



Rabobank

De financiële crisis

Hoe de economie wordt meegezogen

April 2009

Kennis en Economisch Onderzoek

Inhoudsopgave

Samenvatting	3
Financiële crisis wordt recessie	
Inleiding	5
Het ergste moet nog komen?	
Historisch perspectief	7
Wat kunnen we leren uit het verleden	
Doorwerking op economie	15
Hoe de crisis de economie grijpt	
Kredietverlening	16
Hebben we een credit crunch?	
Vermogenseffecten	29
Bubbels en staatskas lopen leeg	
Vertrouwenseffecten	34
Gebrek aan vertrouwen verlamt	
Hoe verder?	38
Hebben we de bodem bereikt?	
Referenties	45
Colofon	47

Kennis en Economisch Onderzoek staat ook op internet.
Het adres is www.rabobank.com/kennisbank

Afsluitdatum: 15 april 2009

Samenvatting

Financiële crisis wordt recessie

De financiële crisis is komende zomer twee jaar oud. Wat is begonnen met een leeglopende huizenmarktbubbel in de Verenigde Staten (VS), is geworden tot een mondiale financiële crisis die zijn gelijke in de geschiedenis niet kent. Inmiddels zijn de desastreuze gevolgen voor de reële economie in volle hevigheid zichtbaar. Een belangrijke vraag hierbij is waarom juist de huidige crisis de wereldeconomie zo hard raakt. En misschien nog belangrijker: wat staat ons nog meer te wachten?

Om een zinvol antwoord te kunnen geven op de bovenstaande vragen plaatsen we in het eerste hoofdstuk van dit rapport de huidige crisis in historisch perspectief. Financiële crises zijn van alle tijden. Sinds het begin van de jaren '70 zijn er al 142 crises geweest. Het verleden leert dat recessies in combinatie met financiële crises gepaard kunnen gaan met omvangrijke kosten voor de reële economie. Want zonder een goed functionerende financiële sector is er ook geen goed draaiende economie. Empirisch onderzoek laat zien dat in de twee jaar volgend op de crises de economische groei gemiddeld met iets meer dan 9% krimpt, terwijl de werkloosheid gemiddeld met 7%-punt stijgt over een periode van vier jaar (Rogoff en Reinhart, 2009). De groeiprestatie verschilt natuurlijk van land tot land omdat deze voor een belangrijk deel ook wordt beïnvloed door de landspecifieke problematiek. Wat de vergelijking met eerdere crises, die veelal een landspecifiek probleem waren, lastig maakt is dat de huidige crisis een mondiaal verschijnsel is.

Langs drie kanalen komen de problemen uit de financiële wereld terecht in de economie: via beperking en duurdere kredietverlening, vermogenseffecten en vertrouwenseffecten. Gezien de toegenomen afhankelijkheid van de private sector van de bancaire kredietverlening is dit een van de belangrijkste kanalen waarlangs de huidige crisis doorwerkt in de reële economie. Sinds de zomer van 2007 geven banken in het eurogebied aan dat ze door grote verliezen op hun kredietportefeuilles en de beperkte toegang tot de marktfinanciering hun kredietvoorwaarden aanscherpen. De terugloop van de kredietverlening in de tweede helft van 2008 lijkt echter vooral samen te hangen met de afzwakkende conjunctuur en weerspiegelt nauwelijks balansrestricties van banken. Vanwege de snel verslechterende economische vooruitzichten daalt de groei van investeringen snel, waardoor de behoefte aan bankkrediet afneemt. Zolang de economische vooruitzichten verder verslechteren en het proces van *deleveraging* in de financiële sector aanhoudt zal de groei van de kredietverlening blijven dalen. Naast het bancaire krediet kunnen met name grotere bedrijven voor hun financiering uitwijken naar de financiële markten. Maar ook daar heeft de financiële crisis haar sporen nagelaten. Zo zijn de risicopremies op bedrijfsobligaties flink opgelopen en zijn de aandelenkoersen sterk gedaald, waardoor investeringen en daarmee ook de economische groei negatief worden beïnvloed.

Samenvatting

Naast de verminderde beschikbaarheid van het bancaire krediet hebben ook forse vermogensverliezen nadelige gevolgen voor de reële economie. Door vermogensverliezen op onroerend goed en aandelen zullen gezinnen hun bestedingen verminderen en meer sparen om niet alleen hun verliezen te compenseren, maar ook door de toegenomen onzekerheid. Hetzelfde geldt ook voor het bedrijfsleven. Vermogensverliezen werken ook door via pensioenfondsen die eveneens forse verliezen lijden op hun vastgoed- en aandelenbeleggingen met dalende dekkingsgraden tot gevolg. Als reactie hierop kunnen fondsen de premies verhogen of de indexatie opschorten met nadelige gevolgen voor de reële economie. Ook de oplopende staatsschuld als gevolg van ingrepen in de financiële sector en de economische tegenwind zal op termijn moeten worden terugbetaald, wat een geruime tijd op de economische groei kan wegen.

De huidige crisis gaat gepaard met een scherpe terugval van het vertrouwen. Vertrouwen tussen banken onderling is verdwenen en ook het vertrouwen in de economie en de huizenmarkt is ingestort. Dit zorgt ervoor dat het vliegwiel van de economie minder goed werkt. Voor een deel is de daling van het vertrouwen volstrekt rationeel want de verwachtingen worden door de slechtere economische omstandigheden neerwaarts bijgesteld. Maar het vertrouwen heeft ook te maken met onderbuikgevoel, waardoor negatieve ontwikkelingen worden uitvergroet en verergerd. Daarom is het ook lastig na te gaan wat het vertrouwen precies met de economische groei doet. Wel is duidelijk dat gezinnen en bedrijfsleven voorzichtiger worden, aankopen en investeringen uitstellen en liever hun besparingen opvoeren. Dit alles zet een neerwaartse druk op de economische groei.

De reële economie wordt langs een drietal kanalen getroffen, maar een belangrijke vraag blijft staan. Hoe sterk zal de reële economie worden geraakt? Al met al betekent dit op de korte termijn een zware mondiale recessie, waar we nu midden inzitten en die zich nog verder zal verheven. Ook Nederland wordt zwaar getroffen, vooral door het ongekennde mondiale karakter van deze recessie. Wat een verzachtende rol speelt is dat de effecten minder groot zijn dan tijdens de 14 zware recessies die Rogoff en Reinhart hebben bestudeerd. Het lange termijn effect op de economie van de huidige crisis is lastig te berekenen. Daarvoor zijn er simpelweg te veel onzekerheden. Zeer waarschijnlijk zal de economische groei ook op termijn worden geremd door onder andere de sterk oplopende staatsschuld die op enig moment in de toekomst moet worden terugbetaald. Op dit moment hebben we weinig hoop op een snel herstel uit de huidige crisis.

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

Danijela Piljic
D.Piljic@rn.rabobank.nl

Inleiding

Het ergste moet nog komen?

De wereld zucht al meer dan anderhalf jaar onder de financiële crisis als gevolg van de subprime problematiek op de Amerikaanse huizenmarkt. Begon het met problemen binnen het bancaire systeem, inmiddels is de crisis vanuit het financiële stelsel overgeslagen naar de rest van de economie. Het jaar 2008 was daardoor al niet zo'n best jaar voor de meeste landen, met een economische groei die in de meeste gevallen lager lag dan de groei die zij potentieel kunnen realiseren. Voor 2009 wordt zelfs een wereldwijde krimp verwacht voor de meeste economieën, zowel in landen die direct te maken hebben met problemen in hun eigen financiële stelsel als in landen die getroffen worden door de teruggang in de internationale handel, het terugtrekken van (vooral westerse) investeringen en problemen met het krijgen van exportkredieten.

Waarom heeft deze crisis zoveel gevolgen voor de reële economie van mensen en machines? En wat kunnen we nog verwachten? Dat zijn de twee belangrijkste vragen die we in deze special trachten te beantwoorden.

Om op de eerste vraag een antwoord te geven grijpen we terug op het verleden. Wat weten we over financiële crises en hun impact op de economie? Dit is natuurlijk altijd lastig te vergelijken. Elke crisis kent zijn eigen, specifieke omstandigheden, maar toch zijn er uit een vergelijking met het verleden wel degelijk nuttige aanknopingspunten te vinden. Financiële crises hebben altijd grote effecten op de economie en duren eigenlijk altijd relatief lang. Daarbij is het ook van belang vast te stellen wat voor crisis dit is. Een kredietcrisis? Een bankencrisis, of misschien juist een vertrouwenscrisis? Waarschijnlijk een combinatie van deze elementen, maar alles nog eens naast elkaar zetten helpt om te begrijpen hoe een probleem in de financiële wereld doorwerkt in de economie.

Daarbij onderscheiden we drie kanalen: vertrouwenseffecten, vermogenseffecten en kredietverlening. Opvallend is dat de focus bij veel mensen vooral op dat laatste element ligt, terwijl de andere twee effecten even belangrijk kunnen zijn. Bij een gebrek aan vertrouwen zullen ondernemers en consumenten een minder groot beroep doen op krediet: ze hebben geen vertrouwen in de toekomst, dus grote verplichtingen gaan ze niet aan. Dit leidt dan tot vraaguitval, niet alleen naar goederen, maar ook op de kredietmarkt. Hierdoor hoeft de beperking van het aanbod van krediet dus niet de restrictie te zijn waardoor de economische groei achterblijft.

Financiële crises gaan meestal ook gepaard met het leeglopen van een kredietbubbel. Al het overvloedige krediet verdampt, bijvoorbeeld vanwege *deleveraging*. Ook hier speelt een daling van het vertrouwen weer een rol. Dit leidt tot een overdreven marktreactie, waardoor aandelen, maar ook huizen, vaak tijdelijk een waarde kennen die lager is dan op basis van fundamentele is gerechtvaardigd. Deze vermogensverliezen hebben op hun beurt ook weer

Inleiding

gevolgen voor het werken van de economie. Denk daarbij bijvoorbeeld aan de problemen die pensioenfondsen momenteel hebben door het verdampen van hun vermogen. Gedurende een fiks aantal jaren zullen ze aan het herstel van hun buffers moeten werken, met als gevolg dat zowel de koopkracht van gepensioneerden (door beperkte of geen indexatie) en werknemers (door hogere pensioenpremies) langjarig gedrukt wordt. Dit komt een snel herstel uit deze crisis natuurlijk niet te goede.

Ook de effecten op het vermogen van de overheid, door alle steunoperaties aan de financiële sector, maar ook door economische krimp en daardoor lagere inkomsten, kunnen langjarig tot geringere groei leiden. Het tekort van de overheid moet een keer worden opgevuld en de staatsschuld ooit worden afgelost, dus hogere belastingen zijn onafwendbaar. Dit kan net weer opbloeiende groei in de knop afbreken.

Effecten op de kredietverlening blijven natuurlijk wel direct en het meest zichtbare gevolg van deze crisis. We zullen echter nooit weten of ze uiteindelijk ook het meest dominant zijn in de doorwerking op de economie.

In vergelijking met eerdere crises is deze crisis in die zin bijzonder dat (1) financiële sectoren meer dan ooit vervlecht zijn door technologische ontwikkelingen en globalisering, en (2) het niet-bancaire krediet nog nooit zo'n grote rol heeft gespeeld heeft bij economische activiteit.

Tot nu toe zijn overheden er in ieder geval in geslaagd een totale meltdown van het financiële systeem te voorkomen. Dit uitte zich vooral in het redden van banken van faillissement en het garanderen van kredietverlening. Voor wat betreft de niet-bancaire financiering (aandelen en obligaties, hedgefonds) kan de overheid niet zo heel veel. Maar juist ook hier zien we de gevolgen van de financiële crisis duidelijk. Deze routes voor financiering zijn lastiger geworden voor bedrijven. Alle overheidsinspanning ten spijt is hier dus wel degelijk een knelpunt voor de economische ontwikkeling ontstaan.

Het uiteindelijke effect op de economie van de huidige crisis is lastig te berekenen laat staan precies toe te schrijven aan een specifieke factor. Daarvoor zijn er simpelweg te veel onzekerheden: wat gaan (kunnen en moeten) overheden nog doen, hoe snel gaat het vertrouwen zich herstellen, wanneer bereiken we de bodem in de waardering van aandelen en huizen, wanneer is het proces van *deleveraging* voltooid? Dat zijn allemaal vragen die moeilijk te beantwoorden zijn. Deze analyse laat echter wel zien dat we niet te veel hoop moeten hebben op een snel herstel vanuit de huidige situatie. Maar je weet natuurlijk nooit. Net zoals vertrouwenseffecten de neergang hebben versterkt, kunnen ze ook een herstel bespoedigen.

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

Danijela Piljic
D.Piljic@rn.rabobank.nl

Historisch perspectief

Wat kunnen we leren uit het verleden

De financiële crisis is komende zomer twee jaar oud. Wat is begonnen met een leeglopende huizenmarktbubbel in de VS, is verworden tot een mondiale financiële crisis die zijn gelijke in de geschiedenis niet kent. Inmiddels is het niet meer alleen een financiële crisis, maar ook een economische crisis. Hoe moeten we deze crisis duiden in historisch perspectief?

De ene crisis is de andere niet...

Op dit moment wordt, zeker voor de Amerikaanse economie, de toestand vaak vergeleken met de financiële crisis in de jaren dertig. Deze vergelijking is een zeer verleidelijke: Ook toen was sprake van een financiële crisis die in de VS begon, met als markeringspunt 'zwarte dinsdag' op Wall Street. Er zijn echter ook genoeg verschillen aan te wijzen met de huidige situatie, zeker voor wat de effecten op de Nederlandse economie betreft (zie kader op blz. 12). Daar waar het gaat om de gevolgen van de huidige financiële crisis voor de reële economie worden andere zware financiële crises als referentiepunt genomen (zie bijvoorbeeld Rogoff en Reinhart (2009)). Als verschillende crises uit het verleden naast elkaar worden gelegd wordt duidelijk dat de ene crisis de andere niet is. Daarom verschilt de uitweg uit zo'n crisis, en de gevolgen voor de rest van de economie, ook keer op keer. Om dit te kunnen bevatten moeten we eerst de begrippen wat helderder afbakenen: over wat voor een crisis hebben we het nu eigenlijk?

Wat is een financiële crisis?

Het lijkt zo gemakkelijk: we hebben een financiële crisis, vaak ook kredietcrisis genoemd. Eigenlijk bedoelen we hiermee vooral een bankencrisis tezamen met het leeglopen van verschillende prijsbubbels; dus ook een huizenmarktcrisis in verschillende landen en een wereldwijde beurskrach. Maar in sommige landen inmiddels ook een schuldencrisis of valutacrisis. Dat zijn immers ook financiële crises.

Verschuivende definities zijn in omloop met betrekking tot een bankencrisis, zie bijvoorbeeld Reinhart en Rogoff (2008) en Caprio en Klingebiel (2003). Deels zijn ze vooral gericht op wat er gebeurt: Bank runs die leiden tot het sluiten van de banken, hulpacties van overheden (bevrozen van deposito's, herkapitalisatie, nationalisatie) om te voorkomen dat banken bankroet gaan. In alle gevallen komt het er op neer dat een groot deel of de totale kapitaalbasis van banken uitgeput is, waardoor krediet moeilijk tot niet verstrekt kan worden. Dit kan samengaan met (sterk) dalende onroerendgoed- en aandelenprijzen, stijgende rente en een uitstroom van kapitaal. Bij een kredietcrisis wordt vaak niet direct gedacht aan de kredietverlening die niet via banken loopt. Het zogenaamde niet-bancaire krediet (bijvoorbeeld via hedgefondsen en obligaties) heeft de laatste jaren een zeer grote rol gespeeld. Dat is nu ook moeilijker te verkrijgen en heeft ook bijgedragen aan de huidige crisis. Een bankencrisis is dan ook een betere benaming om te vergelijken met historische financiële crises.

Historisch perspectief

In andere artikelen (bijvoorbeeld Claessens *et al.*, 2008) wordt een financiële crisis niet echt gedefinieerd, maar wordt vooral naar de empirie gekeken. Een krediet 'crunch' wordt daarbij gedefinieerd als een zeer grote statistische daling van de bancaire kredietverlening, zonder dat wordt gekeken naar de causaliteit.

Op basis van deze definities is het duidelijk dat er op dit moment sprake is van een mondiale bankencrisis. In Nederland kunnen we deze dateren vanaf begin oktober 2008. Het was lang geleden dat er in Nederland sprake was van een bankencrisis (1921). We hebben dan wel geen echte bankrun gekend in Nederland (hoewel wellicht de virtuele bankrun op Icesave hiervoor wel in aanmerking komt) maar veel banken hebben problemen met hun kapitaalbasis, wat geleid heeft tot reddingsoperaties voor banken en verzekeraars (Fortis, ING, SNS, AEGON). Dat wil nog niet zeggen dat we in Nederland op dit moment ook een krediet 'crunch' (een zeer sterke daling van het beschikbare krediet) hebben als we het hebben over het bancaire krediet. Op de huidige situatie met betrekking tot het beschikbare krediet komen we in hoofdstuk Kredietverlening terug.

Op dit moment is het te kort door de bocht om de financiële crisis alleen te beperken tot wat we zien bij de ontwikkeling van bancaire kredietverlening. De ineensstorting van de beurs, tezamen met een groot deel van de niet-bancaire kredietverlening wereldwijd, maakt deze crisis meer dan een mondiale bankencrisis. Daardoor is het potentiële negatieve effect op de economie ook groter dan die van alleen een bankencrisis.

Wat veroorzaakt een financiële crisis?

