

De financiële crisis

Hoe de economie wordt gegrepen

*De financiële crisis is komende zomer twee jaar oud. Begon het met problemen binnen het bancaire systeem, inmiddels is de crisis overgeslagen naar de rest van de economie. Voor 2009 wordt een wereldwijde krimp van de economie verwacht. Waarom heeft een financiële crisis zoveel gevolgen voor de economie? En is er licht aan het eind van de tunnel?*¹

Lessen uit het verleden

Wat weten we over financiële crises en hun impact op de economie? Het blijft natuurlijk altijd lastig vergelijken. Elke crisis kent zijn eigen, specifieke omstandigheden. Toch geven ervaringen uit het verleden interessante en nuttige aanknopingspunten. Financiële crises hebben altijd grote effecten op de economie en duren eigenlijk altijd relatief lang. Door alles nog eens naast elkaar zetten kunnen we begrijpen hoe een probleem in de financiële wereld doorwerkt in de reële economie. Er is hiernaar veel onderzoek verricht. Rogoff en Reinhart, twee Amerikaanse economen, hebben vroegere financiële crises uitgebreid bestudeerd². In hun meest recente paper (2009) selecteren ze een aantal (14) financiële crises uit het verleden, die zwaar genoeg zijn om te vergelijken met wat er nu gebeurt³. Zij komen tot de conclusie dat de nasleep van alle financiële crises doorgaans een aantal gemeenschappelijke kenmerken heeft:

1. Dramatische en langdurige instorting van huizenprijzen en aandelenkoersen. Reële huizenprijzen dalen gemiddeld met 35% over een periode van 6 jaar terwijl aandelenkoersen gemiddeld met 55% dalen over een periode van 3½ jaar.
2. De nasleep van een bankencrisis wordt gekenmerkt door sterke dalingen van de productie en werkgelegenheid. De werkloosheid stijgt meestal met zo'n 7%-punt gedurende een neergang, die gemiddeld 4 jaar duurt.
3. Het BBP per hoofd krimpt gemiddeld met iets meer dan 9%, hoewel de duur van de neergang in vergelijking met de duur van de huizenprijzdaling, met twee jaar aanzienlijk korter is.
4. De reële waarde van de overheidsschuld explodeert. Gemiddeld steeg in crises na WOII deze schuld met 86%, waarbij 'bailouts' en herkapitalisatie van banken niet de voornaamste oorzaken zijn van het stijgen van de schuld. Belangrijker hiervoor zijn de scherp dalende belastinginkomsten en de ambitieuze anticyclische beleidsmaatregelen die getroffen worden.

Vanzelfsprekend is deze keuze van crises door Reinhart & Rogoff willekeurig, en zijn ook de genoemde getallen niet representatief voor elke crisis en ieder land.

¹ Dit artikel is gebaseerd op H.W. Stegeman en D. Piljic (2009), *De financiële crisis: Hoe de economie wordt meegesogen*, SP2009/04, Rabobank

² Zie: Reinhart, C. en K. Rogoff (2008a), *This time is different: A panoramic view of eight centuries of financial crises*, NBER Working paper no. 13882; Reinhart, C. en K. Rogoff (2008b), *Banking crises: An equal opportunity menace*, mimeo; Reinhart, C. en K. Rogoff (2009), *The aftermath of financial crisis*, NBER Working Paper 14656.

³ Zij geven helaas niet aan wat de gevolgen tijdens de crises waren voor de kredietverlening, toch een belangrijke variabele bij een financiële crisis.

De financiële crisis

Dat neemt niet weg dat ook andere studies aantonen dat financiële crises over het algemeen relatief lang duren. Daarbij wordt de crisis dieper als (1) er sprake is van gelijktijdige daling van aandelenkoersen en huizenprijzen, en (2) er wereldwijd meer landen zich gelijktijdig in een recessie bevinden. Voor Nederland is het lastig de huidige situatie te vergelijken met voorgaande recessies. In de jaren dertig was er wel in de VS sprake van een financiële crisis die enige vergelijking vertoont met de huidige situatie maar in Nederland was toen geen sprake van een financiële crisis. Ook de laatste zware recessie in Nederland, die van begin jaren tachtig, is onvergelykbaar met de huidige situatie.⁴

Het leeglopen van de bubbel

De huidige financiële crisis is begonnen met een echt Amerikaans probleem; het leeglopen van de bubbel op de Amerikaanse huizenmarkt. Doordat de rente in de VS omhoog ging, kwamen mensen in betalingsproblemen. Ook nam hierdoor de vraag naar koopwoningen af, waardoor de huizenprijzen gingen dalen. Inmiddels zijn de huizenprijzen gemiddeld al ruim 28% gedaald ten opzichte van de top van juni 2006. Door securitisaties (het doorverkopen van hypotheekleningen) hadden heel veel financiële instellingen last van dit van oorsprong Amerikaanse probleem. Ze moesten afschrijven op leningen, maar ook leningen die ze eerder van hun eigen balans afgeduwd hadden, door ze door te verkopen, weer opnieuw opnemen. Het vertrouwen binnen en in de financiële wereld raakte zoek, om te beginnen op de interbancaire geldmarkt in juli 2007. Het bleef alleen niet bij een probleem in de financiële wereld.

