

## Sticking together: the future of the Eurozone

Een samenvatting van het rapport van  
het Atradius Economic Research Departement

Januari 2012



### Waarom wordt er gespeculeerd over het uiteenvallen van de Eurozone?

De crisis in de eurozone is halfweg 2011 in alle hevigheid opgelaaid. Ondanks verscheidene topconferenties slaagden de Europese leiders er niet in de crisis af te wenden of op zijn minst te beteugelen. De dreiging van een verbrokkelde eurozone wordt daarom sinds kort ernstig genomen. Dit rapport van Atradius belicht welke koers de eurozone – en dus de euro – moet varen om de storm te doorstaan. Ook wordt de achtergrond van de huidige crisis geschetst, met een korte historiek van de Europese Monetaire Unie en de euro als gemeenschappelijke munt, plus een overzicht van de gebeurtenissen in de aanloop naar de crisis vanaf het failliet van Lehman Brothers in september 2008.

Met de invoering van de euro nam het aantal investeringen en leningen over de landsgrenzen heen snel toe. Die grensoverschrijdende activiteit werd verder gestimuleerd door een quasi gelijkschakeling van de interestvoeten in alle lidstaten van de eurozone. De toegang tot goedkope financieringen gaf aanleiding tot een hausse, vooral in de bouw- en woningsector, en hogere lonen in verscheidene lidstaten. De relatief trage productiviteitsgroei en stijgende lonen in die landen ging echter gepaard met een verminderd concurrentievermogen, terwijl hun overheden, ondernemingen en gezinnen steeds meer schulden bleven opstapelen.

Het zijn precies die verschillen in productiviteit en concurrentievermogen en de steeds grotere schuldenberg die de huidige crisis in de eurozone in gang zetten. Het onvermogen van de overheden om hun schulden af te lossen, gaf aanleiding tot verschillende financiële reddingsoperaties, onlangs nog in Griekenland. Omwille van de financiële verwevenheid tussen de eurolanden onderling ondervinden ook de stabielere lidstaten (de kernlanden) de gevolgen van problemen in de minder stabiele (perifere) landen, waardoor de vrees voor ‘besmetting’ toeneemt. Ondanks de vele hulpmaatregelen werd de dreiging van een versnipperde eurozone, door een verlies van vertrouwen, alsook tekenen die wijzen op een nakende recessie alleen maar tastbaarder.

## Hoe waarschijnlijk is het dat de Eurozone daadwerkelijk uiteenvalt?

Atradius is ervan overtuigd dat het uiteenvallen van de eurozone nefast zou zijn voor zowel de landen die de eurozone verlaten als voor de overblijvende landen. Dit scenario is daarom niet erg waarschijnlijk. We illustreren dit aan de hand van een voorbeeld, waarbij Duitsland de sterke kernlanden vertegenwoordigt (de landen met een gezonde lopende rekening, goed beheerde overheidsfinanciën en een redelijk groeipotentieel) en Griekenland de zwakkere perifere landen (de landen met een deficitaire lopende rekening, minder goed beheerde overheidsfinanciën en beperkte groeivoorzichten).

De redenering gaat als volgt. Indien Griekenland, een zwak land, de euro zou opgeven en opnieuw de drachme zou invoeren, dan kan dit leiden tot een muntdevaluatie waardoor het land aan concurrentievermogen wint. Simpel, toch? Toch niet. De landen van de eurozone zijn immers sterk met elkaar verweven, zowel economisch, financieel als juridisch (via het Verdrag van Maastricht en het Lissabonverdrag). Het ontrafelen van dit kluwen is onbekend terrein voor beleidsvormers en het gevaar voor beleidsfouten is dus bijzonder groot. Een 'ordentelijke' uitstap uit de eurozone lijkt niet mogelijk, vermits dit complete geheimhouding tot het eigenlijke uitstapmoment zou vereisen. En wanneer investeerders lucht krijgen van een mogelijke uitstap, halen ze stante pede al hun geld uit Griekenland weg, waarbij financieringsproblemen pas echt Griekse ondernemers en gezinnen het mes op de keel zetten en het hele Griekse banksysteem als een kaartenhuis zou instorten.