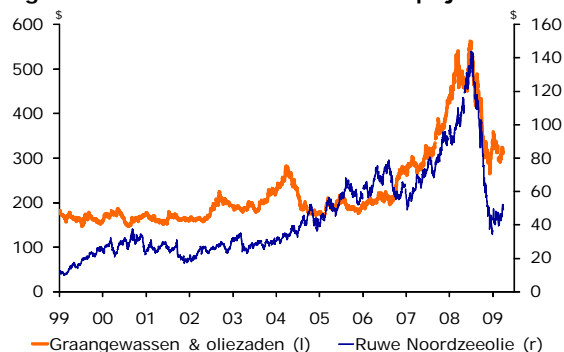
Zonder uitgebreid in te gaan op de oorzaken van de huidige financiële crisis blijkt dat bijna alle crises gemeenschappelijke wortels hebben. De oorzaken van financiële crises zijn veelal een combinatie van onhoudbaar macro economisch beleid (inclusief een groot tekort op de lopende rekening van de betalingsbalans en een onhoudbaar grote overheidsschuld), buitensporige kredietexplosies (credit booms), grote instroom van buitenlands kapitaal en ondoorzichtige of onveilige bankbalansen, gecombineerd met een beleid en toezicht dat, om wat voor reden dan ook, niet ingreep. De omslag is vaak onverwacht, waarbij vertrouwen, of juist het wegvallen ervan, een grote rol speelt. In vele financiële crises spelen valutacrisis een rol terwijl activiteiten van banken buiten de balans om (*off-balance activities*) uiteindelijk een risico blijken te zijn.

Op basis van een uitgebreid overzicht van financiële crises over de afgelopen eeuwen trekken Rogoff en Reinhart (2008a) een aantal algemene conclusies met betrekking tot bankencrisis. Ten eerste dat periodes met grote kapitaalmobiliteit vaak internationale bankencrisis tot gevolg hebben. Ten tweede dat bankencrisis vaak vooraf worden gegaan door bubbels in prijzen van allerhande goederen, vastgoedprijzen en aandelenkoersen. Ook de afgelopen jaren hebben we bovenstaande factoren gezien. Kapitaalmobiliteit was nog nooit zo hoog, en op bijna alle goederenmarkten was sprake van gigantische prijsstijgingen. Denk

Historisch perspectief

daarbij bijvoorbeeld aan olie, maar ook rijst, tarwe en ander *soft commodities* (zie figuur 1).

Figuur 1: Bubbels in voedsel- en olieprijsen



Bron: Rabobank

Waarom doen financiële crises meer pijn?

Je hoort het vaak: een financiële crisis doet meer pijn dan een 'normale crisis'. Pijn, in de zin van een langduriger neergang van economische activiteit en een groter verlies aan productie. Maar hoe komt dat? In de literatuur wordt een aantal redenen genoemd. Ten eerste zal een bankencrisis het aanbod van krediet verkleinen, wat kan leiden tot een recessie. Beperking van krediet kan tot gevolg hebben dat bedrijven en huishoudens hun investeringen en consumptie moeten beperken, wat resulteert in een daling van het BBP op korte termijn.

Ten tweede remmen lagere investeringen in kapitaal en productiviteit de groei op langere

termijn. Als er meer vraag komt naar producten kan het door de beperkte beschikbaarheid van kapitaal moeilijk zijn om de capaciteit uit te breiden. Hogere kapitaalkosten zorgen er bovendien voor dat de prikkel om te investeren in arbeidsbesparende technologieën minder groot is. Dit kan er ook toe leiden dat het potentiële BBP (dat wat we kunnen maken gegeven de stand van techniek en de hoeveelheid kapitaal en arbeid) lager uitkomt dan het geval was geweest als we geen kredietcrisis hadden.

Daarnaast kan het omvallen van banken ook een informatieprobleem creëren. Vaak bankieren ondernemers jarenlang bij dezelfde bank, zodat de bankier veel detailinformatie heeft over het wel en wee van het betreffende bedrijf. Overgaan naar een andere bank brengt transactiekosten met zich mee, die wel eens hoog kunnen zijn op het moment dat krediet schaars is. Dat beperkt de economische activiteit.

Een vierde reden voor lagere groei ligt in het feit dat restrictiever kredietbeleid van banken er toe leidt dat relatief zwakke bedrijven failliet gaan. Dit is deels een versnelling van een proces dat toch al gaande is.

Een vijfde reden waarom een financiële crisis anders is dan een gewone crisis, is dat als het vertrouwen in banken weg is, het betalingssysteem schade oploopt. Ook kunnen exportkredieten niet meer worden afgegeven (zie bijvoorbeeld Love, Preve and Sarria- Allende, 2007). Dit beperkt handel in sterke mate. Een laatste effect is dat financiële crises vaak gepaard gaan met andere crises, zoals een huizenprijsdaling. Deels kan het één de oorzaak zijn van het ander, maar dat hoeft niet het geval te zijn. Dit zorgt voor een sterke contractie van economische activiteit.

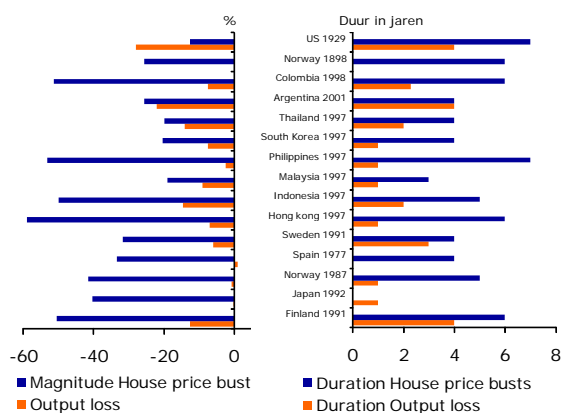
Historisch perspectief

Wat kunnen we leren van financiële crises uit het verleden?

Veel auteurs hebben zich de laatste tijd bezig gehouden met financiële crises en de gevolgen voor de reële economie. Gemeenschappelijke insteek is om te leren

uit het verleden. Om het simpel te zeggen, wat zijn de overeenkomsten en verschillen tussen crises en wat kunnen we daarvan leren? Historie is er volop. Sinds 1970 hebben er volgens telling van Laeven en Valencia (2008b) 142 crises plaatsgevonden. In de literatuur wordt over het algemeen een onderscheid gemaakt tussen (1) 'gewone' recessies (waarbij meestal de conventionele definitie wordt gebruikt van 2 of meer kwartalen van krimp van het Bruto Binnenlands Product), (2) recessies veroorzaakt door financiële crises, waarbij de definitie van een financiële crisis niet altijd eenduidig is, zoals hierboven al vermeld, (3) recessies veroorzaakt door andere vermogenseffecten zoals huizenprijzen of aandelenkoersen die ineens storten, en als

Figuur 2: Omvang en duur outputverlies en huizenprijsdaling



Bron: Reinhart en Rogoff (2008, 2009)

laatste worden soms nog (4) de olieprijs crises als aparte categorie benoemd. We beperken ons hier goeddeels tot recessies die na de tweede wereldoorlog hebben plaatsgevonden. Voor wat betreft oorzaken van crises en het verloop ervan kan men erg ver teruggaan om overeenkomsten te vinden (zie bijvoorbeeld Rogoff en Reinhart, 2008a).

Rogoff en Reinhart (2008a, 2008b, 2009) hebben financiële crises uitgebreid bestudeerd. In hun recente paper (2009) selecteren ze een aantal (14) zware financiële crises uit het verleden, die zwaar genoeg zijn om te vergelijken met wat er nu gebeurt. Zij geven helaas niet aan wat de gevolgen zijn voor de kredietverlening, toch een interessante variabele bij een financiële crisis.

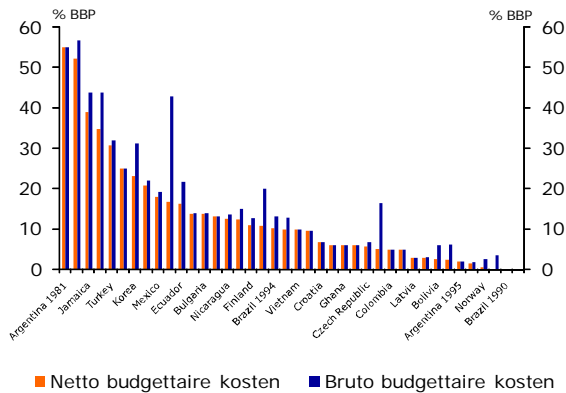
Zij concluderen dat de nasleep van een financiële crisis een aantal gemeenschappelijke kenmerken heeft:

1. Instorting van huizenprijzen (zie figuur 2) en aandelenkoersen zijn dramatisch en langdurig. Reële huizenprijzen dalen gemiddeld met 35% over een periode van zes jaar terwijl aandelenkoersen gemiddeld met 55% dalen over een periode van 3½ jaar bij een ineenstorting.
2. De nasleep van een bankencrisis wordt gekenmerkt door sterke dalingen van de productie en werkgelegenheid. De werkloosheid stijgt gemiddeld met 7%-punt gedurende een neergang, die gemiddeld vier jaar duurt.
3. BBP krimpt gemiddeld met iets meer dan 9%, alhoewel de duur van de neergang in vergelijking met de duur van de huizenprijsdaling, met twee jaar aanzienlijk korter is (figuur 2).

Historisch perspectief

4. De overheidsschuld stijgt met 86%-punt in crises na WOII, waarbij *bail outs* en herkapitalisatie niet de voornaamste oorzaken zijn van het stijgen van de schuld. Belangrijker hiervoor zijn de dalende belastinginkomsten en de ambitieuze anticyclische beleidsmaatregelen die getroffen worden.

Figuur 3: Bruto en netto kosten voor de overheid door ingrijpen financiële crisis



Bron: Laeven en Valencia (2008)

De analyse van Rogoff en Reinhart is sterk afhankelijk van de door hen gemaakte selectie. Van de 14 bestudeerde crises vonden er acht plaats in opkomende economieën (waarbij al deze crises in een periode van 4 jaar plaatsvinden (alleen al zes keer Azië-crisis)). Deze analyse is daarmee wellicht niet helemaal representatief voor wat je bijvoorbeeld in Nederland kan verwachten, aangezien veel van deze landen opkomende economieën zijn die in de catch-up fase zitten (zaten). Daarnaast is het natuurlijk ook niet zo dat er in alle landen alleen maar sprake was van een financiële crisis. Elk land kende vaak ook zijn

specifieke binnenlandse problematiek, mede waardoor de spreiding in de gevonden ontwikkelingen wel erg groot is. Niettemin geeft kijken naar gemiddelden wel een algemeen beeld.

Enige kanttekening moet ook worden geplaatst bij de wijze waarop het verlies aan productie (krimp van het BBP) wordt gemeten. Dit kan door het werkelijke BBP ten opzichte van het potentiële BBP te nemen, maar door Rogoff en Reinhart wordt de absolute verandering in BBP per hoofd van de bevolking genomen. Deze maatstaf kan een te optimistisch beeld geven bij een sterk groeiend potentieel BBP. Goed voorbeeld hiervan is China: een economische groei van 5% betekent daar al een flinke toename van de werkloosheid en economische problemen, terwijl 5% voor Nederland een groeipercentage is om van te dromen. Ondanks deze nuancerings staat in ieder geval wel vast dat financiële crises niet snel over zijn.

Bovenstaande aanpak, waarbij op basis van een beschrijving van crises uit het verleden conclusies worden getrokken over de kenmerken maar ook het beste beleid tijdens een crisis wordt ook bijvoorbeeld gevolgd door Laeven en Valencia (2008a 2008b). In hun studie(s) analyseren ze 42 financiële crises tussen 1981 en 2003, waarbij ze uitgebreid ingaan op het monetaire en budgettaire beleid tijdens die crises. Gemiddeld steeg de overheidsschuld tijdens deze crises met 13%-punt (mediaan), zowel bruto (meteen na de crisis) als netto (tot vijf jaar na de crisis). De verschillen tussen landen zijn wel groot (zie figuur 3), variërend van 55% tot nul. Het gemiddelde door hun gemeten verlies aan output was 20% ten opzichte van de trendgroei (mediane verlies 11%) ten opzichte van de trend van het BBP.

Historisch perspectief

Recessies in Nederland: geen kredietcrises^a

Nederland kende in de afgelopen tachtig jaar een aantal recessies. De twee die bij de meeste mensen het duidelijkst in het geheugen staan gegrift (al is het maar via overlevering) zijn die van de jaren dertig en die van de jaren tachtig.

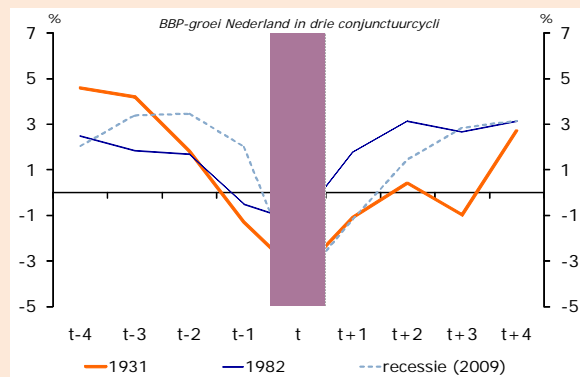
Op dit moment wordt vaak gerefereerd aan de jaren dertig, omdat dat ook een mondiale crisis was, die begon in de Verenigde Staten en ook zijn oorzaak had in de financiële sector. De ontwikkeling van de Dow Jones (zie figuur B) vertoont ook vergelijkbare trekjes. Dat is echter vooral een Amerikaans verhaal. Wat voor Nederland van belang was is de mondialiteit van de crisis. Terwijl de Nederlandse economie het in 1929 nog wel goed deed, ontstonden de problemen pas in de loop van 1931, toen de wereldhandel sterk begon af te nemen. De werkloosheid liep sterk op, en de overheid besloot te bezuinigen om het begrotingstekort niet te veel te laten oplopen. Duidelijk vóór Keynes propageerde dat de overheid een taak een kon hebben. Als reactie op de crisis besloten veel landen over te gaan op protectionistische maatregelen. Daar had Nederland veel last van. Ook het feit dat Nederland zeer lang vasthield aan een vaste wisselkoers ten opzichte van de waarde van goud (de gouden standaard) deed de Nederlandse concurrentiepositie geen goed.

Begin jaren tachtig hadden we heel andere problemen. Twee olieschokken samen met een loon-prijsspiiraal zorgden voor hoge inflatie. De inflatiebestrijding, door middel van verhoging van de rente, leidde tot een mondiale recessie. De royale verzorgingsstaat kon al die werklozen niet aan en mede daardoor raakten de overheidsfinanciën langdurig uit balans. Daarnaast kende Nederland eind jaren zeventig een eigen 'subprime' crisis op de huizenmarkt. Mensen konden op basis van verwachte toekomstige inkomensstijgingen een hogere hypotheek afsluiten. Vaak ook nog op basis van variabele rente. Toen de rente omhoog ging, veel mensen werkloos werden en ook nog eens de automatische prijscompensatie over boord werd gezet, leidde dat tot grote problemen. Uiteindelijk resulteerde in huizenprijzdaling van meer dan 35%.

Wat enigszins vergelijkbaar is in de verschillende groeicycli is de ontwikkeling van het BBP (figuur A). Vooral de (verwachte) overeenkomst met de huidige crisis en de jaren dertig is opvallend. We komen dan ook niet om de conclusie heen dat, alhoewel de achtergrond voor Nederland grotendeels verschillend is, we nu in de ergste recessie sinds de jaren dertig zitten.

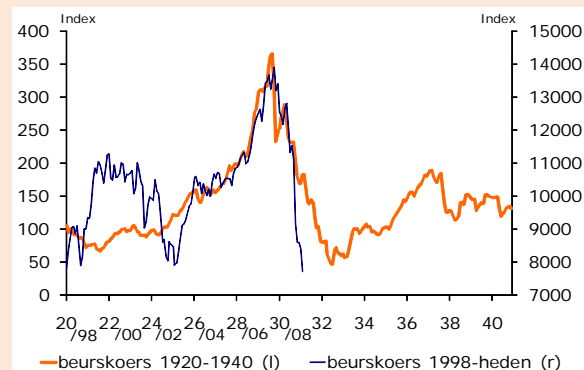
^a Meer informatie over recessies in de jaren '30 en '80 is te vinden in de Themaberichten 2009/4 en 2009/5, zie www.rabobank.com/kennisbank.

Figuur A: Groeicyclus in drie Nederlandse recessies



Bron: CBS, Rabobank

Figuur B: Ontwikkeling Dow Jones index in twee perioden van financiële crises

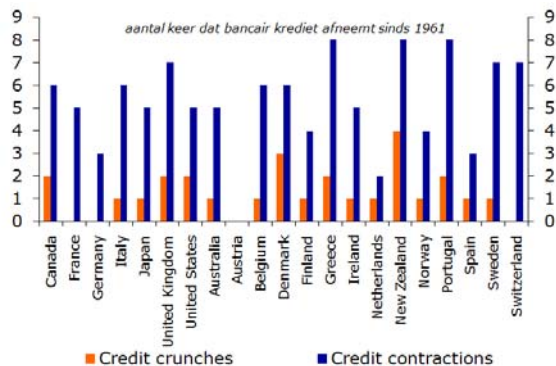


Bron: Reuters EcoWin

Historisch perspectief

Een andere aanpak om wat meer vat te krijgen op wat er gebeurt tijdens een crisis is niet zozeer de beschrijvende aanpak maar de statistische methode. Claessen *et al.* (2008) hebben voor verschillende westerse landen voor de

Figuur 4: Daling bancaire krediet niet uniek



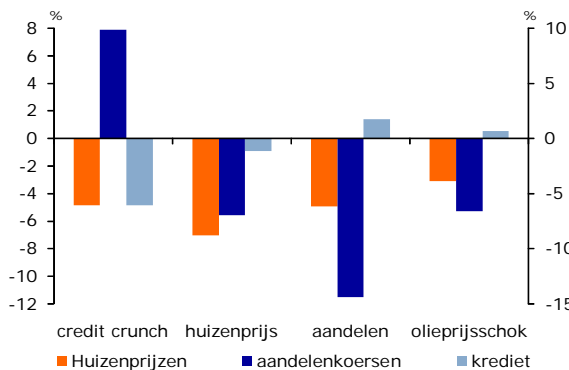
Bron: Claessen *et al.* (2008)

periode 1960-2007 geanalyseerd wat de kenmerken zijn van verschillende recessies. Daarbij hebben ze de recessies op een statistische manier gerelateerd aan kredietbeperking, huizenprijsdalingen, dalende aandelenprijzen en olieprijschokken.

