

De kredietcrisis en de reële economie

De kredietcrisis wordt gekenmerkt door uitzonderlijke problemen in de wereldwijde bancaire sector. Hierdoor zullen banken terughoudender zijn in het verstrekken van kredieten. Moderne economieën zijn sterk afhankelijk van bancaire intermediatie. Als dit proces hapert, zet dat een rem op de economische ontwikkeling. In het geval van het eurogebied, maar ook in het geval van andere regio's in de wereld, valt de kredietcrisis bovendien samen met een omslag in de conjuncturele ontwikkeling, waardoor deze laatste wordt versterkt. De vooruitzichten voor de reële economie van het eurogebied zijn somber: forse wereldwijde koersdalingen, een toenemende afkoeling van de huizenmarkt, opgelopen risicopremies, een sterk afgenomen vertrouwen van consumenten en bedrijven en een zich aftekenende scherpe vertraging van de groei van de wereldhandel werpen hun schaduw vooruit.

Inleiding

Door het faillissement van zakenbank Lehman Brothers begin september 2008 escaleerde de kredietcrisis die in augustus 2007 uitbrak. Het vertrouwen in financiële instellingen nam scherp af. Dit ging gepaard met grote dalingen van beurskoersen, een forse erosie van kapitaalposities en met een golf van dreigende deconfitures in de wereldwijde financiële sector als gevolg. De teller van de totale afschrijvingen in de bancaire sector ten gevolge van de kredietcrisis staat inmiddels op ruim USD 700 miljard. Zowel centrale overheden als centrale banken hebben omvangrijke ondersteuningsoperaties uitgevoerd om een implosie van het financiële systeem te voorkomen. Duidelijk is dat de kredietcrisis niet aan de reële economie zal voorbijgaan.

Dit beeld wordt versterkt doordat de kredietcrisis samen valt met een conjunctuur die al aan het afzwakken was. Verder is uitzonderlijk dat de crisis een wereldwijde dimensie kent. Eerdere bankencrisis bleven doorgaans beperkt tot een landspecifiek probleem. In alle geïndustrialiseerde landen loopt de economische groei terug. Officiële instanties als het IMF en de OESO hebben hun groeiaramingen voor deze regio's en de wereldeconomie neerwaarts bijgesteld. Een aantal landen heeft inmiddels al één of meerdere kwartalen van negatieve groei doorgemaakt.

De historie leert dat bankencrisis gepaard kunnen gaan met omvangrijke kosten voor de reële economie (tabel 1). De gemiddelde groeivoet van een economie

in de drie jaar volgend op een bankencrisis was doorgaans veel lager dan die tijdens een normale conjuncturele neergang. De groeiprestaties variëren echter sterk en zijn mede afhankelijk van de uitgangspositie van huishoudens en bedrijven en de omvang van de opgebouwde onevenwichtigheden in het financiële systeem. De huidige crisis is een wereldwijd fenomeen en laat zich daarom niet zonder meer vergelijken met eerdere bankencrisis.

Aan de hand van economische indicatoren valt een voorlopige balans op te maken. Er zijn ten minste vijf kanalen te onderscheiden waarlangs de kredietcrisis de economie zal gaan raken. Dit zijn de bancaire kredietverlening, financiële markten voor aandelen en obligaties, vermogenseffecten op de bestedingen, het vertrouwen van consumenten en producenten, en de wereldhandel en internationale spillovers.

Bancaire kredietverlening

Banken in het eurogebied geven al vanaf halverwege 2007 aan dat ze door de erosie van bankkapitaal en het proces van *deleveraging* de kredietvoorwaarden voor huishoudens en bedrijven aanscherpen. De aanscherping van kredietvoorwaarden na de val van Lehman is zelfs de sterkste sinds met de meting is begonnen in 2003 (grafiek 1). Het gaat hierbij niet alleen om tarieven