Bovendien heeft Griekenland heel wat buitenlandse geldschietters en is een groot deel van de Griekse schuld in euro. Een devaluatie van de 'nieuwe' munt zou de relatieve waarde van de schuld nog doen toenemen, die zo helemaal onaflosbaar wordt. Indien de buitenlandse schuld evenwel in de nieuwe munt zou worden omgezet, dan zou de waarde daarvan meteen dalen. Griekenland zou onmiddellijk effectief in gebreke blijven. In beide gevallen zijn de buitenlandse houders van Griekse activa, waaronder een aantal Duitse banken, de grote verliezers.

Het is bovendien heel goed mogelijk dat wanneer Griekenland de eurozone zou verlaten en zijn munt zou devalueren om zijn concurrentievermogen op te krikken, de voormalige europartners van Griekenland tolmuren zouden opwerpen, iets wat de EU tot nu toe steeds heeft kunnen afwenden.

Een gelijkaardige situatie zou zich voordoen indien, hoe onwaarschijnlijk dit ook lijkt, een sterk land zoals Duitsland uit de muntunie zou stappen. In dat geval zou de 'nieuwe' deutschmark geherwaardeerd worden, wat tot een effectieve devaluatie van de Griekse en andere munten zou leiden en de concurrentiepositie van Duitsland zou uithollen, met forse verliezen voor de buitenlandse houders van Duitse activa tot gevolg.

Tot slot zouden de kosten verbonden aan een uitstap uit de eurozone, indien dit al mogelijk zou zijn, voldoende ontradend werken. Volgens de ramingen van UBS zouden de initiële kosten voor een land als Griekenland tussen €9.000 en €11.500 per capita bedragen, gevolgd door een verdere €3.000-€4.000 per capita over drie jaar, met een forse daling van het bbp (-30%-40%) over dezelfde periode. De impact zou bijna even pijnlijk zijn voor een sterke economie als Duitsland wanneer die de euro zou opgeven.

Kortom, wanneer een land zou beslissen om uit de muntunie te stappen dan zou dat een enorme chaos veroorzaken: enkele banken zouden zo goed als zeker over de kop gaan, financieringen worden krappere, in- en uitvoerrechten worden opnieuw ingevoerd en een recordaantal bedrijven kunnen niet langer hun rekeningen betalen of vragen het faillissement aan.

## Dus wat zijn de kansen van, en implicaties voor, een verenigde Eurozone?

Gezien de kosten van een verbrokkelde eurozone bijzonder hoog zijn, zijn de Europese leiders uitermate gemotiveerd om de unie intact te houden. Daartoe moeten een aantal structurele problemen worden aangepakt en moet de huidige neerwaartse trend worden omgebogen. De eurozone staat voor drie immense structurele uitdagingen:

- De buitenlandse schuld in de zwakkere perifere lidstaten verminderen
- Het onevenwicht in lopende rekeningen in de eurozone wegwerken
- De verschillen in productiviteitsgroei binnen de eurozone afvlakken.

Atradius meent dat de eurozone over de nodige instrumenten beschikt om deze problemen aan te pakken, maar vreest dat het politieke proces de effectieve uitvoering van de beleidsmaatregelen die economen algemeen wenselijk en zelfs noodzakelijk achten, zal ondermijnen. Verwacht wordt dat de Europese Centrale Bank (ECB) het gelag zal moeten betalen en voldoende liquiditeit aan de banken zal moeten verlenen om het financiële systeem drijvende te houden en overheidsfaillissementen af te wenden. De European Financial Stability Facility, of Europese faciliteit voor financiële stabiliteit, zal hierin naar alle waarschijnlijkheid een belangrijke rol spelen als reservefonds voor banken en overheden. De financiële draagkracht van deze faciliteit zal evenwel ontoereikend blijken.