Wat uit deze studie duidelijk wordt, is dat er veel vaker sprake is van een daling van (bancair) krediet, zonder dat er sprake hoeft te zijn van een kredietcrisis (zie figuur 4). Zo daalde de hoeveelheid verstrekt krediet in Nederland de afgelopen 50 jaar twee maal, zonder dat er sprake was van een kredietcrisis. Hetzelfde geldt ook voor andere landen. De auteurs hebben gekeken welke recessie vooraf gegaan

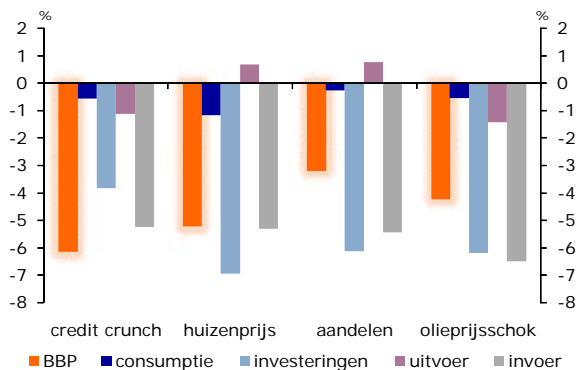
wordt door een (sterke) daling in bancaire krediet, daling van huizenprijzen of daling van aandelenkoersen. Een recessie voorafgegaan door een sterke daling van de kredietverlening (een sterke daling is daarbij gedefinieerd als behorend tot de 25% grootste dalingen van krediet) betekent gemiddeld een daling van de kredietverlening met 5%, terwijl aandelenkoersen nog stijgen (en huizenprijzen dalen), zoals in figuur 5 te zien is. Ook blijkt op basis van Claessen *et al.* dat de krimp van het BBP bij een recessie die vooraf wordt gegaan door een sterke krimp van het kredietvolume groter is dan

Figuur 5: Verandering huizenprijzen, aandelenkoersen en kredietverlening bij verschillende type recessies



Bron: Claessen *et al.* (2008)

Figuur 6: Cumulatieve daling BBP en daling industriële productie



Bron: Claessen *et al.* (2008)

Historisch perspectief

bij recessies die vooraf worden gegaan door huizenprijsdalingen, aandelenkoersdalingen of een olieprijschok (figuur 6). Daarbij dalen bij een credit crunch alle bestedingscomponenten, waarbij invoer gemiddeld het hardst daalt. De verschillen naar bestedingscomponenten tussen landen zullen echter over het algemeen groot zijn. Investerings blijken het meest volatiel te zijn in alle landen, terwijl de ontwikkeling van de particuliere consumptie aanzienlijk verschilt tussen recessies. De internationale handel wordt vooral sterk beïnvloed als meer landen in een recessie zitten.

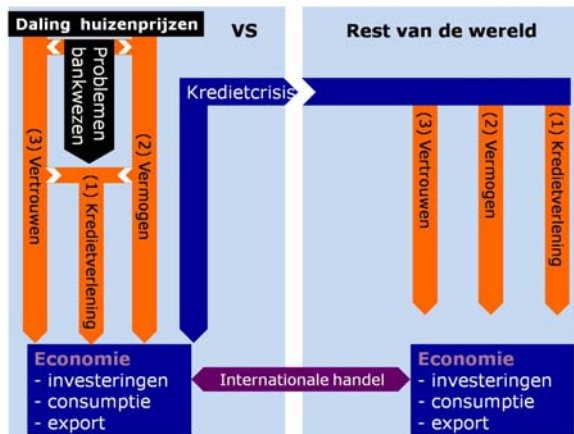
Op basis van de bevindingen van Claessen *et al.* zijn er nauwelijks verschillen in de duur van de daling van de output bij verschillende crises. Dit komt waarschijnlijk ook doordat ze helemaal niet naar causaliteit kijken en alles op de 'grote hoop' gooien. Wel is het zo dat recessies die geassocieerd kunnen worden met huizenprijsdalingen, dalingen krediet, daling aandelenkoersen of een combinatie daarvan, langer duren dan gewone recessies.

Doorwerking op economie

Hoe de crisis de economie grijpt

De huidige crisis is niet langer beperkt tot de financiële markten en de belangrijkste spelers op deze markten. Inmiddels zucht bijna elke economie onder de gevolgen van de turbulentie. De kanalen waarlangs de doorwerking verloopt zijn sterk met elkaar verweven, waardoor de effecten alleen maar worden versterkt.

Figuur 7: Doorwerking crisis naar de economie



Bron: Rabobank

Drie kanalen

Langs drie kanalen komen de problemen uit de financiële wereld terecht in de economie: via beperking en duurdere kredietverlening, vermogens effecten en vertrouwenseffecten.

De financiële crisis is begonnen met een echt Amerikaans probleem; het leeglopen van de bubbel op de huizenmarkt aldaar. Het in waarde dalen van de huizen leidde tot vermogensverliezen voor Amerikaanse huizenbezitters. Daarnaast zorgde het ook voor problemen bij banken, die vaak grote hypotheekportefeuilles hadden waarop verlies werd geleden. Dit had

weer effect op het algemene vertrouwen van mensen in de economische situatie en effect op het vertrouwen van banken onderling. Kredietverlening werd lastiger door de beperkte toegang tot de kapitaalmarkt en de verliezen die banken moesten nemen op hun portefeuilles. De consequenties voor de Amerikaanse economie zijn duidelijk. Minder vraag naar goederen door consumenten en investeerders en daardoor ook minder import. Daarnaast zijn de problemen van banken verergerd door de vermogensverliezen, niet alleen door huizenbezitters, 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 er voor gezorgd dat de kredietverlening lastiger werd.

Door financiële innovaties (securitisatie) en de vervlechting van het mondiale financiële en economische systeem zijn de problemen op de Amerikaanse huizenmarkt niet een probleem gebleven voor alleen het Amerikaanse bankwezen. In heel veel landen zijn banken in de problemen gekomen door portefeuilles met gesecuriteerde Amerikaanse hypotheekleningen. Het meest voor de hand liggende en op het eerste gezicht duidelijke effect is de wereldwijde beperking van de kredietverlening. In het volgende hoofdstuk gaan we daar uitgebreid op in.

Daarnaast zijn in bijna alle landen vermogens effecten opgetreden door dalende beurskoersen en in veel landen ook afkoelende huizenmarkten, en heeft het vertrouwen van burgers en bedrijven in de economie een forse knauw gekregen. Al deze effecten zijn, naast financiële stromen, met elkaar verbonden door internationale handel.

Kredietverlening

Hebben we een credit crunch?

Bedrijven hebben steeds meer moeite met het aantrekken van middelen op de financiële markten door de huidige crisis. Tegelijkertijd worden banken steeds terughoudender in het verstrekken van kredieten aan de private sector. Maar de groeivertraging van de kredietverlening is niet alleen aanbodgedreven en hangt ook voor een groot deel samen met de economische neergang.

Tabel 1: Financiering van bedrijven in het eurogebied

	€ mld; kwartaalultimo	12-maands groeipercentages (% mutaties: kwartaalultimo)					
		2007		2008		2008	
		IV	I	II	III	IV	
Leningen van MFI's	4 828,8	14,5	15,0	13,7	12,2	9,4	
t/m één jaar	1 378,3	12,7	14,1	11,9	9,8	7,4	
één t/m vijf jaar	961,8	22,0	22,3	20,0	17,6	13,2	
meer dan vijf jaar	2 488,8	12,8	12,9	12,4	11,5	9,2	
Uitgeven schuldbewijzen	695,5	8,0	7,1	3,2	5,7	6,6	
kortlopend	115,1	26,9	22,3	9,4	14,3	16,2	
langlopend	580,4	5,3	4,5	2,0	4,2	4,9	
Uitgeven genoteerde aandelen	2 828,8	1,2	1,0	0,1	0,0	0,0	

Bron: ECB

Hoe financiert bedrijfsleven zich?

Om investeringsprojecten te financieren kunnen bedrijven verschillende financieringsbronnen aanboren (zie tabel 1). Voor het Europese bedrijfsleven vormt de bancaire kredietverlening het leeuwendeel van de externe financiering (circa 50%). Daarnaast kunnen met name grote bedrijven ook middelen aantrekken op de financiële markten via de uitgifte van aandelen, bedrijfsobligaties en handelspapier (*commercial paper*). Door de

buitengewoon moeilijke omstandigheden op de financiële markten is de toegang tot deze externe financieringsbronnen sinds het uitbreken van de crisis behoorlijk ingeperkt. Om de afgesneden toegang tot externe middelen deels en tijdelijk te compenseren, kunnen bedrijven interne financieringsmiddelen inzetten. Maar door de snelle economische achteruitgang zijn de gerealiseerde winsten in de afgelopen maanden gedaald en worden de winstverwachtingen neerwaarts bijgesteld. Deze kanalen staan in dit hoofdstuk centraal.

Bancaire kredietverlening vertraagt

Dat de gevolgen van een geringer bancair kredietaanbod niet onderschat moeten worden, blijkt uit de sterk toegenomen afhankelijkheid van de private sector van de bancaire kredietverlening sinds het midden van de jaren '90. De omvang van de bancaire kredietverlening aan de private sector als percentage van het BBP is in het eurogebied toegenomen van 82% in 1995 tot bijna 140% vorig jaar. Eenzelfde stijging geldt ook voor Nederland. Als de bancaire kredietverlening hapert, remt dat de economische groei af.

Al vanaf halverwege 2007 geven banken wereldwijd aan dat ze voorzichtiger zijn geworden bij het verstrekken van leningen aan de private sector. De aanscherping van de kredietvoorwaarden na de val van Lehman Brothers half september 2008 is in het eurogebied de sterkste sinds de eerste meting in 2003 (figuur 8). Uit een enquête van de ECB blijkt dat in het vierde kwartaal van 2008 per saldo bijna tweederde van de ondervraagde banken in het eurogebied de kredietvoorwaarden voor het bedrijfsleven heeft aangescherpt. Volgens banken speelden vooral de verslechterde economische vooruitzichten en een moeilijkere toegang tot marktfinanciering een belangrijke rol bij de strenger geworden

Kredietverlening

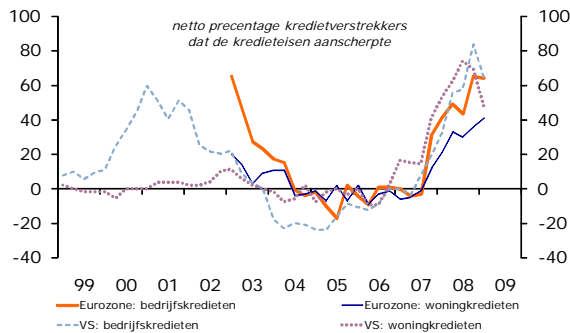
criteria. Het beeld dat uit kredietenquêtes voor Nederland naar voren komt, is redelijk vergelijkbaar met dat voor het eurogebied. Ook tijdens de vorige conjuncturele neergang in 2003 gaf een meerderheid van banken aan de kredietvoorwaarden aan te scherpen, wat erop kan wijzen dat dit deels een normaal conjunctureel verschijnsel is.

De aanscherping van de kredietvoorwaarden heeft er niet toe geleid dat de beschikbaarheid van bancaire kredietverlening plotseling is opgedroogd. Uit een DNB-enquête blijkt zelfs dat het percentage financieringsverzoeken dat in 2008 werd afgewezen bijna gelijk is aan dat in 2005 toen we een economische opgang meemaakten. In de zomer van 2008 kwam de groei van de kredietverlening aan het Nederlandse bedrijfsleven nog op 17% (j-o-j) uit, mede door de aanzienlijke investeringen in de eerste helft van 2008. Ook in het eurogebied

bleef de toename van de kredietverlening aan bedrijven in de eerste helft van vorig jaar schommelen rond de 14% (figuur 10). Het is wel mogelijk dat een deel van de groei van de bedrijfskredieten samenhangt met het opnemen van de kredietfaciliteiten die onder gunstigere marktomstandigheden waren afgesloten (herfinancieringen), terwijl in geringere mate sprake is van het afsluiten van nieuwe leningen.

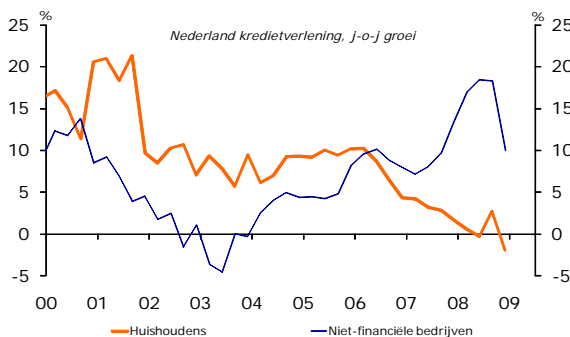
Hoewel de percentages nog relatief robuust zijn, is in de laatste maanden van vorig jaar een zichtbare vertraging opgetreden in de kredietgroei aan bedrijven. Na een piek van 18% (j-o-j) in juli 2008 is het groeipercentage gedaald naar

Figuur 8: Ontwikkeling kredietvoorwaarden in het eurogebied en de Verenigde Staten



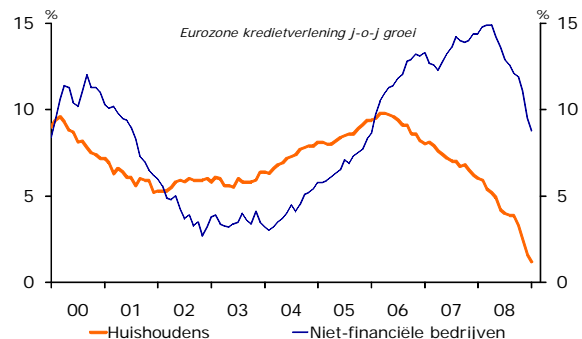
Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

Figuur 9: Bancaire kredietverlening aan de private sector in Nederland



Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

Figuur 10: Bancaire kredietverlening aan de private sector in het eurogebied

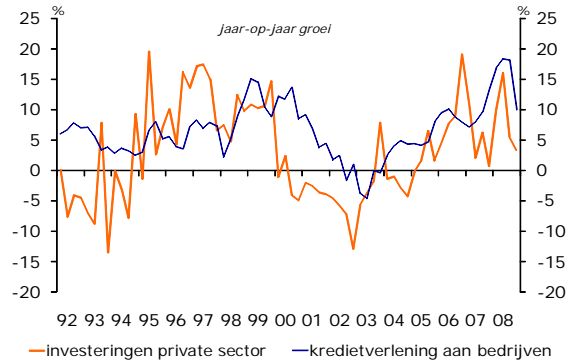


Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

Kredietverlening

6,6% (j-o-j) in januari 2009. Met name de maand-op-maand groei is zo goed als stilgevallen. In het eurogebied is de groei van de bancaire kredietverlening sinds het eerste kwartaal van 2008 ook gestaag afgenomen. De kredietgroei aan

Figuur 11: Kredietverlening en investeringen in Nederland



Bron: Reuters EcoWin, NiGem, Rabobank

bedrijven vertraagde tot 8,8% in januari dit jaar. De kredietverlening aan huishoudens in Nederland en het eurogebied vertoont sinds de piek in het voorjaar van 2006 een dalende trend. De aanhoudende groeivertraging in het eurogebied is vooral te wijten aan de ingezakte hypothecaire kredietverlening als gevolg van de afkoeling van de huizenmarkt in verschillende lidstaten. In Nederland is de afname van de hypothecaire kredietgroei in eerste instantie het gevolg van de hogere rente. Pas in het laatste halfjaar wordt de hypothecaire kredietverlening negatief beïnvloed door het teruggelopen aantal transacties (figuur 9 en 10).

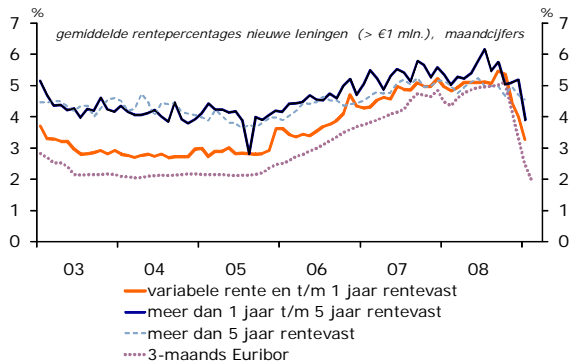
De terugloop van de kredietverlening lijkt vooral samen te hangen met de snel verslechterende economische vooruitzichten. Tijdens een conjuncturele neergang neemt de groei van bedrijfsinvesteringen snel af en lopen de fusie- en overnameactiviteiten terug, waardoor de behoefte aan nieuw krediet ook terugvalt. Dit was ook zichtbaar tijdens de vorige conjuncturele neergang toen de kredietverlening ook enkele kwartalen kromp (figuur 11). Het is dan ook waarschijnlijk dat de groeivertraging van de bancaire kredietverlening in Nederland in de tweede helft van vorig jaar voor een belangrijk deel te wijten is aan de gedaalde vraag naar bedrijfskrediet. Gezien de geleidelijke aanscherping van de acceptatiecriteria valt echter niet uit te sluiten dat banken in de komende kwartalen de kredietverlening (verder) zullen beperken. Volgens empirisch onderzoek reageert de kredietverlening met vertraging op een verandering van de kredietvoorwaarden (DNB, juni 2008 en EC, december 2008). In dat geval zijn Nederlandse bedrijven relatief kwetsbaar, gezien hun sterke afhankelijkheid van de bancaire kredietverlening.

Bij de vertraging van de bancaire kredietverlening speelt de recente daling van de rente een verzachtende rol (figuur 12). De rentetarieven van banken voor kortlopende leningen worden, onder normale omstandigheden, voornamelijk beïnvloed door de driemaands Euribor. Deze is sterk gedaald, doordat de ECB vanaf begin oktober vorig jaar de beleidsrente heeft verlaagd tot 1,5%. Volgens de recente cijfers zijn de bancaire rentetarieven voor nieuwe bedrijfskredieten met een rentevaste periode korter dan een jaar tussen september en december van vorig jaar met meer dan 200 basispunten gedaald. De tarieven voor leningen met langere looptijden zijn minder sterk gedaald omdat deze tarieven

Kredietverlening

samenhangen met de lange rente die minder is afgenomen. Ook is de risico-premie die banken betalen om geld te lenen op de kapitaalmarkt door de crisis gestegen, zoals verderop in dit hoofdstuk wordt beschreven.

