en Servië zijn relatief kwetsbaar voor directe besmetting, hoewel in mindere mate dan Cyprus. Deze landen hebben nauwe handels- en bancaire banden met de periferie of een of meer zwakke fundamentals. Twee van de drie ratingbureaus hebben een negatief oordeel over de vooruitzichten voor de kredietwaardigheid van Kroatië en Hongarije. In een negatief scenario, waarin de risico-aversie verder toeneemt en de besmetting vanuit de eurozone escaleert, kunnen deze landen te maken krijgen met een terugval van het nog fragiele herstel, met toenemende liquiditeitsproblemen in het bankwezen, hogere externe financieringskosten en moeilijker toegang tot externe financiering. Ook Polen, Slovenië en Turkije kunnen in een negatief scenario geraakt worden door een verslechtering van het marktsentiment, omdat deze landen een of meer kwetsbare fundamentals hebben. De kwetsbaarheid van de regio voor besmetting wordt onderstreept door de stijging van de spreads op credit default swaps en de depreciatie van lokale valuta in de afgelopen maanden.

## Conclusies

Centraal- en Oost-Europa is vatbaar voor een groeierugval van de eurozone, vanwege de exportafhankelijkheid van deze regio en de sterke exportconcentratie op Duitsland en de rest van de eurozone. De kwetsbaarheid voor directe besmetting vanuit de eurozone-periferie is het sterkst voor Cyprus, dat nauwe handels-

Figuur 1

**Uitzettingen perifere banken in Centraal- en Oost-Europa in procenten bbp van het ontvangende land.**



Bron: BIS; ABN AMRO Group Economics

Tabel 4

**Prognoses externe en begrotingsindicatoren in procenten van het bbp in 2011.**

|           | Begrotings-saldo | Staats-schuld | Saldo lopende rekening | Externe schuld |
|-----------|------------------|---------------|------------------------|----------------|
| Bulgarije | -3,0             | 16            | 0,5                    | 71             |
| Cyprus    | -7,5             | 66            | -8,5                   | 404            |
| Hongarije | 2,0              | 75            | 2,0                    | 104            |
| Kroatië   | -5,0             | 60            | -1,5                   | 100            |
| Polen     | -6,5             | 56            | -5,5                   | 55             |
| Roemenië  | -4,5             | 36            | -4,5                   | 76             |
| Rusland   | -1,5             | 8             | 5,0                    | 24             |
| Servië    | -4,0             | 41            | -7,0                   | 71             |
| Slowakije | -5,0             | 44            | -3,0                   | 77             |
| Slovenië  | -5,0             | 37            | -1,5                   | 112            |
| Tsjechië  | -4,5             | 42            | -3,0                   | 45             |
| Turkije   | -1,5             | 42            | -9,8                   | 44             |

Bron: EIU; ABN AMRO Group Economics; Global Insight

en bancaire banden met de periferie heeft en bovendien zwakke macro-economische omstandigheden. Ook andere landen, in het bijzonder Hongarije, Kroatië, Roemenië en Servië, zijn vatbaar voor directe besmetting. Overal in de regio dienen autoriteiten beleid te voeren gericht op het wegwerken van macro-economische kwetsbaarheden, waaronder het op orde brengen van de overheidsfinanciën, en het weerbaarder maken van hun economieën tegen externe schokken. Leenovereenkomsten met het IMF bieden onder meer Roemenië, Servië en Polen in dat opzicht een welkome liquiditeitsbuffer. Cyprus vindt de steun elders: Rusland gaat het land een lening van 2,5 miljard euro verstrekken.

## LITERATUUR

- ABN AMRO (2011a) *Country update Turkey – challenging growth*. Amsterdam: ABN AMRO.
- ABN AMRO (2011b) *Emerging Markets Outlook – shifting to a lower gear*. Amsterdam: ABN AMRO.
- European Banking Authority (2011) *2011 EU-wide stress test, aggregate report*. Londen: European Banking Authority.
- Fitch Ratings (2011) *Cyprus – full rating report*. New York: Fitch Ratings.
- Gai, P. en S. Kapadia (2010) *Contagion in financial networks*. Bank of England Working Paper, 383.
- Hernández, L.F. en R.O. Valdés (2001) *What drives contagion: trade, neighborhood, or financial links?* IMF Working Paper, 01(29).
- IMF (2011) *World Economic Outlook September 2011 – slowing growth, rising risks*. Washington: Internationaal Monetair Fonds.