

# Crisis treft ook Centraal- en Oost-Europa

*De wereldwijde financiële crisis heeft ook Centraal- en Oost-Europa hard geraakt. Door de economische verwolchtenheid heeft de neergang in deze regio negatieve gevolgen voor Nederland en het eurogebied. Op korte termijn hangt het herstel af van de omvang en de timing van beleidsmaatregelen, waarbij internationale steun onontbeerlijk is. Op middellange termijn wordt het convergentieproces dat is ingezet in de aanloop naar EU-toetreding voortgezet. Het is belangrijk om te benadrukken dat de onderliggende economische fundamenten per land verschillen. De groei-vooruitzichten zijn het minst gunstig voor die landen waar de economische groei de afgelopen jaren is gevoed door hoge kredietverlening en grote buitenlandse kapitaalinstroom.*

## Hoe is Centraal- en Oost-Europa in deze crisis terechtgekomen?

### Aanloop

Sinds 2007 bestaat de Europese Unie uit 27 landen, waarvan tien landen uit Centraal- en Oost-Europa.<sup>1</sup> Het lidmaatschap van de EU heeft een positieve bijdrage geleverd aan het convergentieproces van de nieuwe lidstaten. Sinds toetreding lag de gemiddelde groei van het bruto binnenlands product op 5,5%, ten opzichte van 3,5% in de vijf jaar voorafgaand aan toetreding. Handelsopenheid, buitenlandse directe investeringen en verbetering van het institutionele raamwerk zijn de belangrijkste drijfveren achter de economische groei. Volgens berekeningen van de Europese Commissie heeft het lidmaatschap van de EU de nieuwe lidstaten per jaar een extra groeibonus opgeleverd van gemiddeld 1,75% bbp. De sterke economische groei heeft ervoor gezorgd dat de landen in Centraal- en Oost-Europa hun welvaartsniveaus ten opzichte van de oude EU-lidstaten (EU-15) flink hebben opgetrokken. Het bruto binnenlands product per hoofd is in vijf jaar gestegen van 40% naar 52% van het EU-15 gemiddelde.

Helaas ging het convergentieproces in een groot aantal landen hand in hand met de opbouw van onhoudbare onevenwichtigheden (tabel 1). De economieën van de Baltische staten groeiden tot 2008 het

snelst, gedreven door een sterke binnenlandse vraag die op haar beurt werd gevoed door een hoge kredietgroei (grafiek 1). De tekorten op de lopende rekening en inflatiecijfers waren ongeëvenaard hoog. De opbouw van onevenwichtigheden werd onvoldoende tegengegaan door de geringe budgettaire consolidatie van de autoriteiten en het vaste wisselkoersregime dat deze landen hanteren. Ook andere Centraal- en Oost-Europese landen ervoeren een ware krediethause, waardoor ook daar onevenwichtigheden werden opgebouwd. In de loop van 2006 werd duidelijk dat de onevenwichtigheden in sommige landen onhoudbare vormen begonnen aan te nemen. Tegelijkertijd werden EU-lidmaatschap, uitzicht op euro-invoering en de dominantie van Westerse banken in de financiële sector beschouwd als verzachtende factoren. Daarom werden de onevenwichtigheden niet direct gezien als een bedreiging voor de economische groei.

### Crisis raakt Centraal- en Oost-Europa

De financiële crisis heeft de bovengenoemde kwetsbaarheden versneld blootgelegd. Aanvankelijk leken de economieën in Centraal- en Oost-Europa nog gevrijwaard doordat de financiële sectoren van deze landen amper waren blootgesteld aan Amerikaanse hypotheekproducten. Maar sinds het najaar van 2008 wordt de regio geconfronteerd met een wereldhan-