Van een financiële crisis naar een economische crisis.

Langs drie kanalen kwamen deze problemen in de financiële sector terecht bij de rest van de economie: via kredietverlening, vermogenseffecten en vertrouwen (zie figuur 1). Deze effecten spelen in de VS een rol, maar ook in andere landen.

Kredietverlening

Kredietverlening in de VS werd lastiger, omdat veel banken een grote (soms risicovolle) hypotheekportefeuille hadden waarop ze moesten afschrijven. Dit leidde tot verliezen voor het bankwezen en erodeerde de kapitaalsbasis. Hierdoor werd het verstrekken van krediet lastiger. Bijkomend probleem was en is het wantrouwen op de geldmarkt, waardoor risicopremies nog steeds hoog zijn. Daarnaast zijn de problemen van banken verergerd door vermogensverliezen, niet alleen op vastgoed, maar ook op de aandelenbeurzen. Banken zien daardoor een deel van hun kapitaalbasis verdampen. Deze 'second round feedback loop' is gekomen bovenop de initiële verliezen als gevolg van slechte leningen. Ook vertrouwenseffecten (vertrouwen in en tussen banken) hebben ervoor gezorgd dat kredietverlening lastiger werd. Door securitisaties en de vervlechting van het mondiale financiële en economische systeem zijn de

⁴ Voor een uitgebreidere vergelijking tussen de huidige situatie en die in de jaren dertig en tachtig, zie Rabobank Themabericht 2009/05 en 2009/06.

De financiële crisis

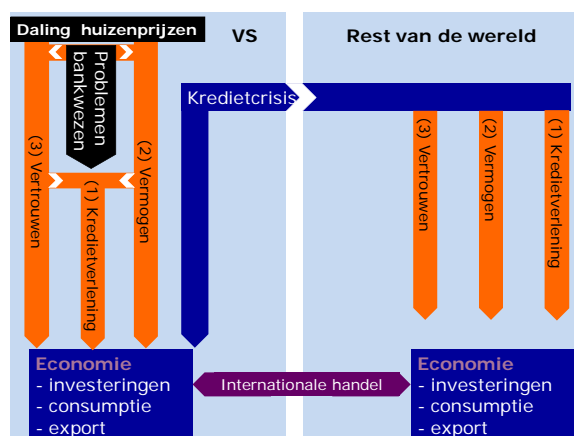
problemen op de Amerikaanse huizenmarkt niet een probleem gebleven voor alleen het Amerikaanse bankwezen. In heel veel, met name Westerse, landen zijn banken in de problemen gekomen door portefeuilles met gesecuritiseerde

Amerikaanse hypotheekleningen. De duidelijkste effecten zijn de scherp opgelopen risicopremies en de, in Europa althans, afnemende groei van bancair krediet. Voor ongeveer de helft van hun kredietvoorziening waren bedrijven in Europa en Nederland de afgelopen jaren afhankelijk van bancair krediet. Ook andere kredietkanalen, voor met name grote bedrijven, zoals de aandelen- en obligatiemarkt, zijn minder toegankelijk geworden. Eén van de motoren van de toename van de kredietverlening, het doorgeefluik van de securitisatiemarkt, is nagenoeg stilgevallen (zie figuur 2).

Het effect van het teruglopen van het aanbod van krediet op de economische groei is moeilijk vooraf in te schatten. Niet alleen het aanbod van krediet neemt af, maar ook de vraag naar krediet loopt door de slechtere economische omstandigheden terug. Omdat we alleen de daadwerkelijke kredietverlening in de statistieken waarnemen, is niet te onderscheiden in welke mate consumenten en bedrijven gerantsoeneerd worden in hun kredietvraag.