Figuur 12: Renteontwikkeling bedrijfskrediet in Nederland



Bron: DNB

Aandelenmarkten geen optie

Ter compensatie van de afname van bancair krediet zouden, met name grotere, bedrijven kunnen uitwijken naar de aandelenbeurs. Maar ook daar zien we problemen. Achteraf gezien had het faillissement van Lehman Brothers desastreuze gevolgen voor de koersontwikkelingen op de aandelenmarkten omdat de bezorgdheid over de gezondheid van de bancaire sector opnieuw de kop op stak. Daar bovenop kregen de beurzen nog te kampen met een snelle verslechtering van de economische omstandigheden. Sinds eind november vorig jaar daalden de aandelenkoersen in het eurogebied en de Verenigde Staten zo'n 15 à

20%. De koersverliezen voor het bedrijfsleven liepen in dezelfde periode ook in dubbele cijfers (14%). Nederlandse bedrijven hebben sinds begin 2008 tot begin maart 2009 ruim €300 miljard van hun waarde op de Amsterdamse beurs zien verdampen, een halvering ten opzichte van eind 2007. Door het onzekere beursklimaat en de fors gedaalde aandelenkoersen is het aantrekken van aandelenkapitaal lastiger geworden. Bovendien wordt het voor bedrijven lastiger om extern vermogen aan te trekken door een lagere waarde van het onderpand en zijn aandelen als financieringsbron in deze tijd niet aantrekkelijk. De aandelenuitgifte is sinds de tweede helft van 2008 zo goed als tot stilstand gekomen (zie tabel 1 op blz. 16).

Verslechterde winstontwikkeling

De negatieve tendens in de aandelenmarkt werd versterkt door de winstontwikkeling bij bedrijven. Door de snelle verslechtering van de economische situatie de laatste maanden zijn de gerealiseerde winsten gedaald. De aanhoudende gematigde winstgroei is deels terug te zien in de sterke groeivertraging van de door niet-financiële ondernemingen aangehouden deposito's bij de banken in het eurogebied. Op maandbasis krompen de aangehouden deposito's met bijna 1% in februari dit jaar (figuur 13). Het is ook mogelijk dat de daling deels samenhangt met het verslechterde financieringsklimaat. Als alternatief voor het aantrekken van financieringsmiddelen via minder toegankelijk bancair krediet en aandelenmarkt hebben bedrijven, met name kleine bedrijven, de ingehouden winsten en aangehouden deposito's gebruikt voor de financiering van investeringen. Maar door de fors verslechterde economische vooruitzichten worden de winstverwachtingen voor de komende 12 maanden neerwaarts bijgesteld. In figuur 14 is te zien dat de koers/winst verhouding (verhouding

Kredietverlening

tussen de koers van een aandeel en de nettowinst per aandeel) op de S&P 500 Index sinds begin 2007 aan het dalen is. Dit is niet opmerkelijk in de tijd van dalende beurzen. Beleggers zijn negatiever over de winstcijfers in de toekomst en minder bereid om een hogere prijs voor iedere dollar winst te betalen. Het inzetten van interne financieringsmiddelen kan hierdoor steeds minder het wegvallen van de externe financieringsbronnen compenseren. Bovendien is de mogelijkheid om investeringen met ingehouden winsten te financieren vanuit bedrijfseconomisch perspectief weinig interessant omdat dit leidt tot een lager rendement op eigen vermogen.

Obligatiemarkten als alternatief voor bancair krediet?

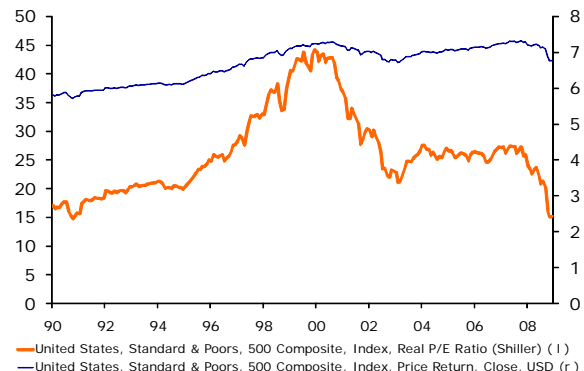
Het beeld op de obligatiemarkt wijkt positief af. In 2008 is voor een bedrag van \$280 miljard aan obligaties uitgegeven, ongeveer hetzelfde als in 2007 (figuur 15). Dit kan betekenen dat bedrijven de verminderde beschikbaarheid van de bancaire kredietverlening en de beperkte mogelijkheid om aandelen te emitteren proberen te compenseren met de uitgifte van bedrijfsobligaties. Het bedrijfsleven kan ook anticiperen op een verdere verslechtering van de inkomsten als gevolg van conjuncturele neergang door extra kapitaal aan te trekken (*liquidity hoarding*). Door de bezorgdheid over de economische situatie en de onzekerheid over verdere verliezen in de financiële sector verlangen beleggers hogere risico-opslagen op bedrijfsobligaties, met name op die van minder kredietwaardige bedrijven. Dit maakt de financiering van bedrijfsinvesteringen met obligatieleningen duur. In figuur 16 is te zien dat de risico-opslagen voor bedrijfsobligaties met de hoogste kwaliteit (AAA-rating) minder hard zijn gestegen dan voor die met de lagere kwaliteit (BBB-rating). In het laatste kwartaal van vorig jaar stegen de bedrijfsobligaties met een BBB-rating met 180 basispunten, terwijl obligaties met AA-rating minder fors zijn gestegen, namelijk met 35 basispunten. Hoewel de sterke stijging van risico-opslagen voor een deel een overreactie kan zijn op de huidige marktomstandigheden, valt het niet te verwachten dat de

Figuur 13: Eurogebied: kortlopende deposito's en repo's niet-financieel bedrijfsleven



Bron: ECB

Figuur 14: Ontwikkeling koers/winst verhouding



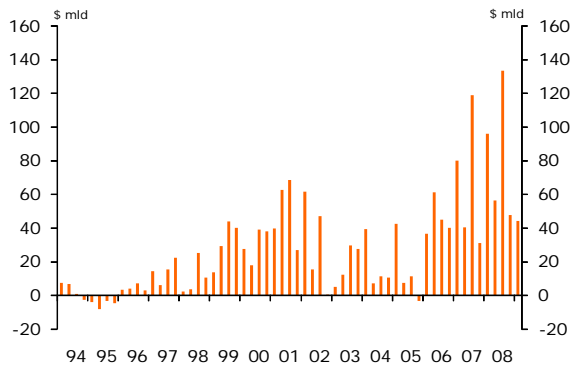
Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

Kredietverlening

risico-opslagen zullen terugkeren naar de niveaus van voor de kredietcrisis aangezien ze destijds op een historisch laag niveau lagen. Overigens kunnen hogere risico-opslagen, via hogere financieringskosten, de winstvooruitzichten

beïnvloeden. Immers, hogere risico-opslagen tasten de winstgevendheid van investeringskansen aan, waardoor de winstvooruitzichten van bedrijven verslechteren.

Figuur 15: Netto-uitgifte bedrijfsobligaties wereldwijd



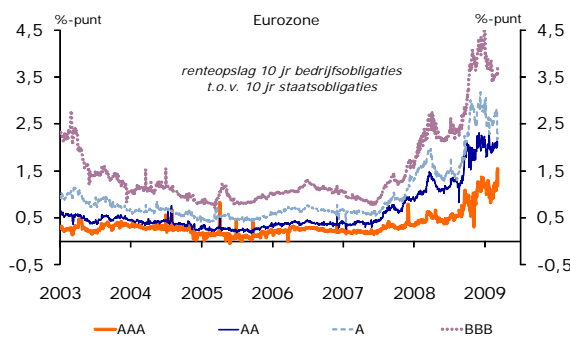
Bron: Bank of International Settlements

Markt voor handelspapier droogt op

De markt voor handelspapier, de markt waarop veelal het kredietwaardige bedrijfsleven kortlopend, verhandelbaar schuld papier uitgeeft om vooral de dagelijkse uitgaven mee te financieren, liep zo goed als vast. Beleggers zagen af van de aankoop van handelspapier ten gunste van het kortetermijn staatspapier. Het gevolg hiervan is dat de markt voor handelspapier in het najaar van 2007 gekrompen was met een kwart tot \$153 miljard

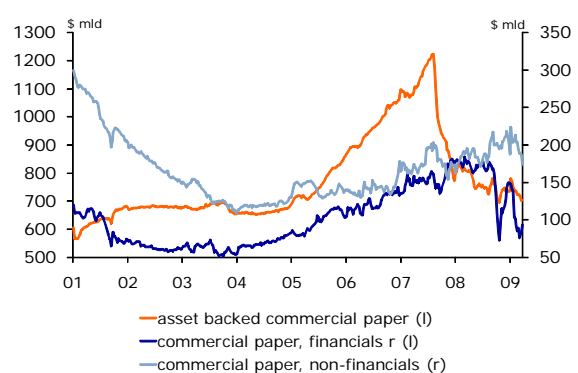
(figuur 17). Dit bracht de Amerikaanse centrale bank ertoe de *Commercial Paper Funding Facility* in oktober 2008 in te voeren, die het de Fed mogelijk maakt om rechtstreeks kredieten aan ondernemingen te verstrekken via de aankoop van driemaands handelspapier. Ook de Britse centrale bank kreeg in februari dit jaar toestemming van de Britse regering om voor £50 miljard aan onder andere kortlopende bedrijfsleningen te kopen. De ECB heeft dergelijke maatregelen niet genomen omdat de markt voor handelspapier in het eurogebied van aanzienlijk minder belang is.

Figuur 16: Eurogebied: renteverskil tussen bedrijfs- en staatsobligatie



Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

Figuur 17: Verenigde Staten: uitstaand bedrag aan handelspapier



Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

Kredietverlening

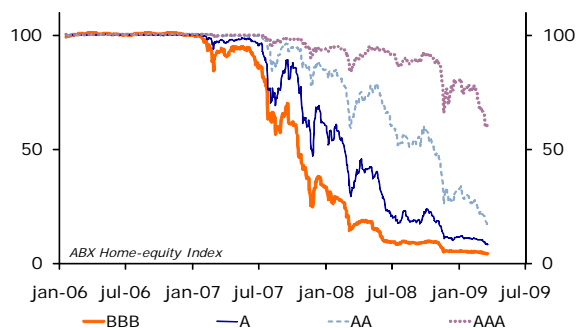
Waarom beperken banken het kredietaanbod?

In het voorgaande hebben we laten zien dat de toegang tot een aantal externe financieringsbronnen voor bedrijven lastiger is geworden. Vooral grote bedrijven worden getroffen door beperktere (rechtstreekse) toegang tot de kapitaal- en geldmarkt. Dit leidt, ceteris paribus, tot meer vraag naar bancaire krediet, waardoor het belang van bancaire krediet voor het werken van de economie toeneemt. Tegelijkertijd geven banken aan dat ze voorzichtiger zijn geworden met de kredietverstrekking. Banken in het eurogebied geven aan dat de aanscherping van de acceptatiecriteria deels samenhangt met de balansbeperkingen en de moeilijke toegang tot de duurder geworden marktfinanciering. Het is dan ook niet uit te sluiten dat de spanningen op de financiële markten de daling van de kredietgroei hebben verstrekt. Hoe dat werkt, wordt hieronder uitgelegd.

Verliezen verkleinen kapitaalbuffers

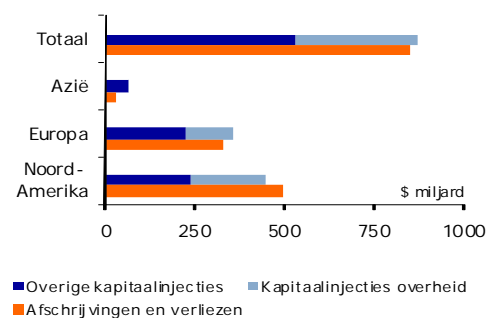
Onder invloed van wereldwijde waardedaling van financiële activa (figuur 18) en de verplichting om bepaalde activa tegen de marktwaarde op de balans op te nemen, moesten banken fors afschrijven, \$850 miljard wereldwijd en circa \$47 miljard in Nederland sinds het uitbreken van de crisis tot aan maart dit jaar (figuur 19). Sommige producten konden nog slechts tegen dumprijzen van de hand worden gedaan, met forse verliezen tot gevolg. Een belangrijke additionele oorzaak van de enorme verliezen is de werking van de hefboom (*leverage*) in het financiële systeem. Om extra rendement te genereren is in de voorbije jaren veel belegd met geleend geld. De hefboom vergroot het rendement op eigen vermogen als het goed gaat, maar leidt ook tot grote verliezen als het fout gaat. In een *upswing* wordt de hefboom in veel gevallen bijna automatisch groter: de waarde van het onderpand neemt toe, waardoor hogere en meer leningen worden verstrekt. Hierdoor neemt de vraag weer toe, waardoor inderdaad prijzen stijgen. Deze *leverage feedback loop* zagen we op de huizenmarkt, maar ook in andere markten.

Figuur 18: Hypotheekobligaties: wat zijn ze nog waard?



Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

Figuur 19: Financiële sector lijdt forse verliezen

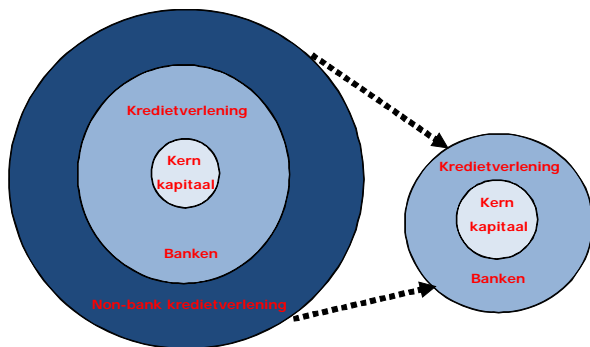


Bron: Bloomberg

Kredietverlening

Door de grote verliezen die banken moesten nemen in de afgelopen periode kwam hun solvabiliteitspositie onder druk te staan. Bij sommige banken voldeed de verhouding tussen eigen kapitaal en uitstaand krediet niet langer aan de

Figuur 20: Kredietbubbel loopt leeg



Bron: Rabobank

eisen van toezichthouders. Tegenover één dollar eigen kapitaal stond gemiddeld 12 dollar krediet, een *leverage* van 1:12, bij zakenbanken soms wel 1:30. Als gevolg van afwaarderingen liep de kredietcapaciteit van banken wereldwijd terug met zo'n \$10.000 miljard. Om aan de eisen te voldoen moesten banken nieuw kapitaal aantrekken en schuldverhoudingen verlagen (*deleveraging*) via het terugschroeven van de kredietverlening aan de private sector. Het omgekeerde proces treedt dan in werking: minder krediet, lagere vraag en (kans op) prijsdalingen. Inmiddels hebben banken wereldwijd \$873 miljard aan nieuw kapitaal aangetrokken – zij het in belangrijke mate met directe kapitaalsteun van de

overheid. Met circa \$207 miljard hebben de Verenigde Staten het meeste geld uitgetrokken voor kapitaalsteun, terwijl Europese overheden voor circa \$130 miljard aan kapitaal hebben geïnjecteerd in banken. Het extra kapitaal voorkwam echter niet dat de kredietverlening onder druk bleef staan. Het is voor banken niet alleen zaak om verloren kapitaal als gevolg van de verliezen aan te vullen, maar extra kapitaal is vooral nodig om de solvabiliteit structureel te verbeteren. Daar komt bij dat door de toegenomen onzekerheid in de financiële sector toezichthouders en de markt eisen dat banken meer eigen vermogen aanhouden tegenover de uitstaande leningen. De *leverage* werd verlaagd naar 1:10, wat de kredietcapaciteit van de banken met nog eens ruim \$1.700 miljard verminderde. Als gevolg hiervan en door de geleden verliezen, kon het extra kapitaal niet leiden tot een stijging van de kredietverlening. Het is niet uit te sluiten dat meer kapitaal nodig kan zijn omdat toekomstige verliezen verder kunnen oplopen. Ter illustratie: in april vorig jaar heeft het IMF het totale verlies voor het bankwezen geschat op \$510 miljard om dat bedrag amper een half jaar later te verhogen naar \$820 miljard. Weer een half jaar later is ook die laatste schatting ruim overschreden en is de laatste prognose van het IMF \$2.200 miljard.

Gloriejaren van de securitisatiemarkt voorbij

Door de huidige turbulentie is het voor banken moeilijker geworden om verstrekte leningen om te zetten in waardepapieren (securitisatie) en door te verkopen aan beleggers, waardoor ze deze noodgedwongen langer op hun balans moesten houden. Het vertrouwen van financiële markten in de kwaliteit van de aangeboden kredietproducten is verdamppt, wat resulteerde in het opdrogen van de securitisatie markt. Dit beperkt de mogelijkheden voor

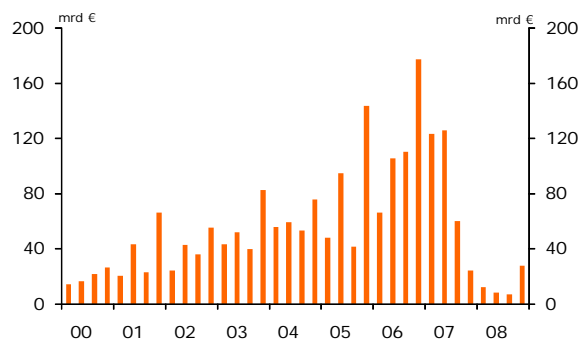
Kredietverlening

kredietverlening. In de recente ECB enquête geeft ruim 85% van Europese banken aan dat de toegang tot de securitisatiemarkt in het vierde kwartaal van vorig jaar beperkt was. In 2008 hebben Europese financiële marktpartijen voor een bedrag van €55 miljard gesecuritiseerd, fors lager dan €333 miljard in 2007 (figuur 21). Omdat de interbancaire geldmarkt de laatste tijd slechts beperkt functioneerde, kochten banken de securitisaties steeds meer zelf op en werden die vervolgens als onderpand aangeboden bij centrale bank in ruil voor liquide middelen. De combinatie van oplopende kapitaaleisen van de markt en beperkte securitisatiemogelijkheden betekent dat het bufferkapitaal van banken nauwelijks ruimte overlaat voor nieuwe kredietverstrekking.