**Tabel 1** Indicatoren onevenwichtigheden Centraal- en Oost-Europa

	Lopende rekening Procenten bbp		Terug- betalings- verplichting Procenten reserves	Netto externe positie Procenten bbp	Reële krediet- groei <sup>2</sup>	Lening/ depo- sito's verhou- ding	Aandeel buiten- landse valuta in le- ningen	Inflatie gem. <sup>3</sup>	Investe- rings- ratio gem. <sup>3</sup>
	2009	2006	2009 <sup>1</sup>						
Bulgarije	-12,3	-18,4	132	-34,9	35,9	1,3	66,9	7,8	28,9
Estland	-6,3	-16,7	346	-68,8	27,3	2,1	85,3	5,7	34,1
Hongarije	-3,9	-7,5	101	-50,2	14,3	1,4	65,7	5,6	23,9
Letland	-6,7	-22,5	331	-57,6	38,4	2,8	89,3	9,0	34,5
Litouwen	-4,0	-10,7	204	-41,5	43,2	2,0	64,0	4,9	25,6
Polen	-4,9	-2,7	141	-15,4	14,7	1,1	32,6	2,7	21,4
Roemenië	-7,5	-10,4	127	-32,5	47,1	1,3	55,5	8,0	27,9
Tsjechië	-2,8	-2,6	89	-13,1	16,0	0,8	13,6	3,1	28,0

Bron: IMF, Global Financial Stability Report april 2009.

1 Kortlopende schuld van oorspronkelijke looptijd eind 2008 plus afschrijvingen op middel- en lange termijn schuld 2009, geschat door IMF staff.

2 Gemiddelde groei van krediet aan private sector gecorrigeerd voor inflatie van de laatste vijf jaar.

3 Gemiddelde 2004-2008, bron: Eurostat.

delskrimp én een sterk afnemende kapitaalinstroom door de toenemende risico-aversiteit van buitenlandse investeerders en het deleveraging proces van banken. Door de enorme afhankelijkheid van kapitaal heeft het stikken van de buitenlandse financiering in een aantal landen sterk bijgedragen aan de daling van de economische groei (zie grafiek 1). Aandelenkoersen zijn scherp gedaald (in Bulgarije zelfs met 88%), de renteverschillen en cds spreads zijn sterk opgelopen (300bp in Tsjechië en 800bp in Litouwen) en wisselkoersen zijn aanzienlijk gedeprimeerd (40% in Polen).<sup>2</sup> Door de sterk afgenomen kapitaalinstroom heeft een aantal landen moeten aankloppen voor internationale hulp om aan de openstaande verplichtingen te kunnen voldoen. Onder leiding van het Internationaal Monetair Fonds en in samenwerking met de Europese Unie, de European Bank for Reconstruction and Development en de Wereldbank zijn omvangrijke steunpakketten opgesteld. Zo kunnen Hongarije en Roemenië onder strikte voorwaarden ieder gebruikmaken van een kredietfaciliteit van EUR 20 miljard en Letland van EUR 7,5 miljard. Met Polen heeft het IMF een andere regeling getroffen; indien nodig kan het land beschikken over een flexibele kredietlijn van USD 20,5 miljard. Tot op heden heeft Polen hier geen gebruik van gemaakt. Het kan niet worden uitgesloten dat in een later stadium ook andere landen een steunpakket zullen aanvragen. De regio moet in 2009 een aanzienlijk percentage van de buitenlandse schuld herfinancieren of terugbetalen (zie tabel 1). Uitgedrukt als percentage van de buitenlandse reserves ligt deze herfinancieringsbehoefte tussen 89% in Tsjechië en 346% in Estland. De concentratie van (buitenlandse) banken is hoog. De common lender problematiek vormt een mogelijk besmettings-