Tabel 1 Economische groei volgend op bankencrisis

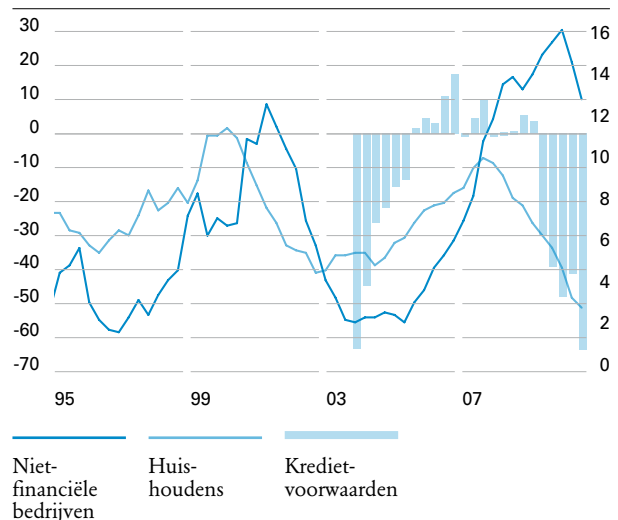
In procenten

	Gemiddelde bbgroei in de drie jaar volgend op crisis
Finland (1991)	-3,7
Argentinië (2001)	-2,5
Zweden (1991)	-1,5
Japan (1997)	-0,2
Verenigde Staten (1988)	1,7
Benchmark: Eurogebied (2001) ¹	1,2

¹ NB. Dit betreft geen bankencrisis, maar geeft ter vergelijking de gemiddelde bbgroei tijdens de vorige conjuncturele neergang in het eurogebied. Bron: IMF (2008) en eigen berekening.

Grafiek 1 Kredietgroei en kredietvoorwaarden eurogebied

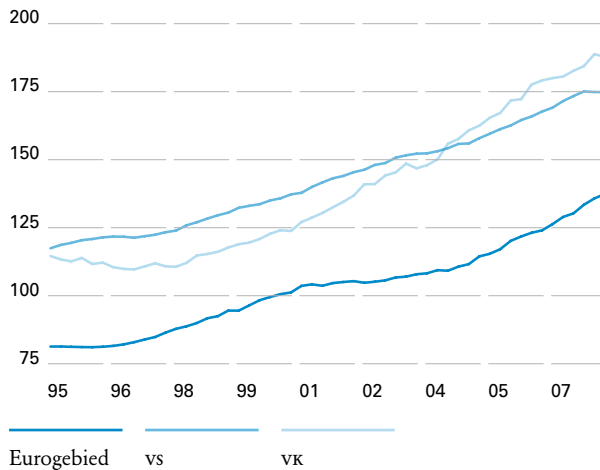
Netto versoepeling van voorwaarden (schaal links) en procentuele jaaromutaties (schaal rechts)



Bron: ECB.

Grafiek 2 Uitstaand krediet aan gezinnen en bedrijven versus bbp

Ratio in procenten, kwartaalcijfers



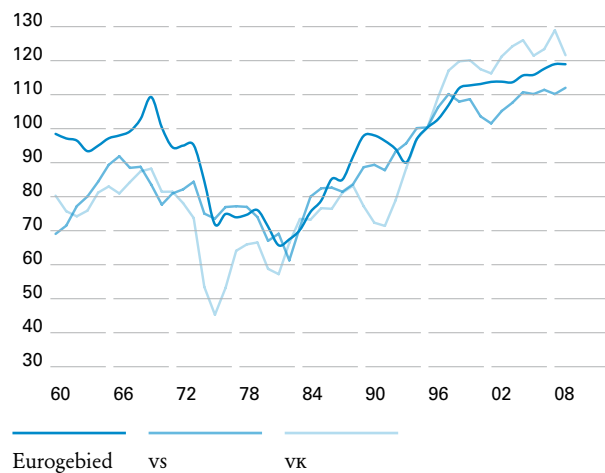
Bron: Thomson Financial.