Financiering via kapitaalmarkt lastiger en duurder

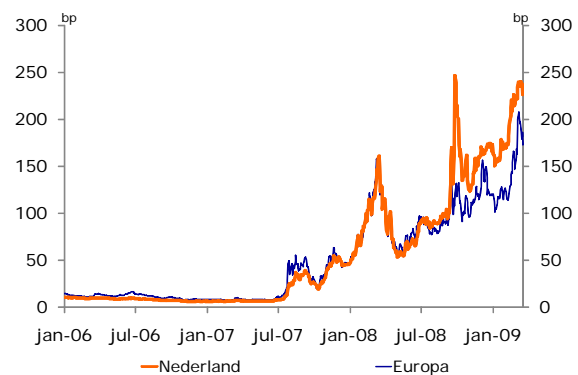
Banken worden ook in de eerste maanden van dit jaar nog steeds geconfronteerd met hoge credit default swaps premies (CDS-premies). Dit zijn premies die beleggers in obligaties van banken betalen om het risico op wanbetaling af te dekken. De gemiddelde financieringskosten voor Nederlandse banken liggen hierdoor grofweg 200 basispunten hoger dan de rente op tienjaars staatsleningen (figuur 22). Hoe hoger deze premies zijn, des te hoger marktpartijen het risico op faillissement van banken achten. Voor de kredietcrisis bedroeg de prijs van risico, gemeten als het verschil ten opzichte van staatsobligaties, slechts enkele tientallen basispunten. Door de sterk gestegen risico-aversie bij beleggers hebben banken in de afgelopen kwartalen meer moeite gehad om zich te financieren via obligatie-uitgiftes. Maar sinds het najaar van 2008 is een voorzichtige omkeer te zien omdat kapitaalinjecties en garantieregelingen van de nationale autoriteiten de toegang van de banken tot de kapitaalmarkt lijken te verbeteren. Volgens de Bank of International Settlements is de netto obligatie-uitgifte van Europese en Amerikaanse banken in het vierde kwartaal van 2008 verdubbeld ten opzichte van een kwartaal eerder van \$252 miljard tot \$570 miljard. De overheden staan voor bijna de helft van de uitgiftes garant.

Figuur 21: Securitisiatiemarkt in Europa



Bron: European Securitisation Forum

Figuur 22: CDS-premies van banken



Nederland: ongewogen gemiddelde van de 5 grootste banken

Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

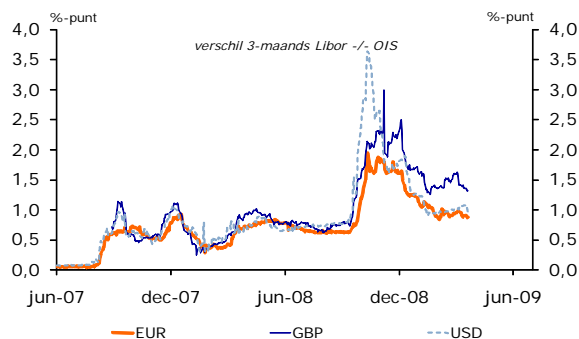
Kredietverlening

Uit de laatste enquête van de ECB blijkt dat meer dan de helft van de banken in het eurogebied denkt dat de toegang tot de financieringsbronnen in het eerste kwartaal van dit jaar verder zal verbeteren dankzij de overheidsmaatregelen. De invloed van deze maatregelen is al zichtbaar in de ontwikkeling van de CDS-premies. Sinds oktober vorig jaar zijn de CDS-premies van gesteunde banken gemiddeld genomen minder sterk gestegen dan die van de niet gesteunde banken.

Geldmarkt blijft gespannen

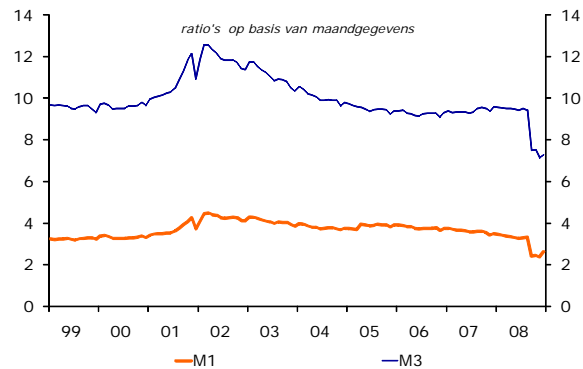
Het beeld voor de interbancaire geldmarkt laat een vergelijkbare ontwikkeling zien als dat op de kapitaalmarkt. Na de val van Lehman Brothers verdween in het najaar van 2008 het laatste greintje vertrouwen in de interbancaire geldmarkt, die sinds juli 2007 toch al niet goed functioneerde. Het tegenpartijrisico werd zo hoog ingeschat dat de risicopremies fors opliepen en de geldmarkt grotendeels opdroogde (figuur 23). Ook nam de bereidheid van banken af om elkaar voor een langere periode geld te lenen. De opslag voor de driemaands Euribor, het belangrijkste geldmarkttarief, is bijvoorbeeld in oktober 2008 opgelopen tot meer dan 170 basispunten boven de beleidsrente, terwijl deze opslag voor de kredietcrisis gemiddeld 13 basispunten bedroeg. De recente daling van de interbancaire geldmarkttrentes hangt samen met de verlaging van het officiële ECB rentetarief. Na een piek van 5,5% in oktober vorig jaar daalde de driemaands Euribor tot onder de 2% in maart dit jaar. Hierbij moet wel kanttekening worden geplaatst dat de Euribor minder betrouwbaar is dan voorheen omdat er nu nauwelijks wordt gehandeld op de interbancaire geldmarkt. Om de liquiditeitsbehoefte van de banken veilig te stellen heeft de ECB in oktober vorig jaar besloten om onder andere het beroep op de kredietfaciliteit volledig toe te wijzen tegen de minimum biedrente (de beleidsrente). Het totale bedrag aan uitstaande herfinanciering bereikte aan het einde van 2008 een historisch hoogtepunt van ruim €850 miljard. De banken konden op deze wijze goedkoop

Figuur 23: Het Lehman Brothers effect



Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

Figuur 24: Geldmultiplicatoren



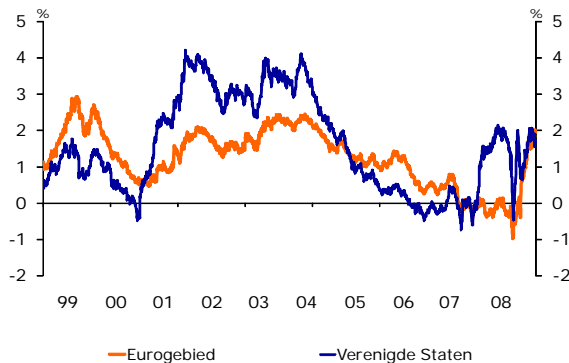
Verhouding tussen de monetaire aggregaten en de monetaire basis

Bron: ECB

Kredietverlening

korte financiering aantrekken. Maar een groot deel van dit geld wordt door banken vervolgens weer uitgezet op de depositofaciliteit van de centrale bank en wordt niet onderling op de interbancaire geld-markt verhandeld. Dit wijst erop

Figuur 25: Verschil tussen 10-jaars swaprente en driemaands rente



Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

dat het onderlinge wantrouwen en de zorgen over het tegenpartij risico nog niet verdwenen zijn waardoor banken reserves aanleggen voor het geval financiering op de interbancaire geldmarkt mislukt. Miljarden aan kapitaal-injecties en steun voor het Europese bankwezen blijken vooralsnog niet voldoende te zijn om de kredietverlening aan de private sector op peil te houden. De laatste gegevens bevestigen dat het tempo van de monetaire expansie in het eurogebied fors blijft vertragen. Hoewel het groeitempo van de maatschappelijke geldhoeveelheid (M1)¹ recentelijk nog steeg, is dat vooral een reactie op de verlaging van de beleidstarieven van de ECB in de afgelopen periode. Dit werkte

verschuivingen in de allocatie van gelden in de hand: de vraag naar girale deposito's trok aan ten koste van kortlopende deposito's. De groei van de ruime geldhoeveelheid (M3)² vertraagde daartegen aanzienlijk in reactie op de verheviging van de onrust op de financiële markten en de verslechterde economische vooruitzichten. In de huidige onzekere economische tijden hebben marktpartijen een grotere voorkeur voor liquiditeit. Deze ontwikkelingen in combinatie met de toegenomen monetaire basis, als gevolg van de steunoperaties, leiden ertoe dat de verhouding tussen de ruime en de enge geldhoeveelheid fors is gedaald (figuur 24). Met andere woorden, voor iedere euro die wordt gecreëerd, worden er minder uitgeleend door de banken. De ECB ontkomt er dan ook waarschijnlijk niet aan in de komende tijd minder conventionele maatregelen te moeten nemen, wil zij de bancaire kredietverlening een 'boost' geven.

Winstgevendheid banken uitgehold

DNB wijst er ook op dat Europese banken al enige tijd kampen met een ongunstige rentetermijnstructuur. Sinds de tweede helft van vorig jaar is het

¹ Het enge monetaire aggregaat, M1, bevat de bankbiljetten in omloop en tegoeden die onmiddellijk in contanten kunnen worden omgewisseld of die kunnen worden gebruikt voor girale betalingen.

² Het ruime monetaire aggregaat, M3, omvat M1 alsook deposito's met een vaste looptijd tot en met twee jaar of met een opzegtermijn tot en met drie maanden en bepaalde verhandelbare, door monetaire financiële instellingen (MFIs), waartoe ook de kredietinstellingen behoren, uitgegeven instrumenten. Deze verhandelbare instrumenten zijn repo's, aandelen of participaties in geldmarktfondsen en schuldbewijzen met een looptijd tot en met twee jaar (waaronder geldmarktpapier).

Kredietverlening

verschil tussen de tienjaars swaprente en de driemaands rente zelfs negatief (figuur 25). Hierdoor wordt de winstgevendheid van het traditionele bankbedrijf in Europa uitgehold. Immers, banken verdienen geld door middelen op korte termijn tegen een lagere rente aan te trekken en deze voor een langere periode uit te zetten tegen een hogere rente. Bovendien zijn banken door de beperkte toegang tot de marktfinanciering zich steeds meer gaan richten op de retail-financiering. Dit is ook merkbaar op de spaarmarkt, waarbij de rentes op spaargelden in de afgelopen maanden minder sterk gedaald zijn dan de interbancaire rentes. Dit kan deels de gestegen marges op bancaire rentetarieven verklaren.

Kredietverlening: een kwestie van vraag en aanbod

Van een *credit crunch* in algemene zin is op dit moment in Nederland nog geen sprake. De bancaire kredietverlening is nog niet stilgevallen. Door de grote verliezen en het ongunstige financieringsklimaat van banken is bancair krediet in de voorbije maanden ontegenzeggelijk duurder en minder beschikbaar geworden. Wat het probleem nog ingewikkelder maakt is dat de huidige kredietcrisis een mondiaal karakter heeft, waardoor het met name voor grote internationaal opererende bedrijven lastiger is hun financiering rechtstreeks via de mondiale kapitaalmarkt aan te trekken. Zo zijn de risicopremies op bedrijfsobligaties flink opgelopen en zijn de aandelenkoersen sterk gedaald. Als er sprake is van een lokale crisis kan deze groep op de mondiale kapitaalmarkt in hun financieringsbehoefte voorzien. Kleine bedrijven die voornamelijk afhankelijk zijn van de bancaire kredietverlening (en dus niet zelf de kapitaalmarkt op gaan) worden harder getroffen door een lokale kredietcrisis. Maar tot nu toe zijn er geen aanwijzingen dat het Nederlandse midden- en kleinbedrijf veel last heeft van kredietbeperking. In een enquête van ondernemersvereniging FME-CWM geeft 35% van de respondenten aan dat het verkrijgen van bancair krediet moeilijker is geworden. Bij een globale kredietcrisis zou men verwachten dat de effecten op de economie groter zijn en ook langer duren. Dit punt wordt ook ondersteund door het onderzoek van Dell'Ariccia, Detragiache en Rajan (2005).

Dat er momenteel minder krediet wordt verstrekt, hangt niet alleen samen met een beperkt kredietaanbod, ook de vraag naar nieuw krediet neemt af. Uit een rondvraag van de ECB bij de banken in het eurogebied blijkt dat het aantal kredietaanvragen door bedrijven in het vierde kwartaal van 2008 met 40% is gedaald. Het sterk verslechterde economische klimaat en het afgenomen vertrouwen drukken de bedrijfsinvesteringen, waardoor de behoefte aan nieuw krediet vermindert. Voor het eerste kwartaal van dit jaar wordt eveneens geen stijging van de kredietaanvragen verwacht.

Hoe groot de invloed is van vraag en aanbodfactoren is in de praktijk lastig te bepalen. Zolang de economische vooruitzichten verder verslechteren en het proces van *deleveraging* in de financiële sector aanhoudt zal de groei van de kredietverlening blijven dalen. Het is duidelijk dat financiële markten nog niet tot rust zijn gekomen, waardoor het risico op een echte *credit crunch* nog op de loer ligt.

Kredietverlening

Doorwerking economie

Volgens de schattingen van het IMF kunnen de verliezen in de financiële sector oplopen tot \$2.200 miljard. Het kan niet anders dan dat verliezen van dergelijke omvang invloed zullen hebben op de bancaire kredietbeschikbaarheid. Maar door verschillende onorthodoxe maatregelen zal het uiteindelijke effect op de kredietverlening waarschijnlijk lager uitvallen. De gedeeltelijke verschuiving van de schuldenlast van de private sector naar de overheid betekent echter niet dat alle problemen van de baan zijn. Immers, de overheidsrekening moet ook worden betaald wat een geruime tijd op de economische groei kan wegeen. Daar komen we later nog op terug.

Een haperende kredietverlening heeft negatieve gevolgen voor de economische groei. Op korte termijn leidt de verminderde kredietverlening tot een daling van het BBP omdat bedrijven en gezinnen hun investeringen en consumptie moeten beperken. Tegelijkertijd beïnvloeden hogere risicopremies op bedrijfsobligaties en lagere aandelenkoersen de bedrijfsinvesteringen (en daarmee ook de economische groei) negatief via hogere investeringskosten. De beschikbaarheid van de handelskredieten lijdt ook onder de beperkte kredietverlening, waardoor internationale handel negatief wordt beïnvloed. Met zijn *financial conditions index* laat de OESO zien in welke mate de verslechtering van de financieringscondities de economische groei in onder andere de Verenigde Staten en het eurogebied beïnvloedt (Gaucher *et al.*, 2009). Zo leidt een stijging van de risicopremie met 100 basispunten na zes kwartalen tot een daling van de economische groei in het eurogebied en de Verenigde Staten met respectievelijk 2%-punt en 3%-punt. De aanscherping van de kredietvoorwaarden vermindert de economische groei met 0,3%-punt in beide regio's. Op basis van deze index is ook aannemelijk te maken dat ook de komende tijd onrust op de financiële markten nog zal bijdragen aan een krimp van de economie. Door de vertraagde doorwerking op de economische groei moeten we bijvoorbeeld een groot deel van de effecten van de onrust van het najaar van 2008 de komende kwartalen nog in de groeicijfers terugzien.

De mate waarin de kredietverlening de groei (verder) zal belemmeren is ook afhankelijk van het vertrouwen in de financiële markten en het optreden van overheden om dit te bevorderen. Op welke wijze het vertrouwen de economische groei beïnvloedt wordt uitgebreid in het hoofdstuk Vertrouwenseffecten beschreven.

Vermogenseffecten

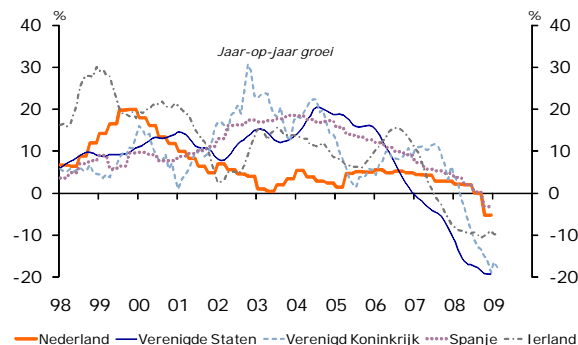
Bubbels en staatskas lopen leeg

Vermogenseffecten en daarmee het feit dat er minder vermogen beschikbaar is voor gezinnen, bedrijven en overheid, hebben serieuze economische consequenties. Het gaat daarbij om huizenvermogens, aandelenvermogens maar ook oplopende staatsschulden. In de huidige crisis zijn de vermogenseffecten groot. Vooral de grote tekorten van overheden kunnen een spoedig economisch herstel in de weg zitten.