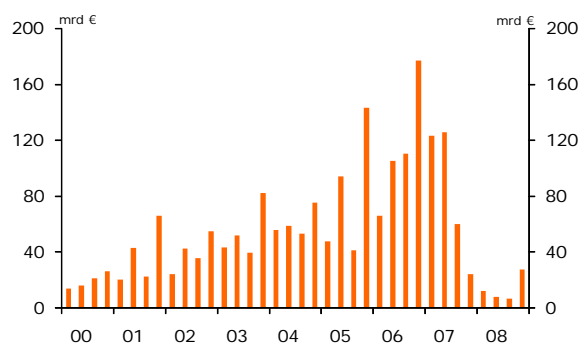
Het is waarschijnlijk dat ook de komende jaren minder krediet beschikbaar zal zijn, waardoor ook een economische opgang geremd wordt. Dit is gebruikelijk bij een financiële crisis en dat is dan ook één van de belangrijkste redenen voor het

Figuur 1: Doorwerking financiële crisis naar economie



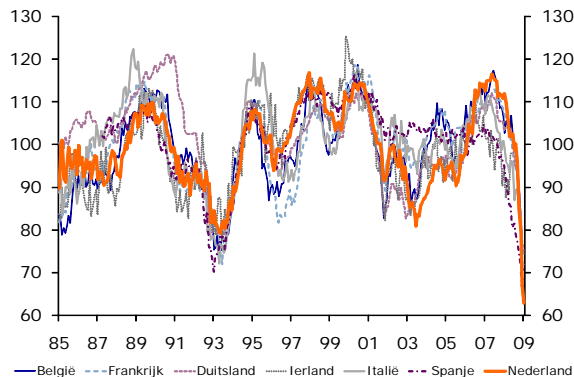
Bron: Rabobank

Figuur 2: Europese securitisatiemarkt volledig ingezakt



Bron: European Securitization Forum

Figuur 3: Vertrouwen ver te zoeken

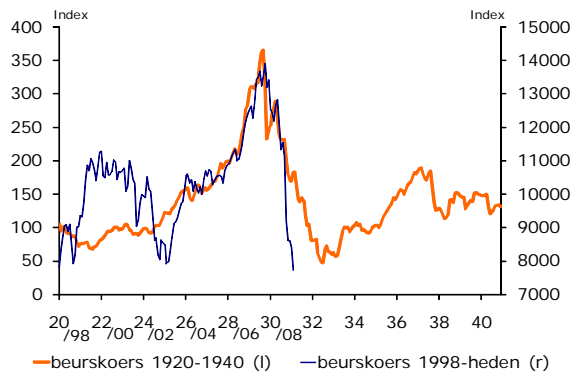


Bron: Niesr, Rabobank

De financiële crisis

grote effect van een financiële crisis op de economische groei. Deze crisis kan daarbij nog wel eens heviger zijn dan de vorige. Ten eerste is het een mondiaal probleem, zodat er geen land met een gezonde financiële sector is die de rest

Figuur 4: Daling aandelenkoersen historisch



Bron: Reuters EcoWin

van de wereld op sleeptouw kan nemen. Ten tweede zijn de problemen in de financiële sector niet over. Dit ondanks krachtadig ingrijpen van overheden en centrale banken met maatregelen die soms nog niet eerder waren vertoond. Ten derde is het ook goed denkbaar dat het totaal beschikbare krediet voorlopig ook niet meer terugkomt op het niveau van voor de crisis. Het onderpand is fors in waarde gedaald, en het zal jaren duren voordat dat weer op het niveau komt van voor 2008. Ook zal de hefboom niet meer zo snel zo risicovol worden als voor de crisis.

Vermogenseffecten

Het tweede kanaal waarlangs de financiële crisis doorwerkt naar de rest van de economie is via vermogenseffecten. Vermogensverliezen raken huishoudens en bedrijven. Ook overheden worden daarbij niet gespaard.