op leningen, maar ook om overige voorwaarden zoals de maximale omvang van leningen, de maximale duur van kredietlijnen en onderpandsvereisten. Hierdoor wordt het voor huishoudens en bedrijven relatief lastiger om een beroep te doen op bancaire kredietverlening. Grafiek 1 laat zien dat de groei van de kredietverlening aan huishoudens al langere tijd afneemt. Dit komt door negatieve ontwikkelingen op huizenmarkten in een aantal landen binnen het eurogebied. De kredietgroei aan bedrijven is nog steeds aanzienlijk, maar neemt sinds het tweede kwartaal van 2008 af. In Nederland bleef de kredietgroei aan bedrijven nog tot september sterk, maar ook hier worden de kredietvoorwaarden aangescherpt. Mede gelet op deze ontwikkeling ligt een afzwakking van de kredietverlening in de komende kwartalen in de verwachting. Hierdoor zullen mogelijk zowel huishoudens als bedrijven bestedingen moeten uitstellen.

Het wordt niet alleen lastiger om toegang te krijgen tot nieuwe kredietverlening, maar ook om bestaande kredietverlening door te rollen. Ongeveer 29% van de kredietverlening aan bedrijven binnen het eurogebied (totale kredietverlening ca. EUR 4.700 miljard) heeft een looptijd van korter dan één jaar. Dergelijke korte kredieten zijn doorgaans ter financiering van lopende zaken. De gevolgen van een geringer aanbod van krediet voor de reële economie moeten niet worden onderschat, temeer daar de algehele afhankelijkheid van huishoudens en bedrijven van de bancaire kredietverlening in

Grafiek 3 Netto winst per eenheid kapitaal

Index 1995 = 100



Bron: Ameco.

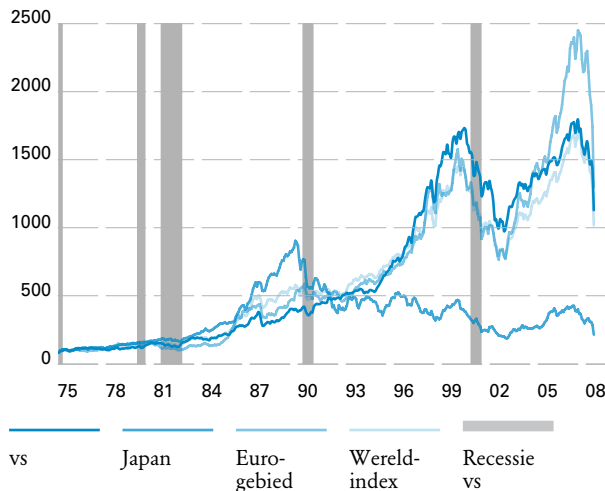
het eurogebied vanaf het midden van de jaren '90 sterk is toegenomen (grafiek 2). De omvang van de bancaire kredietverlening als percentage van het bbp steeg van 81,7% in 1995 tot 138,3% halverwege 2008. Hieruit blijkt de belangrijke rol van bancaire intermediatie in een moderne economie. Dit geldt ook voor de vs en het vk, waar vooral huishoudens sterk afhankelijk zijn van bancaire kredietverlening. Een verzachtende omstandigheid is dat de winstontwikkeling van niet-financiële bedrijven in de afgelopen jaren relatief gunstig is geweest (grafiek 3). Het inzetten van interne financieringsmiddelen zou voor een deel van de bedrijven de afgesneden toegang tot externe financieringsbronnen tijdelijk kunnen compenseren. Winstverwachtingen van bedrijven worden op dit moment echter ook al neerwaarts bijgesteld. Voor de economie als geheel vormt het wegvalLEN van de kredietverlening een groot neerwaarts risico voor de economische ontwikkeling. Voor zover dit de beschikbaarheid van hypothecair krediet raakt kan dit ook negatieve ontwikkelingen op huizenmarkten versterken.

Financiële markten

Behalve van de bancaire kredietverlening zijn bedrijven voor de financiering van investeringsprojecten afhankelijk van ontwikkelingen op de financiële markten. Daar heeft de kredietcrisis geleid tot sterke koersdalingen wereldwijd (grafiek 4). Aandelenkoersen liggen op het

Grafiek 4 Beurskoersen in het eurogebied, Japan en de vs

Index 1975 = 100, maandgemiddelden



Bron: Thomson Financial en eigen berekeningen.