Huizenmarkten

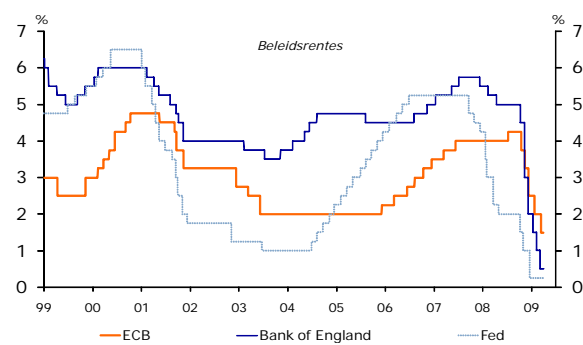
De huizenprijsdaling in de VS is (tezamen met onverantwoorde kredietverlening en beperkt toezicht erop) één van de belangrijkste triggers geweest van het uitbreken van de financiële crisis. Inmiddels zijn de Amerikaanse huizenprijzen al ruim 28% gedaald ten opzichte van de top in juni 2006. De voorraad onverkochte woningen is daarbij opgelopen tot meer dan 12 maanden. Dit is een grotere daling dan gemiddeld gedurende een recessie ingegeven door een huizenprijsdaling zoals berekend door Claessen *et al.* Maar niet alleen in de VS is sprake van een afkoeling van de huizenmarkt. Ook in bijvoorbeeld het Verenigd Koninkrijk (VK), Spanje, Ierland en Nederland is sprake van een daling van de huizenprijzen (zie figuur 26). In elk land is wel weer een ander verhaal te vertellen waarom de huizenprijzen dalen en hoeveel 'lucht' er in de huizenmarkt zit. Opvallend is wel dat de timing van de omslag op de huizenmarkt in al deze landen hetzelfde is. Een belangrijke gezamenlijke verklaring hiervoor is in eerste instantie natuurlijk het normaliseren van de beleidsrentes wereldwijd (zie figuur 27). Deze waren vanaf het barsten van de dotcom-bubbel in 2000 laag, vooral in de VS. De stapsgewijze verhoging vanaf 2004 zorgde ervoor dat de hypotheekrente ook steeds hoger werd. Dat leidde tot steeds grotere betalingsproblemen, met name in landen waarin krediet relatief makkelijk was verstrekt en er veel op basis van variabele rente was gefinancierd. Denk aan de VS en het VK. Daarnaast speelt bij een uiteindelijk omslag ook vertrouwen een rol. Shiller (2007)

Figuur 26: Huizenmarkten in meerdere landen koelen af



Bron: Reuters EcoWin

Figuur 27: Verhoging beleidsrentes trigger daling huizenprijs



Bron: Reuters EcoWin

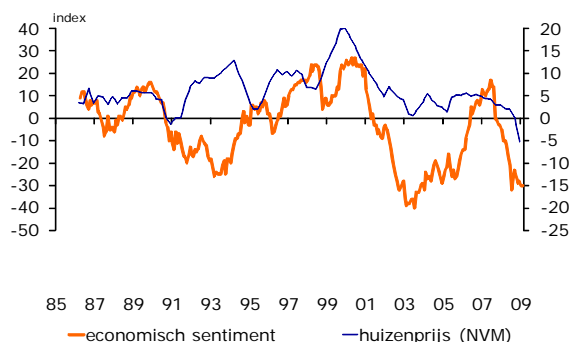
Vermogenseffecten

concludeert op basis van enkele omslagen op de (Amerikaanse) huizenmarkt die hij heeft bestudeerd dan fundamentele factoren vaak niet het hele verhaal vertellen omtrent het ineensinken van de prijzen voor onroerend goed. Hij komt

tot de conclusie dat vertrouwen, of zoals hij het noemt psychologische effecten, een rol spelen. Op basis van de ontwikkeling van de Nederlandse huizenprijzen zou zo'n conclusie ook kunnen worden getrokken (zie figuur 28). Als het vertrouwen daalt, stijgen de huizenprijzen over het algemeen ook minder hard (sinds 1986). Er is absoluut geen sprake van een één op één relatie, maar dat er sprake is van een verband is duidelijk. In hoeverre dalende huizenprijzen een direct effect hebben op de consumptie hangt in sterke mate af van de institutionele setting. In die landen waar de overwaarde op huizen benut is voor consumptie, zal een afkoelende huizenmarkt leiden tot een sterke daling van de consumptie. Daar

waar dat niet het geval is (zoals in Nederland) zal het alleen een indirect effect hebben, bijvoorbeeld door een dalende vraag naar duurzame goederen als gevolg van minder verhuisbewegingen.

Figuur 28: Nederlandse huizenprijzen worden beïnvloed door het economisch sentiment



Bron: Reuters EcoWin

Aandelenvermogens

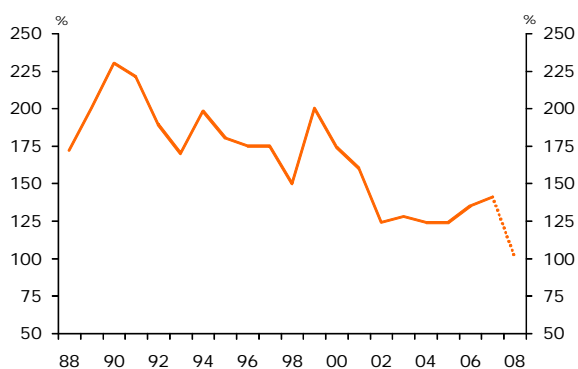
Naast huizenprijzen zorgt natuurlijk het wereldwijde verlies op de aandelenbeurzen voor gevolgen voor de reële economie. In 2008 is de waarde van veel beursindices meer dan gehalveerd, waarmee 2008 tezamen met 1931 in de boeken gaat als één van de slechtste beursjaren ooit. Sinds eind 2008 zijn de

Figuur 29: Financiële instellingen leiden beurzen omhoog en omlaag



Bron: Reuters EcoWin

Figuur 30: Dekkingsgraad pensioenfondsen onderuit



Bron: DNB

Vermogenseffecten

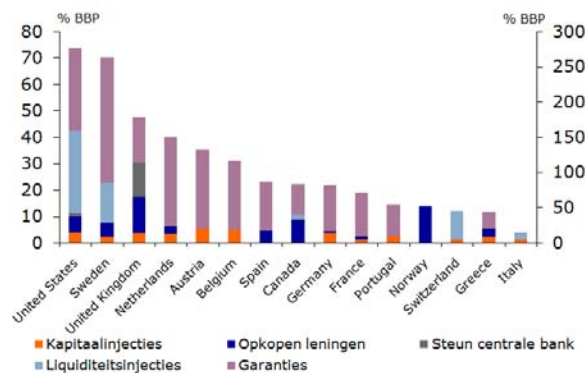
beurzen wereldwijd nog verder gedaald. Het zijn vooral de financiële fondsen geweest die de beurzen wereldwijd omlaag hebben getrokken (en in de jaren ervoor ook omhoog hebben gebracht, zie figuur 29).

Naast de gevolgen voor bedrijven om in dit beursklimaat aandelen te emitteren en de tweederonde-effecten op de balansen van banken, hebben deze beursverliezen ook gevolgen voor gezinnen en bijvoorbeeld pensioenfondsen. In figuur 30 staat weer gegeven hoe de dekkingsgraad van pensioenfondsen zich sinds 1989 heeft ontwikkeld (de mate waarin een pensioenfonds met het huidige vermogen aan zijn (huidige en toekomstige) verplichtingen kan voldoen). In 2008 is het laagste niveau van dekking in de afgelopen twintig jaar bereikt. Pensioenfondsen zijn als gevolg van de koersdalingen massaal in de problemen gekomen. Dit zal nog geruime tijd consequenties hebben voor de koopkracht van gepensioneerden en werknemers. Gepensioneerden worden geconfronteerd met lagere of geen indexatie van hun aanvullend pensioen. Dat betekent koopkrachtverlies voor deze groep. Werknemers worden geconfronteerd met hogere premies om de pensioenreserves weer op niveau te brengen. Ook werkgevers worden met hogere premies geconfronteerd, zodat de loonkosten stijgen. De nasleep hiervan kan nog wel enige jaren duren.

Oplopende overheidsschulden

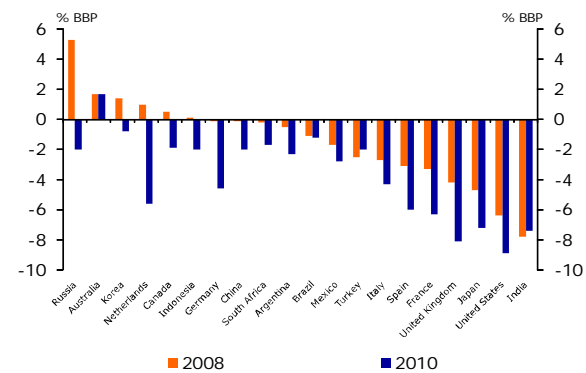
Naast vermogensverliezen via aandelen en huizen heeft ook de overheid een behoorlijke veer moeten laten. In allerlei vormen hebben overheden de afgelopen tijd moeten bijspringen om het financiële systeem overeind te houden. De manier van steun varieerde van het opkopen van leningen, kapitaalinjecties, rechtstreekse steun van centrale banken, liquiditeitsinjecties en garanties (zie figuur 31). In Nederland heeft de overheid vooral garanties afgegeven. Alhoewel garanties geen geld kosten zo lang er geen beroep op wordt gedaan, en kapitaalinjecties vaak in de vorm van leningen worden gegeven, is het waarschijnlijk een illusie te denken dat de overheidsschulden

Figuur 31: Overheden hebben al behoorlijk wat gedaan...



Bron: IMF, CPB, 2009

Figuur 32: ...en tekorten nemen ook door economische tegenwind toe

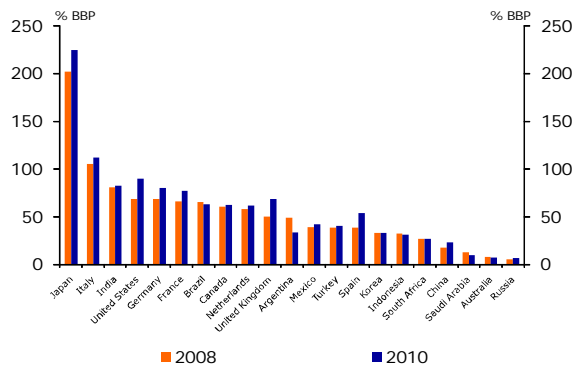


Bron: IMF, CPB, 2009

Vermogenseffecten

uiteindelijk niet zullen oplopen door het ingrijpen in de financiële sector. Het is vooralsnog maar de vraag of overheden er in slagen hun belangen in banken met winst te verkopen. Ook is het niet duidelijk of overheden de komende tijd niet nog meer hoeven in te grijpen.

Figuur 33: Oplopende staatsschuld in veel landen



Bron: IMF, CPB, 2009

Een hogere staatsschuld door het ingrijpen in de financiële sector is echter maar een deel van het verhaal. De economische tegenwind zorgt ervoor dat de belastinginkomsten (aanzienlijk) lager uitvallen, terwijl de uitgaven aan met name sociale zekerheid fors oplopen. Veel ruimte om op korte termijn nog verder te snoeien in de uitgaven is er vaak niet en is, vanwege de vraaguitval in de economie, nu ook niet handig. Integendeel, er worden vaak aanvullende bestedingsimpulsen ingezet om die vraaguitval op te vangen. Per saldo lopen de begrotingstekorten in de meeste landen in 2010 ten opzichte van 2008 naar verwachting

behoorlijk op (zie figuur 32). In sommige landen, waaronder bijvoorbeeld Rusland en maar ook Nederland, wordt de tegenwind vanuit de financiële wereld en de economie nog eens versterkt door de veel lagere opbrengst van de verkoop van grondstoffen. Dit slaat op dit moment een extra gat in veel begrotingen.

Door deze ontwikkelingen loopt de staatsschuld in veel landen op dit moment fors op (figuur 33). Op de langere termijn zal deze oplopende staatsschuld wel moeten worden betaald. Dit kan door in uitgaven te snoeien, maar ook door de inkomsten te verhogen. Waarschijnlijk zal het van beide wat worden.

Doorwerking economie

Vermogensverliezen van gezinnen leiden over het algemeen tot lagere uitgaven aan duurzame goederen. Dit zagen we vorig jaar ook al in verschillende landen en mede daardoor stortten bijvoorbeeld de autoverkoop wereldwijd in. Het directe effect van vermogensverliezen op de economische groei laat zich lastig meten. Een afnemend vermogen van gezinnen kan leiden tot een toename van de besparingen; iets dat we op dit moment ook wereldwijd waarnemen. 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.

Naast het aanvullen van hun vermogen zullen consumenten ook meer gaan sparen door de toegenomen onzekerheid. Afgezien van het motief zorgt een stijgende spaarquote (dat deel wat mensen sparen uit wat ze aan inkomen

Vermogenseffecten

binnenkrijgen) ervoor dat er minder overblijft om uit te geven. Ergo, een lagere consumptie. Voor bedrijven geldt in principe hetzelfde. Vermogensverliezen moeten worden aangevuld om reserves op peil te houden. Dit geld is niet meer beschikbaar om te investeren, waardoor de investeringen van bedrijven lager zullen worden.

Het effect van hoge staatsschulden op de economie hangt af van de manier waarop overheden proberen tekorten weer aan te zuiveren. Vooral belastingverhogingen remmen de groei. Als gezinnen en bedrijven meer belasting moeten betalen, hebben ze minder over om te consumeren en te investeren. Dit remt de groei op korte termijn. Doordat bij hogere belastingen het verschil van wat mensen produceren (de toegevoegde waarde) en uiteindelijk op hun bankrekening krijgen (dit verschil wordt ook wel de wig genoemd) groter wordt kan ook op langere termijn de groei geremd worden. Een hogere wig ontmoedigt mensen om te gaan werken en dus zal het arbeidspotentieel afnemen. Hoe groter de wig, hoe hoger de evenwichtswerkloosheid en hoe lager de potentiële groei.

Vertrouwenseffecten

Gebrek aan vertrouwen verlamt

Niet alles kunnen we met de ratio verklaren. Als mensen geen vertrouwen meer hebben in de toekomst, kan er nog zoveel krediet beschikbaar zijn, maar zullen mensen niet gaan lenen. De huidige crisis gaat gepaard met een scherpe daling van het vertrouwen. Dit zorgt ervoor dat het vliegwiel van de economie minder goed werkt.

Als we teruggaan naar de originele betekenis (in het Latijn) van de woorden waar krediet (credo) en vertrouwen (confidentie, fido) vanaf stammen, blijkt duidelijk dat deze twee veel met elkaar van doen hebben. In het Latijn betekent credo ik *geloof*, terwijl fido ik *vertrouw* betekent. Zonder vertrouwen valt een fundament onder economisch handelen weg. Mensen blijken dan toch niet zo rationeel te zijn als aangenomen wordt in de economische wetenschap. Niet voor niets wordt deze crisis in plaats van kredietcrisis ook vaak een vertrouwenscrisis genoemd.

Het enige dat gemeten wordt (op basis van enquêtes) is vertrouwen. En dan nog is de vraag wat er eigenlijk echt gemeten wordt. Volgens Shiller en Akerlof (2009) wordt in deze enquêtes eigenlijk vooral de verwachting over de ontwikkeling van het huidige en toekomstige inkomen gemeten. In welke mate dat nu echt vertrouwen is, trekken ze in twijfel. Verwachtingen kunnen heel rationeel zijn. Vertrouwen heeft ook te maken met onderbuikgevoel. Vertrouwenscijfers blijken echter wel goede voorspellers te zijn voor toekomstige economische ontwikkelingen (zie bijvoorbeeld ook de Rabobank conjunctuurindicator waarbij vertrouwen een van de verklarende variabelen is). Daarnaast spelen nog andere, niet-rationele effecten een rol waar mainstream-economie en macro-economische modellen niet mee uit de voeten kunnen. In de (post-)Keynesiaanse traditie worden deze effecten *animal spirits* genoemd. Naast vertrouwen kun je hierbij denken aan geldillusie, corruptie, moraliteit en het effect van narratieve overtuiging. Al deze elementen spelen ook bij de huidige financiële crisis een meer of minder belangrijke rol. Denk daarbij bijvoorbeeld aan het moreel gedrag van (sommige) bankiers. Tot afgelopen najaar werd het door de publieke opinie niet als onethisch gezien dat er enorm hoge bonussen werden betaald. Dat is inmiddels wel anders. Nu wordt het niet meer geaccepteerd. Dit heeft (op termijn) consequenties voor de mores in de financiële wereld en zal ook tot andere economische resultaten leiden.

De vertrouwensmultiplier...

Volgens Akerlof en Shiller (2009) is bij het maken van macromodellen voor het gemak het effect van niet-rationele elementen, zoals wel door Keynes in zijn *General theory* beschreven, vergeten. Hicks, die de theorieën van Keynes heeft geformaliseerd heeft deze ideeën niet in formules omgezet. Simpelweg omdat dat niet zo eenvoudig is. In veel perioden spelen niet-rationele effecten ook niet of nauwelijks een versturende rol in het economisch proces. Zo lang er geen

Vertrouwenseffecten

grote sprongen of veranderingen zijn in deze niet-rationele effecten verstooren ze de empirisch gevonden relaties niet. Echter, wanneer de economie in een unieke situatie verzeild raakt, spelen deze effecten wel een rol. Door het ontbreken van vertrouwen werken bepaalde economische mechanismen niet zo als ze normaal doen. Een goed voorbeeld hiervan is de werking van het vliegwiel van de economische activiteit, de zogenaamde multiplier-werking in de economie.

Normaal gesproken leidt een bepaalde overheidsuitgave via deze vermenigvuldiger tot een effect op de economische groei dat groter is dan de initiële impuls. Stel, de overheid stimuleert de economie door uitgaven te verhogen. Dit geld komt bij consumenten terecht, en zij zullen een deel van dit geld, zeg 80%, uitgeven (de marginale consumptiequote). Deze 80% komt via deze uitgaven bij bedrijven die weer een deel daarvan uitgeven, etc. De marginale consumptiequotes (MPC) leiden tot een vermenigvuldiger van $1/(1-MPC)$. In het geval van telkens een quote van 80% leidt dit tot een vermenigvuldiger van 5. Standaard macro-economie op de middelbare school, gebaseerd op de interpretatie van Hicks van het werk van Keynes. Maar stel nu dat consumenten en producenten geen vertrouwen meer hebben in de economie. Zij zien geen kansen om winst te maken of hun omzet te vergroten, dus ook geen reden om te investeren. Hun gedrag verandert hierdoor. In plaats van 80% uit geven van die overheidsstimulans, kan dat opeens veel minder zijn. Of helemaal niets. Men is geneigd meer te sparen, uit voorzorg voor wat misschien gaat komen. Deze vertrouwenmultiplier werkt bij het ontbreken van vertrouwen de inkomensmultiplier dus tegen. Als het goed gaat geldt het omgekeerde. Zo heeft het grenzeloos hoge vertrouwen in bijvoorbeeld de financiële wereld de afgelopen jaren bijgedragen aan hogere groei, door zowel meer consumptie als meer investeringen.

Een voorbeeld kan dit verder verduidelijken. Als aandelenkoersen stijgen, stijgt het vertrouwen. Dat moedigt mensen aan meer te consumeren (ook door het vermogenseffect). Bedrijven kunnen meer afzetten en hogere winsten maken, waardoor beurskoersen weer stijgen. En dat leidt weer tot een toename van het vertrouwen. Bij dalende beurskoersen gebeurt exact het omgekeerde. Dit wordt ook wel een *price-to-earnings-to-price feedback* genoemd.