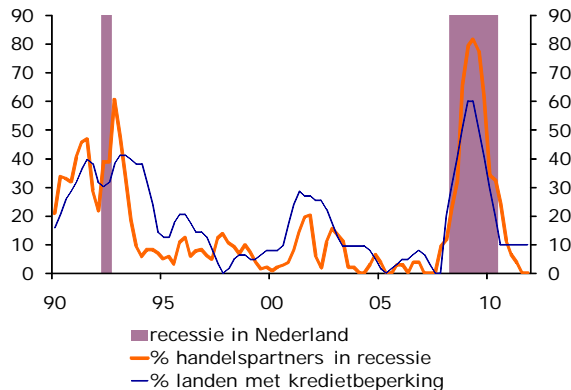
Niet alleen aandelenvermogens zijn historisch gedaald (zie figuur 4), maar ook huizenvermogens (met name in de VS en het VK) en alles wat belegd was in grondstoffen is ook fors in waarde afgenomen. Een afnemend vermogen van gezinnen kan leiden tot een toename van de besparingen; iets dat we op dit moment ook wereldwijd – zelfs in de VS- waarnemen. Mensen denken vaak dat hun vermogen op papier bijna even liquide is als geld op de bank. Als de waarde van dat vermogen daalt bestaat de behoefte om meer geld op de bank te zetten. Als gevolg van dat gedrag neemt de vraag naar huizen en aandelen nog verder af, waardoor de waarde verder daalt en het vermogenseffect groter wordt. Het omgekeerde geldt natuurlijk bij een stijgend huizen- en aandelenvermogen. Een stijgende spaarquote (dat deel wat mensen sparen uit wat ze aan inkomen binnenkrijgen) zorgt er op dit moment echter voor dat er minder overblijft om uit te geven. Dit resulteert dus in een lagere consumptie.

Voor bedrijven geldt in principe hetzelfde. Vermogensverliezen moeten worden aangevuld om reserves op peil te houden. Hierdoor kan minder geïnvesteerd worden. Door het spaargedrag van gezinnen als gevolg van hun vermogensverliezen hebben ze ook te kampen met vraaguitval, waardoor het repareren van hun vermogenspositie door het inhouden van winsten ook geen optie is. De vermogenseffecten van gezinnen worden in de toekomst nog negatief versterkt door de vermogensverliezen van de overheid. Als gevolg van de reddingsoperaties van banken, tezamen met aanmerkelijk lagere belastinginkomsten en hogere uitgaven (aan vooral sociale zekerheid) is die vermogenspositie van de

De financiële crisis

overheid aanzienlijk verslechterd. Deze schuld zal ooit betaald moeten worden. Dit remt de groei in ieder geval een aantal jaren lang.

Figuur 5: Langdurige recessie in Nederland



Bron: Niesr, Rabobank

Vertrouwenseffecten

Met het laatste kanaal, vertrouwens- of psychologische effecten, hebben economen vaak de meeste moeite. Om het toch een beetje in econometriaal te houden: door het gebrek aan vertrouwen werkt het vliegwiel van de economie, de zogeheten multiplier, niet meer goed. Mensen geven normaal gesproken een bepaald deel (een quote) van de toename van hun inkomen uit. Dit geld komt bij bedrijven, leidt onder normale omstandigheden tot extra investeringen en vervolgens weer tot meer bedrijvigheid, meer inkomensgroei et cetera. Gebrek aan vertrouwen verkleint het effect van deze multiplier en zorgt ervoor dat het economisch proces ernstig wordt verstoord.

Mensen gaan meer sparen, bedrijven zien geen kansen en investeren niet. Kortom, de economische kringloop is verstoord, waardoor ook verbanden zoals gebruikt in macro-economische modellen (tijdelijk) minder valide zijn. Op dit moment staan alle vertrouwensindicatoren fors in het rood (figuur 3). Mensen zijn minder bereid om geld uit te geven, bedrijven durven vrijwel niet te investeren. Vertrouwen weer terugbrengen is lastig. Overheden kunnen alleen duidelijkheid geven over het te voeren beleid en banken moeten transparant zijn over hun (nog komende) verliezen. Dat is een voorwaarde voor een herstel van vertrouwen.

Hoe verder?

We zijn nagegaan hoe de drie kanalen, waarlangs de financiële crisis doorwerkt naar de rest van de economie, er nu voor staan. Dit stemt somber. Het aanbod van krediet zou nog wel eens lang de beperkende factor kunnen zijn voor economische groei, en ook vermogensverliezen -met name die van de overheid- kunnen de economische groei nog lang temperen.

Snel terugkeren naar 'normaal' (voor wat het waard is) ligt op korte termijn niet voor de hand. Ten eerste duren financiële crises, zo blijkt uit het verleden, gemiddeld altijd langer dan een 'normale' recessie. De huidige crisis gaat daarnaast ook nog eens gepaard met historisch grote vermogensverliezen en sterk oplopende staatsschulden. Dat vertraagt het herstel. Ten derde is ook de mondialiteit van de huidige recessie ongekend. Dat heeft langdurige gevolgen voor de Nederlandse economie. Dat betekent dat niet alleen 2009 en 2010 moeilijke jaren zijn, maar dat een terugkeer naar groeicijfers zoals we die de afgelopen jaren hebben gekend nog wel even op zich zal laten wachten.

Hans Stegeman
H.W.Stegeman@rn.rabobank.nl

Danijela Piljic
D.Piljic@rn.rabobank.nl