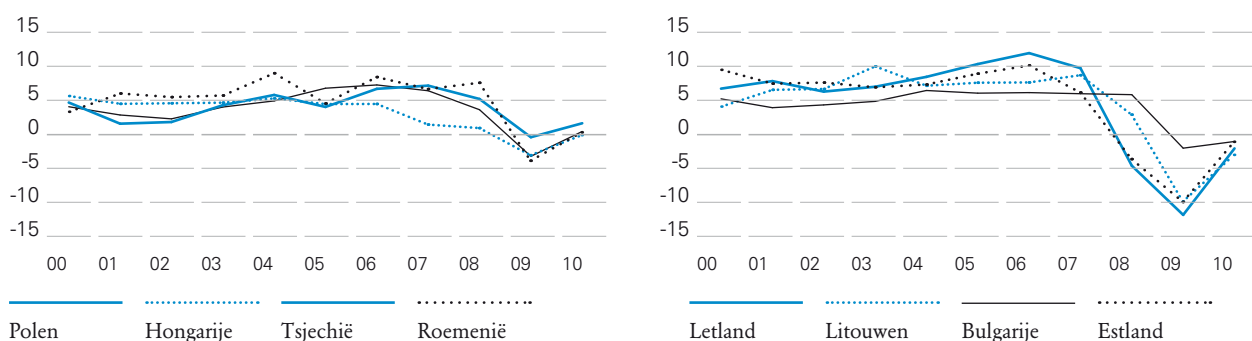
kanaal. Indien consumenten en bedrijven in één land in groten getale niet meer aan hun betalingsverplichtingen kunnen voldoen, komen lokale banken in de problemen. Dit heeft mogelijk ook gevolgen voor de kredietverlening van de moederbank in andere landen. Daarnaast hebben veel consumenten en bedrijven in Centraal- en Oost-Europa hun leningen afgesloten in buitenlandse valuta. Deze valuta mismatches zorgen ervoor dat een sterke depreciatie van de lokale munt leidt tot aflossingsproblemen. Overigens verschilt het aandeel van buitenlandse valuta in leningen aanzienlijk tussen de verschillende landen. Zo is in Estland en Letland meer dan 85% van de leningen gedenomineerd in buitenlandse valuta, terwijl in Tsjechië dit percentage veel lager is (13,6%). De voorspellingen van het IMF laten grote groei- of krimpverschillen zien tussen de Centraal- en Oost-Europese landen. Zo krompen de economieën van de Baltische staten in 2009 met minimaal 10%, terwijl voor Polen een krimp van 0,7% wordt verwacht. Voor de hele regio houdt het IMF rekening met een negatieve groei van -3,7% in 2009 en een lichte groei voor 2010 (0,8%).

### Consequenties voor het eurogebied en Nederland

Door de hoge mate van economische vervlochtenheid worden ook het eurogebied en Nederland direct geraakt door gebeurtenissen in Centraal- en Oost-Europa. Vooral via de financiële dienstverlening en het handelskanaal worden de economische vooruitzichten beïnvloed. De bankensector wordt gedomineerd door buitenlandse banken. West-Europese banken hebben uitgedrukt in percentages van de totale activa

### Grafiek 1 Economische groei Centraal- en Oost-Europa

Volume; procentuele jaarmutaties



Bron: IMF WEO april 2009.

64% (Letland en Hongarije) tot 99% (Estland) van de bankensector in handen. De blootstelling van de eigen bankensector aan Centraal- en Oost-Europa via lokale dochterondernemingen maakt het eurogebied gevoelig voor de ontwikkelingen in deze regio (tabel 2). De grensoverschrijdende financiering van Oostenrijkse banken is het grootst (70% bbp). De blootstelling van Nederlandse banken is met ongeveer 11% van het bbp aanzienlijk kleiner – hierin worden naast de nieuwe lidstaten ook Rusland en Turkije meegeteld. West-Europese banken zijn niet slechts slachtoffer van de crisis in Centraal- en Oost-Europa, maar hebben hier ook zelf een rol in gespeeld. De afgelopen jaren hebben ze op grote schaal relatief goedkope leningen aangeboden en daarmee bijgedragen aan de hoge kredietverlening en de opbouw van onevenwichtigheden, zoals de risicovolle schuldposities van huishoudens in buitenlandse valuta.