Deze vertrouwensmultiplier is dan ook één van de redenen dat economen over het algemeen omslagen zo slecht kunnen voorspellen. Gebruikmakend van een vaste (empirisch onderbouwde) relatie tussen vraag en aanbod gaat het fout als niet-rationele effecten opeens toeslaan: als het vertrouwen bijvoorbeeld uit de economie verdwijnt.

...zorgt op dit moment voor verlamming van de economie

Op dit moment staan alle seinen met betrekking tot het vertrouwen, zowel bij consumenten als bij producenten op rood. Mondiaal zijn de vertrouwenscijfers in de tweede helft van 2008 voor zowel consumenten als producenten dramatisch gedaald (figuur 34). Voor een deel is de daling van het vertrouwen natuurlijk volstrekt rationeel: de verwachtingen worden door de slechtere economische omstandigheden neerwaarts bijgesteld. Maar bijvoorbeeld in Nederland daalde

Vertrouwenseffecten

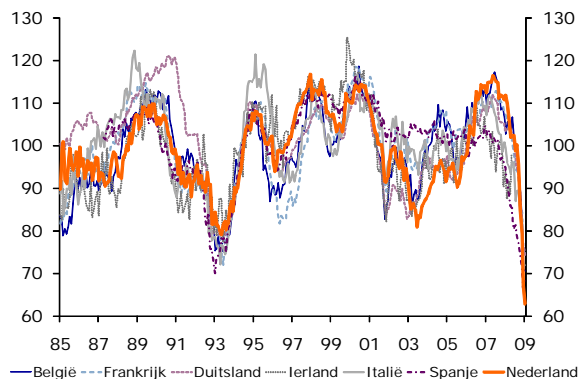
het consumentenvertrouwen in september 2007 plotseling sterk, terwijl de economische groei in de tweede helft van 2007 juist ongekend hoog was. Niet alleen de snelheid waarmee het vertrouwen de afgelopen tijd afnam is opmerkelijk, maar ook de mate waarin economieën synchroon lopen qua vertrouwensontwikkeling. Dat is een zorgelijk gegeven.

Niet alleen op basis van vertrouwensindicatoren is duidelijk dat de onzekerheid groot is, ook op basis van de volatiliteit in financiële markten. De volatiliteitindex geeft de mate van beweeglijkheid van een aandeel of een index weer. Hoe groter de beweeglijkheid (hoe hoger de index) hoe groter de onzekerheid over het verdere verloop. Sinds het uitbreken van de kredietcrisis is de volatiliteit op basis van verschillende indices alleen maar toegenomen (zie figuur 35). Dat geeft aan dat de onzekerheid in de financiële wereld nog steeds groot is. Zo lang de onzekerheid in de financiële wereld, maar ook tussen financiële instellingen blijft bestaan, zal het economisch proces nog verstoord blijven.

Doorwerking op economie

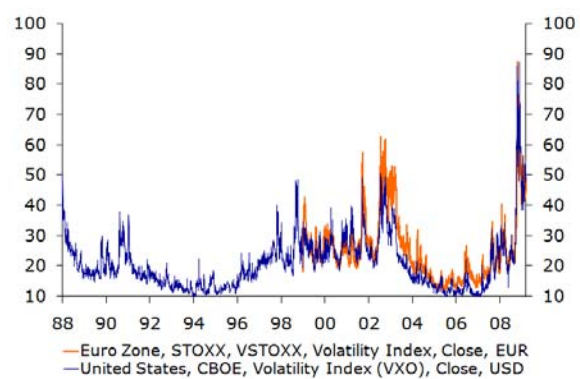
Wat doet vertrouwen nu exact met economische groei? Dat is een vraag die moeilijk te beantwoorden is, omdat ook de causaliteit niet altijd duidelijk is. Wel blijkt dat de koopbereidheid (één van de onderdelen van het consumentenvertrouwen) een redelijk goede voorspeller is van de bestedingen aan duurzame goederen (zie figuur 36). Ook blijkt het producentenvertrouwen vooruit te lopen op de industriële productie: een daling van het producentenvertrouwen wordt gemiddeld vier maanden later gevolgd door een daling van de industriële productie (zie figuur 37). Op basis van het niveau van de vertrouwensindicatoren (historisch laag) kan wel worden geconcludeerd dat vertrouwen op dit moment de economische groei remt. Vooral consumptie en investeringen zullen lager zijn dan in een periode waarin men meer vertrouwen heeft in de economie. Vertrouwen in de financiële wereld is ook cruciaal om te komen tot normaal functionerende financiële markten. Voor een deel is de reden dat het vertrouwen

Figuur 34 : Sentiment in veel landen tegelijkertijd onderuit



Bron: Reuters EcoWin

Figuur 35: Volatiliteit op beurs duidt op grote onzekerheid



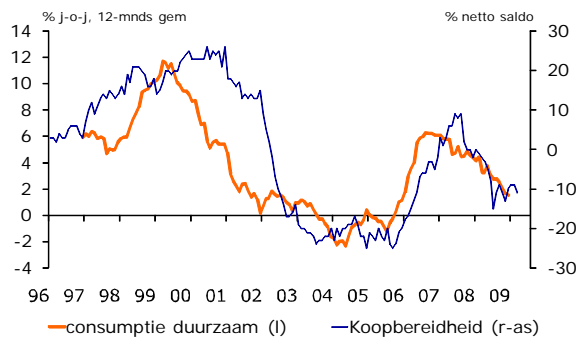
Bron: Reuters EcoWin

Vertrouwenseffecten

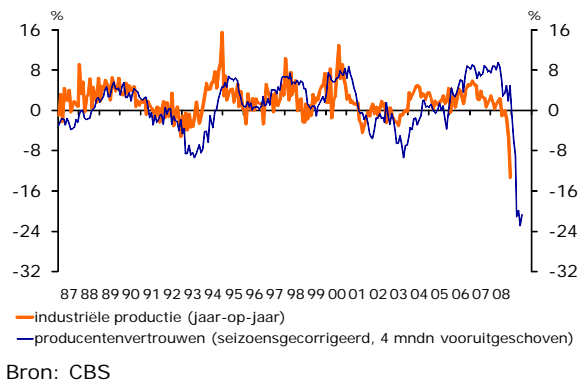
weg is tussen banken rationeel: immers dat er bij (sommige) banken problemen waren, is inmiddels genoegzaam bekend. Waarom blijft het wantrouwen tussen banken zo lang zo groot, terwijl er toch allerlei garanties zijn? Wellicht zijn hier hele rationele oplossingen voor: vertrouwen komt vaak met duidelijkheid en transparantie.

Hoe lang niet-rationele of psychologische effecten een negatief effect hebben op de economische ontwikkeling is moeilijk te zeggen. Dit soort effecten kan opeens ook omdraaien. Als bijvoorbeeld Obama er in slaagt geloofwaardig te blijven, ondanks dat hij nauwelijks geld heeft, kan zijn positivisme overslaan op de rest van de Amerikaanse samenleving. Dat kan leiden tot het aanzwengelen van de economie, louter door meer vertrouwen: "Yes, we can".

Figuur 36: Koopbereidheid en duurzame consumptie hand in hand



Figuur 37: Producentenvertrouwen loopt voor op ontwikkeling industriële productie



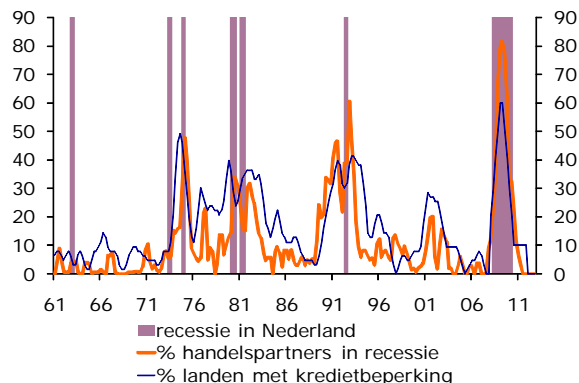
Hoe verder?

Hebben we de bodem bereikt?

In de voorgaande hoofdstukken hebben we de huidige crisis in historisch perspectief geplaatst en ook beschreven hoe zo'n crisis doorwerkt op de economie. Maar wat betekent dat nu concreet? Hoe moeten we de huidige situatie inschatten ten opzichte van vorige financiële crises? Moeten we even door de zure appel heenbijten en keren we dan weer terug naar normaal? Of is 'normaal' in ieder geval niet wat we tot voor kort gewend waren?

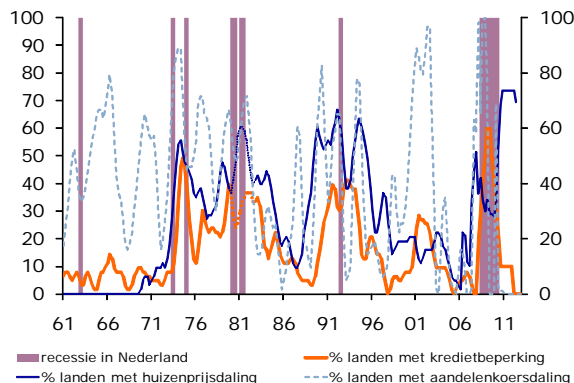
In deze studie zijn we tot dusverre nagegaan hoe de drie kanalen waarlangs de financiële crisis doorwerkt naar de rest van de economie er nu voor staan. Maar hoe moeten we de elkaar versterkende effecten daarvan nu inschatten? Is dit nu een mondiale financiële crisis van de proporties zoals Reinhart en Rogoff (2008b) aangeven? Ten opzichte van deze historische crises is in ieder geval een aantal verschillen aan te geven: De enorme vervlechting van de financiële wereld en de mondialiteit van de recessie zijn ongekend en van relatief recente datum. Figuur 38 maakt dit ook duidelijk: nog nooit zijn zoveel van onze handelspartners in recessie geweest, en nog nooit was er (naar verwachting) in zoveel landen een afname van de kredietverlening. Ook de rol die krediet speelt in de economie is aanzienlijk toegenomen en de mate waarin zowel financiële markten alsook huizenmarkten en overheden in problemen komen is ongekend (zie figuur 39). Dit brengt het risico van een ongekend zware recessie met zich mee. Daartegenin gaat het overheidsbeleid en beleid van centrale banken: nog nooit is zo snel, zo massaal en zo innovatief gereageerd op een financiële crisis. Of dit genoeg is (geweest) moet de toekomst uitwijzen, maar dit zijn vast een paar *disclaimers* bij de nu volgende inschatting van de gevolgen op de economische groei op korte en lange(re) termijn.

Figuur 38: Nog nooit zoveel van onze handelspartners in recessie



Bron: Niesr, Rabobank

Figuur 39: Daling huizenprijzen, aandelenkoersen en kredietbeperking historisch



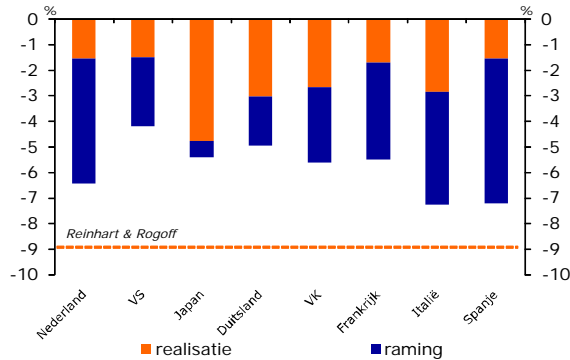
Bron: Niesr, Rabobank

Hoe verder?

De korte termijn: een hele zure appel

Uit de meest recente ramingen is duidelijk dat 2009 maar ook 2010 jaren worden waarvan in economische zin niet te veel van verwacht mag worden.³

Figuur 40: Krimp van BBP per hoofd van top tot dieptepunt



Bron: Rabobank

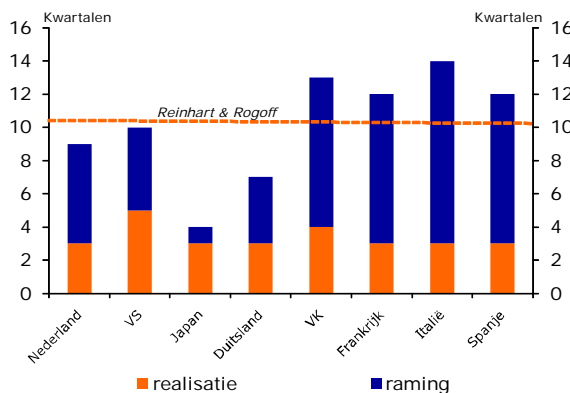
Hoe verhoudt zich de huidige crisis daarbij tot de historische crisis zoals onderscheiden in het eerste hoofdstuk? Om deze vergelijking te maken leggen we voor een aantal variabelen de laatste realisaties en onze huidige raming naast resultaten uit het verleden.

In figuur 40 is de krimp van het BBP per hoofd van de bevolking voor een aantal landen weergegeven, uitgesplitst naar wat al gerealiseerd is (oranje) en dat wat volgens onze inschatting nog moet komen. De krimp is daarbij berekend van top tot dal. Voor de meeste landen geldt dat we op dit moment midden in een periode van krimpend BBP zitten, maar dat de bodem nog niet bereikt is. Voor Nederland verwachten we een totale reële krimp van het

BBP per hoofd van 6,4%. Daarvan hebben we 'pas' 1,4% gehad. Voor alle landen geldt dat de totale verwachte krimp lager is dan in de door Rogoff en Reinhart bekeken recessies, maar echter wel hoger dan gevonden door Claessen *et al.* De gemiddelde krimp van de economieën van de hier weergegeven landen is bijna 6%. Met betrekking tot de duur van de krimp is het beeld wat gemengder (figuur 41), waarbij de krimp in Japan relatief kort is, en waarvan ook al het grootste deel achter de rug is. Voor de meeste landen komen er nog een behoorlijk aantal kwartalen met krimp. Voor Nederland verwachten we dat midden volgend jaar het dieptepunt bereikt is.

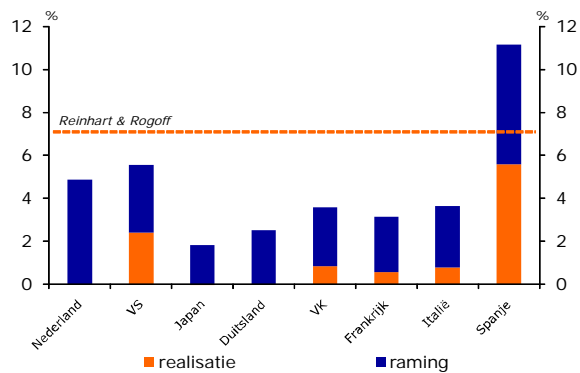
³ Zie ook het Economisch Kwartaalbericht maart 2009

Figuur 41: Duur krimp BBP per hoofd



Bron: Rabobank

Figuur 42: Oplopen werkloosheid van dal tot top van top



Bron: Rabobank

Hoe verder?

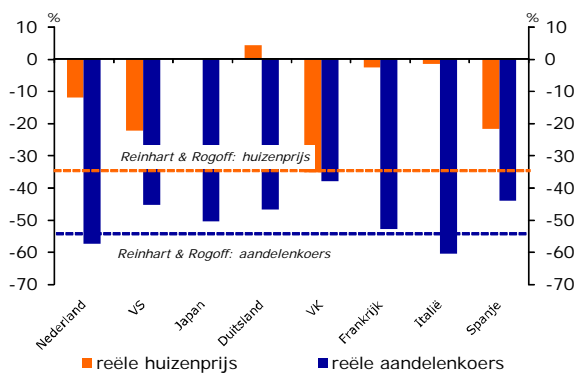
Voor nagenoeg alle landen (met uitzondering van Spanje) geldt dat de werkloosheid aanzienlijk minder toeneemt (gemiddeld met 4,5%-punt) dan in de door Rogoff en Reinhart geanalyseerde studies (7%-punt), zie figuur 42. Voor een aantal landen geldt dat de werkloosheid tot nu toe helemaal niet gestegen is (zoals Nederland). Wel zal de duur van de stijging van de werkloosheid in landen als het VK en Italië nagenoeg overeen komen met wat Rogoff en Reinhart hebben geregistreerd.

Er is een aantal redenen waarom de werkloosheid minder stijgt dan in de vorige crises. Ten eerste geldt dat in sommige landen de werkloosheid bij het begin van de crisis al relatief hoog was (bijvoorbeeld Italië met bijna 7%): hierdoor lijkt de stijging mee te vallen, maar is de arbeidsmarktprestatie van deze landen niet best. Ten tweede is het sociale vangnet activerender dan in het verleden en de arbeidsmarkt dynamischer. Dat leidt ertoe dat mensen sneller weer aan het werk zijn. Als laatste zorgt de vergrijzing er in veel landen voor dat toename van het arbeidsaanbod op een lager niveau ligt dan in het verleden. Hierdoor leidt een afname van de werkgelegenheid automatisch tot een kleinere toename van de werkloosheid dan bij een sterk toenemende beroepsbevolking.

De ontwikkeling van de aandelenkoersen lijkt (gemiddeld) redelijk op wat gevonden werd door Rogoff en Reinhart (zie figuur 43). Gemiddeld was de daling in de weergegeven landen 49%, Rogoff en Reinhart vonden historisch gemiddeld 55%. Ook geldt voor alle hier weergegeven landen dat er sprake is van een behoorlijke daling van het aandelenvermogen. In de raming zijn we er vanuit gegaan dat de aandelenkoersen zich stabiliseren. Mocht dit niet het geval zijn, dan verergeren de problemen die samenhangen met dalende aandelenkoersen.