Wat de tweede uitdaging betreft, zullen de zwakkere lidstaten meer moeten uitvoeren of minder invoeren. Dit betekent dat ze hun concurrentievermogen ten aanzien van andere landen moeten verbeteren door middel van een algemene loonsverlaging om de uitvoerprijzen te drukken. De sterkere landen moeten op hun beurt de vraag in eigen land stimuleren en het overschot op hun lopende rekening terugschroeven, maar dit zal hoogst waarschijnlijk niet op grote schaal gebeuren. De dalende euro ten aanzien van andere landen zwengelde de uitvoer naar landen buiten de eurozone alvast aan.

Het aanpakken van de derde uitdaging, die mikt op een sterkere productiviteitsgroei, belooft een werk van lange adem te worden, met structurele economische hervormingen, investeringen in onderwijs, het terugdringen van corruptie binnen de overheid en in ondernemingen en tot slot minder administratieve rompslomp voor startende ondernemers.

## Onze conclusie

De kosten verbonden aan een versnippering van de eurozone zullen de Europese leiders ongetwijfeld aansporen om de unie samen te houden. Een pasklaar antwoord op de huidige crisis is er evenwel niet. Het herstel zal in kleine, oplopende stappen verlopen, wat uiteraard bijdraagt tot de aanhoudende onzekerheid en een beperkte economische groei.

Hoewel de eurozone zich schrap zet voor een algemeen oppervlakkige recessie, wordt verwacht dat de economische groei en het vertrouwen van investeerders in de tweede helft van 2012 weer zullen aantrekken. De druk op de overheidsschuld zal geleidelijk wegebben, maar de hoge werkloosheid blijft een pijnpunt, vooral in de zwakkere landen. De internationale handel zal toenemen dankzij de grotere vraag uit snelgroeiende emerging markets. De kredieten blijven evenwel onder spanning staan en het insolventiepeil blijft hoog, maar het bedrijfsklimaat zou geleidelijk opklaren.

John Lorié (hoofdeconoom Atradius), Marijn Kastelein, Niklas Nordman en Daan Willebrands

Copyright Atradius N.V. 2012

#### Atradius Disclaimer

Dit rapport wordt louter ter informatie verstrekt en is niet bedoeld als enige aanbeveling aan de lezer(s) met betrekking tot een specifieke transactie, investering of strategie. Lezers zijn zelf verantwoordelijk voor het nemen van commerciële en andere beslissingen omtrent de verstrekte informatie. Hoewel Atradius al het noodzakelijke heeft gedaan om te verzekeren dat de informatie in dit rapport verkregen is van betrouwbare bronnen, kan Atradius niet verantwoordelijk gesteld worden voor fouten of omissies, of voor de resultaten verkregen door gebruik van deze informatie. Alle informatie in dit rapport wordt gegeven 'zoals ze is', zonder garantie op volledigheid, accuraatheid, tijdsgebondenheid, of op de resultaten verkregen door gebruik van het rapport, en zonder garantie van enige soort, uitdrukkelijk of geïmpliceerd. In geen geval zal Atradius, haar gerelateerde partners of corporaties, of de partners, agenten of werknemers hiervan verantwoordelijk gesteld kunnen worden voor enige genomen beslissing of actie die zij zouden nemen op basis van de in dit rapport verstrekte informatie om het even welke schade het betreft, zelfs wanneer vooraf geïnformeerd over de mogelijke negatieve gevolgen.

Atradius Credit Insurance N.V.  
Meir 30  
2000 Antwerpen  
The Netherlands  
Telefoon: +32 (0)3 202 44 73  
Fax: +32 (0)3 225 35 89

Belgium@atradius.com  
www.atradius.be