Omgekeerd zijn Centraal- en Oost-Europa inclusief Rusland en Turkije de afgelopen jaren belangrijke motoren geweest achter de exportgroei van het eurogebied. Het stilvallen van de explosieve groei van de binnenlandse bestedingen in de regio drukt de exportgroei in het eurogebied (grafiek 2). Op basis van simulaties met het macro-economische wereldmodel NIGEM wordt verwacht dat dit een negatief effect heeft van grofweg 0,50% op het bbp van het eurogebied in 2009.<sup>3</sup> Voor Nederland is dit effect ongeveer dubbel zo groot door de relatief open economie van ons land.

### Vooruitzichten

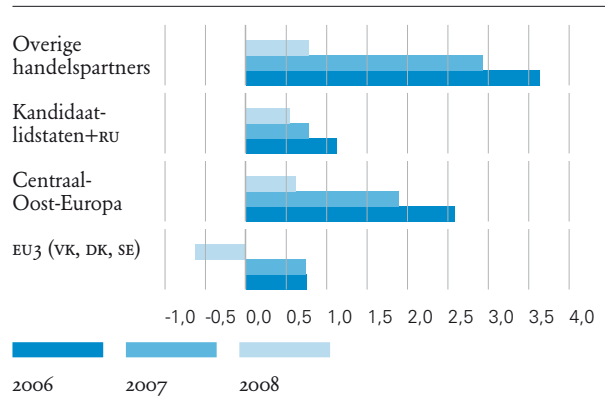
Ondanks de situatie waarin de Centraal- en Oost-Europese landen zich bevinden, is de huidige groeivertraging naar verwachting van tijdelijke aard. Het convergentieproces dat in de aanloop naar EU-toetreding is ingezet, wordt op termijn voortgezet. Maar de duur en diepte van de crisis, en daarmee het tempo van herstel en het convergentieproces, zijn onzeker en verschillen van land tot land.

#### Korte termijn

De snelheid van herstel hangt in eerste instantie af van de omvang en timing van noodzakelijke beleidsmaatregelen en van de flexibiliteit en het aanpassingsvermogen van de economie. De effectiviteit van de instrumenten van lokale autoriteiten verschilt per land, maar is beperkt. Voor opkomende economieën is de budgettaire ruimte relatief klein omdat financiële markten een minder hoog schuldniveau tolereren dan voor ontwik-

### Grafiek 2 Bijdrage exportgroei eurogebied

Groei in volume, bijdrage in %



Bron: Eurostat.

kelde landen, zeker in de huidige externe omgeving. Daarnaast wordt monetaire verruiming beperkt, omdat een verlaging van de beleidsrente gevolgen heeft voor de wisselkoers, die reeds sterk is gedeprecieerd. In de landen met een vaste wisselkoerskoppeling kan het rente-instrument in geen geval worden aangewend om de economie te stimuleren. Tegen deze achtergrond is internationale steun op korte termijn essentieel. Gegeven de expertise en het uitgebreide instrumentarium is het IMF in eerste instantie de aangewezen partij om gecoördineerde steunpakketten te leveren. Daarnaast is door de economische vervlochtenheid en vanuit het oogpunt van Europese solidariteit ook steun vanuit de EU onontbeerlijk.

### Tabel 2 Blootstellingen bankensector Eurogebied aan Centraal- en Oost-Europa

Procenten bbp thuisland; ultimo 2007

Griekenland	21,9
Oostenrijk	70,0
Italië	9,1
Nederland	11,0
België	26,3
Duitsland	6,0
Frankrijk	5,3
Zweden	18,6

Bron: Maechler, A.M., and Ong, L. L., Foreign Banks in the CESE. Countries: In for a Penny, in for a Pound?, IMF WP/09/54.