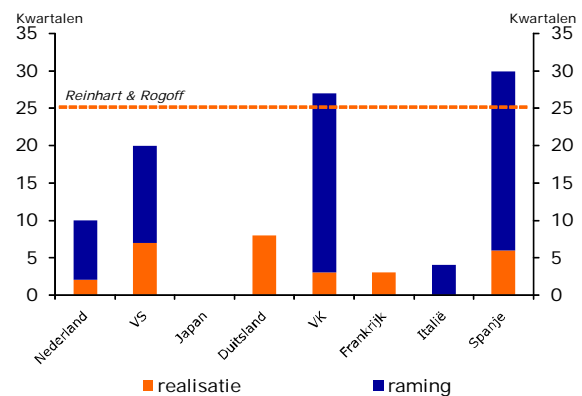
Het beeld op de woningmarkt is wat diverser. In enkele landen (zoals bijvoorbeeld het VK) komt de daling van de huizenprijzen waarschijnlijk in de buurt van het gemiddelde zoals Rogoff en Reinhart presenteren (-35%). In tegenstelling

Figuur 43: Daling aandelenkoersen en huizenprijzen van top tot dieptepunt



Bron: Rabobank

Figuur 44: Duur daling huizenprijzen

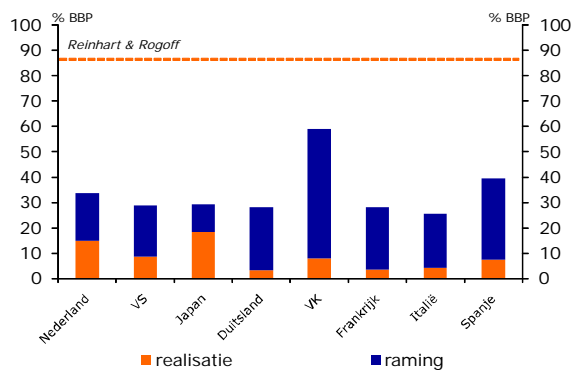


Bron: Rabobank

Hoe verder?

tot bij de aandelenkoersen, verwachten we dat de huizenprijzen in veel landen de komende tijd (in reële) termen nog zullen blijven dalen (zie figuur 44). Vooral in Spanje en het VK kan dit een langdurige prijsdaling zijn. De effecten van de

Figuur 45: Stijging overheidsschuld als gevolg van de crisis



Bron: Rabobank

daling van huizenprijzen op de economie zal de komende jaren in die landen nog wel even aanhouden. Voor Nederland voorzien we een kleine en relatief kortdurende daling van de huizenprijzen. Omdat we hier de mediane huizenprijsstijging van de NVM gebruiken, lijkt er sprake te zijn van een vrij grote daling. Dit is echter vooral een samenstellingseffect, doordat er veel minder dure huizen worden verkocht.⁴ Op basis van CBS-cijfers is de daling minder groot.

Helaas kunnen we de verwachte ontwikkeling van de (bancaire) kredietverlening niet vergelijken met de studie van Rogoff en Reinhart. Daar zijn twee redenen voor. In hun

studie is de ontwikkeling van de kredietverlening geen variabele die expliciet is meegenomen. Ten tweede hebben wij er, net als anderen, geen expliciete raming van. Zoals uit het hoofdstuk over kredietverlening al duidelijk werd, is er wel krediet beschikbaar, maar zal het waarschijnlijk ook de komende tijd nog duurder en schaarser worden dan de afgelopen jaren. Dit remt, ceteris paribus, de groei. Echter, de vraag naar bancair krediet kan tegelijkertijd ook afnemen door verminderde economische activiteit maar ook door substitutie (terug) naar niet-bancair krediet. Dit samenspel is uitermate complex en wordt ook niet geraamd.

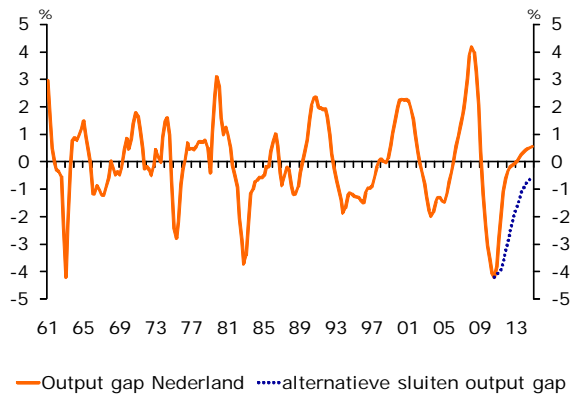
Ook de staatsschulden lopen wereldwijd de komende jaren nog behoorlijk op (zie figuur 45). De hier getoonde inschatting is waarschijnlijk vrij conservatief. We zijn er van uitgegaan dat overheden geen additionele maatregelen zullen nemen om de economie te stimuleren, noch om de financiële sector overeind te houden. De scherpe ophoop van de staatsschulden heeft voor een deel te maken met de problemen in de financiële sector. Echter, op dit moment en de komende jaren worden ze voor een belangrijker deel veroorzaakt door lagere belastinginkomsten en stijgende uitgaven aan sociale zekerheid. In elk land werkt dat weer op een andere manier door. Wel is het zo dat in Nederland bijvoorbeeld de automatische stabilisatoren (de automatische aanpassingen van uitgaven en inkomsten door conjuncturele schommelingen) anti-cyclischer doorwerken dan in andere landen (IMF, 2009). Hierdoor loopt het begrotingstekort, en dus ook de overheidsschuld relatief harder op dan in andere landen zonder dat de

⁴ Zie voor een uitgebreidere uitleg het Kwartaalbericht Woningmarkt februari 2009.

Hoe verder?

overheid een groot pakket aan maatregelen doorvoert. Door bezuinigingsbeleid kan een eventueel tekort beperkt worden, maar dat gaat dan wel gepaard met lagere economische groei.

Figuur 46: Outputgap historisch negatief



Bron: Rabobank

Al met al betekent dit op de korte termijn een zware mondiale recessie, waar we nu midden inzitten en die zich nog verder zal verheven. Ook Nederland wordt zwaar getroffen, vooral door het ongekende mondiale karakter van deze recessie. Weliswaar zijn de effecten minder groot dan tijdens de recessies die Rogoff en Reinhart hebben bestudeerd, maar in termen van BBP-groei wel ernstiger dan de door Claessen *et al.* onderscheiden recessies.

Langere termijn: een bittere pil?

Zoals uit de voorgaande paragraaf bleek, is het leed nog niet geleden in dit en volgend jaar. Weliswaar is de krimp van het BBP in de meeste landen eind dit jaar wel voorbij, de

werkloosheid loopt vaak nog een tijd langer op, evenals de overheidsschuld. Het niveau van de kredietverlening op iets langere termijn blijft ongewis. Dat er minder krediet mondiaal beschikbaar zal zijn door *deleveraging* en aangescherpte eisen voor solvabiliteit van banken ligt voor de hand. Hoe dat op langere termijn doorwerkt is moeilijk in te schatten.

Vaak blijkt dat de teruggang in de groei door een financiële crisis niet wordt gecompenseerd door hogere groei in de jaren erna (CPB, 2009). Onder normale omstandigheden zou je verwachten dat als de productie (ver) onder de potentiële productie ligt (die productie die mogelijk is gezien de stand van de technologie en de beschikbaarheid van productiefactoren) dit in de jaren erna wordt goed gemaakt. Als dit niet gebeurt, kan dit erop wijzen dat de maximaal mogelijke productie verlaagd is door de crisis. Vermogenseffecten en beperkte toegankelijkheid tot krediet kunnen dit veroorzaken.

Door hogere kapitaalkosten, kapitaalvernietiging en minder uitgaven aan innovatie kan de arbeidsproductiviteit ook op langere termijn geremd worden. Hogere kapitaalkosten en kapitaalvernietiging zijn rechtstreekse consequenties van de financiële crisis. Minder uitgaven aan innovatie zijn vooral het gevolg van vraaguitval. Aan de andere kant betekent een recessie dat er ook uitvoerig naar de kosten wordt gekeken, en waar mogelijk kosten worden bespaard. Dit vergroot de efficiency en productiviteit.

Een andere, en misschien nog wel belangrijker reden voor een lager groeipad is de toename van de overheidsschuld. Het sterk oplopen van het overheidstekort en de staatsschuld moet een keer een halt worden toegeroepen. De staatsschuld

Hoe verder?

moet op enig moment worden afgelost. Gezien de vergrijzing kunnen we dat ook niet heel lang uitstellen. Twee mogelijkheden om het tekort terug te dringen: lagere uitgaven en hogere inkomsten. Een beperking van de uitgaven leidt tot een rem op de groei doordat de overheid dan minder bijdraagt aan het economisch proces. Op zich geen probleem, maar wel een (jarenlang) lagere economische groei.

Ook aan het verhogen van de lasten ontkomt de overheid waarschijnlijk niet. Als dit bijvoorbeeld geschiedt door middel van hogere inkomstenbelastingen, dan leidt dat tot een daling van het beschikbaar inkomen en daarmee ook tot een daling van de consumptie. Het resultaat is een lagere economische groei. Hogere belastingen kunnen ook, afhankelijk van de vormgeving, het economisch proces in meer of mindere mate verstoren. In zijn algemeenheid is het zo dat een groter verschil tussen loonkosten en het netto loon (de zogenaamde wig) de evenwichtswerkloosheid verhogen. Dit leidt weer tot een lagere potentiële groei. Dus zowel uitgavenbeperking als inkomstenverhoging leidt tot een langjarig lager groeipad voor de economie.

Per saldo is het dus zeer waarschijnlijk dat ook de economische groei op middellange termijn geremd wordt door de huidige crisis. Verder vooruitkijken blijft natuurlijk met meer onzekerheden omgeven dan korte termijnramingen. Maar er vanuit gaan dat de huidige crisis geen langjarige effecten heeft op de economische groei is wellicht te naïef.

Overheidsbeleid

Dit gegeven spoort aan tot actie. Maar wat kunnen overheden doen? Zoals we al hebben laten zien dreigen de overheidstekorten, ook bij ongewijzigd beleid, flink op te lopen. Toch is er zeker een rol voor overheden. Niet alleen om actief iets te doen, maar ook om het vertrouwen te beïnvloeden. Een top-vijf van gewenst overheidsbeleid:

1. *Stabiliseren financieel stelsel*: zonder rust in de financiële wereld keert ook het vertrouwen in de economie niet terug. Zolang banken telkens met nieuwe afschrijvingen en onverwachte tegenvallers blijven komen, blijft elke overheidsinjectie weggegooid geld. Wantrouwen leidt dan weer tot nieuwe verliezen. Eén optie zou zijn om banken te scheiden in 'good' en 'bad' banks. De goede banken kunnen dan, deels met overheidssteun, krediet verstrekken aan hen die een goede aanvraag indienen. De slechte banken (vuilnisbanken), waarin dus alle onbetrouwbare leningen zitten, proberen zoveel mogelijk geld nog binnen te halen, maar zullen uiteindelijk ter ziele gaan. Zo'n systeem bevordert de transparantie van het bankensysteem.
2. *Verbeteren toezicht*: Het stabiliseren van het financiële stelsel gaat niet zonder een geloofwaardige aanpassing en verbetering van het toezicht. Dat geldt zowel voor het toezicht op financiële instellingen als ook voor het toezicht op rating agencies. Pas als mensen ook weer vertrouwen hebben in

Hoe verder?

- het toezicht, en dus bijvoorbeeld ook weer aannemen dat triple A écht triple A is, dan zullen de financiële markten weer naar behoren kunnen werken.
3. *Tegengaan protectionisme*: Van de jaren dertig kunnen we leren dat protectionisme de crisis verergert en verlengt. In die valkuil moeten we dus niet stappen, ook al ligt hij overal op de loer. Van gemeenten die het liefst alleen aan bedrijven in de regio hun werkzaamheden gunnen tot een staatssecretaris die oproept om allemaal in Nederland op vakantie te gaan. Minder internationale handel is vooral nadelig voor kleine open economieën als Nederland, dus is het vooral in het belang van Nederland dat dit wordt tegengegaan.
 4. *Vraaguitval opvangen*: Op korte termijn moet de overheid ervoor zorgen dat de meest acute vraaguitval als gevolg van de kredietcrisis wordt opgevangen. Niets doen leidt tot kapitaalvernietiging en zorgt ervoor dat de crisis alleen maar langer duurt. In Nederland gebeurt dit grotendeels al door de automatische stabilisatoren. Loonmatiging is om deze reden dan bijvoorbeeld geen goed idee. Dat vergroot alleen maar de afname van de vraag. Ook is de speelruimte van veel overheden om veel extra's te doen beperkt door het oplopen van de schulden door het ingrijpen in de financiële sector.
 5. *Zorgen voor structureel houdbare overheidsfinanciën*: Naast deze korte termijn politiek moeten overheden er nu ook voor zorgen dat op langere termijn iets wordt gedaan aan de houdbaarheid van de overheidsfinanciën. In veel landen gaat de vergrijzing ervoor zorgen dat de houdbaarheid van de overheidsfinanciën onder druk komt te staan. Het gat dat nu in de overheidsfinanciën wordt geslagen vergroot dit probleem. Structurele maatregelen kosten tijd. Daarom moet ook in de huidige discussie al besloten worden hoe dit toekomstige probleem wordt opgelost. Nu niets doen betekent dat dit wordt doorgeschoven naar de toekomstige generaties.

Lichtpuntjes

Alhoewel moeilijk in deze tijd, moeten we ook nu oog houden voor lichtpuntjes. Als we er vanuit gaan dat we in de eerste helft van 2009 in de meeste landen de grootste contractie plaatsvindt, zullen we daarna niet nog een keer zo'n hevige daling van de economische activiteit meemaken. Helaas neemt dit niet weg dat de overheidsschuld en werkloosheid in veel landen nog wel enige tijd zullen oplopen.

Maar net zoals psychologische effecten bij de economische neergang een belangrijke rol hebben gespeeld, kunnen ze ook de opgang stuwen. Zonder dat er sprake hoeft te zijn van fundamentele veranderingen, kan de groei gestuwd worden door optimisme. Dit kan door nieuwe politieke plannen komen (voornamelijk vanuit de VS), maar ook simpelweg door het bereiken van de bodem op bijvoorbeeld de huizenmarkt. Als er weer positieve berichten komen, zoals weer meer transacties op de huizenmarkt en stabilisatie van het prijsniveau, dan kan het sentiment omslaan. Positiviteit kan dan het vliegwieltje weer harder laten draaien en ons sneller uit deze ellende halen.

Referenties

- Akerlof, A. en R. Shiller (2009), *Animal spirits: How Human Psychology Drives the Global Economy, and Why It Matters for Global Capitalism*, Princeton University Press, Princeton, New Jersey.
- Allen, F. en D. Gale (2007), *An Introduction to Financial Crises*, mimeo.
- Caprio, G., Klingebiel, D. (2003), *Episodes of Systemic and Borderline Financial Crises*, World Bank Dataset, Washington.
- Centraal Planbureau (2009), *Centraal Economisch Plan 2009*, Den Haag.
- Dell'Ariccia, G., E. Detragiache, and R. Rajan (2005), *The Real Effect of Banking Crises*, working paper 05/63, International Monetary Fund.
- Claessen, S., M. Ayan Kose en M. Terrones (2008), *What Happens During Recessions Crunches and Busts*, IMF Working paper 08/274, International Monetary Fund.
- DNB, (2008), Kwartaalbericht juni 2008.
- ECB, (2009), Bank Lending Survey January.
- Europese Commissie (2008), *Quarterly Report on the Euro Area*, Volume 7, No 4.
- Guichard, S., D. Haugh en D. Turner (2009), *Quantifying the effect of financial conditions in the Euro Area, Japan, United Kingdom and United States*, OECD Economic Department Working Papers, No. 667, OECD Publishing.
- Laeven, L. en F. Valencia (2008a), *The use of blanket guarantees in banking crises*, IMF working paper No. 08/250 International Monetary Fund: Washington, DC.
- Laeven, L. and F. Valencia (2008b), *Systemic Banking Crises: A New Database*, IMF Working Paper No. 08/224, International Monetary Fund: Washington, DC.
- Love, I., Preve, L. A., Sarria-Allende, V. (2007), *Trade Credit and Bank Credit: Evidence from Recent Financial Crises*, Journal of Financial Economics 83, 453 - 469.
- 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.
- Shiller, R., *Historic Turning points in real estate* (2007), Cowles foundation discussion paper no. 1610.

Colofon

Deze Special is een uitgave van het Directoraat Kennis en Economisch Onderzoek van Rabobank Nederland.

De in deze publicatie gepresenteerde visie is mede gebaseerd op gegevens uit door ons betrouwbaar geachte bronnen, waaronder Reuters EcoWin. Deze bronnen zijn op zorgvuldige wijze in onze analyses verwerkt. De economische groeivoorspellingen zijn gegenereerd met behulp van het werelddekkende econometrische structuurmodel NiGEM.

Overname van de inhoud met bronvermelding is toegestaan. Het Directoraat aanvaardt echter geen enkele aansprakelijkheid voor het geval dat de in deze publicatie neergelegde gegevens of prognoses onjuistheden bevatten.

Gebruikte afkortingen bronnen: CBS: Centraal Bureau voor de Statistiek, DNB: De Nederlandsche Bank, EC: Europese Commissie, ECB: Europese Centrale Bank, NIESR: National Institute of Economic Social Research, IMF: International Monetary Fund, OECD: Organisation for Economic Co-operation and Development.

Deze informatie kunt u ontvangen door een mail te sturen naar 'fu_kira@rn.rabobank.nl' onder vermelding van 'Kennismail'. Hierdoor wordt u op de verzendlijst geplaatst van de gratis digitale nieuwsbrief van Kennis en Economisch Onderzoek die tenminste eens per maand uitkomt. In deze nieuwsbrief zijn links te vinden naar deze Special, maar ook naar alle andere publicaties van onze medewerkers.

Voor overige informatie kunt u bellen met Kennis en Economisch Onderzoek via tel. 030 - 2131398.

U kunt ons ook bereiken op het volgende e-mailadres: 'C.R.Frentz@rn.rabobank.nl'.

Eindredactie:

Wim Boonstra, hoofd Kennis en Economisch Onderzoek
Annelies Hogenbirk, hoofd Macro Economisch Onderzoek

Redactie:

Enrico Versteegh

Productiecoördinatie:

Christel Frentz

Graphics:

Lennart de Waard

KEO op internet

www.rabobank.com/kennisbank

Postadres

Rabobank Nederland,
KEO (UEL A.00.02)
Postbus 17100
3500 HG Utrecht

Bezoekadres

Rabobank Nederland
Eendrachtlaan 10
3526 LB Utrecht



Rabobank