**Tabel 3** Overzicht blootstellingen Nederlandse banken per land (% totale blootstelling)

Procenten; jaar 2007

Polen	27,0
Rusland	21,6
Turkije	21,4
Roemenië	7,0
Hongarije	6,4
Tsjechië	6,4
Slowakije	4,9
Oekraïne	2,8
Bulgarije	0,6
Kroatië	0,2
rest	1,8
Totaal	100,0

*Middellange termijn*

Economische groei wordt vanuit de aanbodzijde gedreven door drie componenten: de ontwikkeling van de kapitaalgoederenvoorraad, de beschikbare hoeveelheid arbeid en de totale factorproductiviteit (TFP). TFP is het deel van de economische groei dat niet kan worden verklaard door inputfactoren en wordt doorgaans toegeschreven aan technologische vooruitgang. Het grootste neerwaartse risico voor de economische groei op de middellange termijn is de negatieve invloed van het verslechterde investeringsklimaat op de ontwikkeling van de kapitaalgoederenvoorraad en de productiviteit. Zolang de risicopremies hoog blijven, wordt de investeringsgroei negatief beïnvloed door de hogere financieringskosten van kapitaalgoederen. Uit onderzoek blijkt dat landen die voorafgaand aan de crisis een hoge krediet- en investeringsgroei kenden een sterke afname van de investeringen tegemoet kunnen zien. Daarnaast vergroot een hoge kredietgroei de kans op 'non-performing loans' en een 'credit crunch'. Dit belemmert de financiering van nieuwe kapitaalgoederen. Hoewel de uitbreiding van de kapitaalgoederenvoorraad de afgelopen jaren een belangrijke groeibijdrage heeft geleverd, is de economische groei tussen 2002-2006 met name gedreven door de ontwikkeling van de totale factorproductiviteit. Vanwege het langere termijn effect van technologische vooruitgang is de regio mogelijk weerbaarder tegen een tijdelijke stijging van de financieringskosten. Investeringsprojecten zoals uitbreiding van machineparken of infrastructuur kunnen de duurzaamheid van de TFP-groei waarborgen. Het is daarom positief dat er in

Centraal- en Oost-Europa nauwelijks een investeringsverschuiving heeft plaatsgevonden naar minder productieve sectoren zoals woningen, ondanks de 'boom' in de huizensector in een aantal landen. In Polen, Litouwen, Estland, Tsjechië en Roemenië slaat gemiddeld 10% van de totale investeringen neer in de huizensector. Dit is weinig in vergelijking met het eurogebied (ca. 25%). Aangetekend moet worden dat TFP niet rechtstreeks wordt waargenomen en het karakter heeft van een restpost. De hoge groeibijdrage van TFP kan daarom ook door andere factoren worden verklaard, waaronder de economische cyclus. Het is in dit verband opvallend dat de landen die de hoogste TFP-groei hebben laten zien (de Baltische Staten en Roemenië) tevens oververhit zijn geraakt. De groeibijdrage van de factor arbeid was tussen 2002-2006 marginaal. Pas in de laatste jaren is de werkgelegenheid in Centraal- en Oost-Europa aangetrokken. De hoge loondruk tijdens de periode van economische opgang toont aan dat het beperkte arbeidsaanbod uitbreiding van de kapitaalgoederenvoorraad en de economische groei in de weg heeft gestaan. Lage arbeidsmarktparticipatie, een hoog aandeel lange-termijn-werkloosheid, en relatief veel werkgelegenheid in de minder productieve landbouwsector indiceren dat het potentiële arbeidsaanbod onderbenut is. Verdere arbeidsmarkthervormingen zijn daarom nodig om optimaal economisch herstel te kunnen bewerkstelligen.

1 Polen, Tsjechië, Hongarije, Slowakije, Slovenië, Estland, Letland, Litouwen, Roemenië, Bulgarije.

2 Maximale verschil in de periode januari 2007 – april 2009.

3 Hierbij wordt uitgegaan van voorspellingen van het IMF (WEO april 2009). Volgens deze voorspellingen komt de bbp-groei van Centraal- en Oost-Europa en van Rusland in 2009 respectievelijk 6,5 en 11,5 procentpunten lager uit dan in 2008.