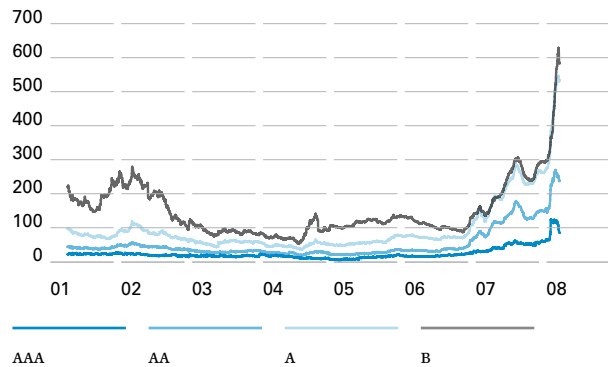
laagste niveau sinds halverwege de jaren '90 en sinds medio 2007 is ongeveer 45% van de beurswaarde van bedrijven verdampt. Risicopremies zijn gedurende de marktonrust flink opgelopen (grafiek 5). Hoewel dit deels een overreactie kan zijn op volatiele marktomstandigheden, is het onwaarschijnlijk dat risicopremies terugkeren naar de niveaus van vlak voor het uitbreken van de crisis aangezien deze historisch gezien op een uitzonderlijk laag niveau lagen. Hogere risicopremies en lagere aandelenkoersen werken op drie manieren door in de investeringen van bedrijven: 1) via hogere investeringskosten; 2) door een lagere waarde van onderpand waardoor het ceteris paribus lastiger wordt om extern vermogen aan te trekken; en 3) door een verminderde aantrekkelijkheid van aandelen als bron van extern vermogen.

Vermogenseffecten op bestedingen

Niet alleen op financiële markten, maar ook op huizenmarkten is het sentiment omgeslagen. In de vs en het vk nemen de huizenprijzen zelfs sterk af, terwijl in het eurogebied sprake is van een afkoeling van huizenmarkten (grafiek 6). Hoewel dit al langer geldt voor lidstaten als Spanje en Ierland, vindt deze ontwikkeling ook elders in het eurogebied plaats, waaronder in Nederland, zij het in verschillende mate (zie hoofdstuk

Grafiek 5 Eurogebied: verschil tussen rente op bedrijfs- en overheidsobligaties

Basispunten

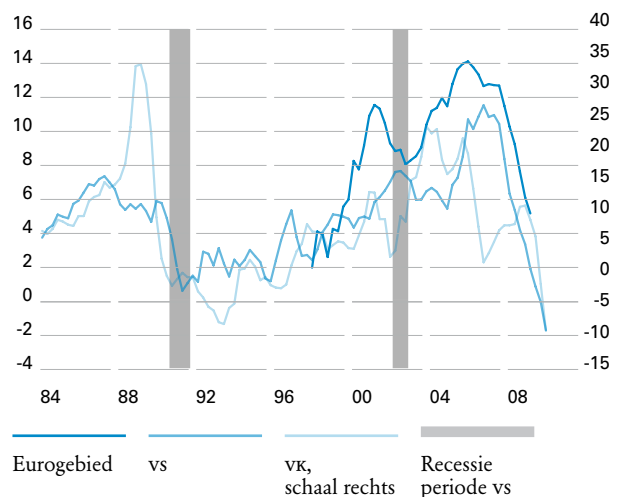


Bron: Merrill Lynch, looptijd betreft 7-10 jaar.

Economische ontwikkelingen). Huishoudens verminderen hun bestedingen door vermogensverliezen op aandelen en onroerend goed, vooral wanneer deze verliezen als persistent worden gezien. In het eurogebied beliep het totale aandelenbezit van huishoudens eind juni 2007 ruim EUR 5.000 miljard. Eind juni 2008 was dit al afgenomen tot ongeveer EUR 4.000 miljard. Volgens een ruwe schatting kan een dergelijk verlies op de lange termijn de consumptie van huishoudens met ongeveer 0,8 procent drukken.

Grafiek 6 Huizenprijzmutaties

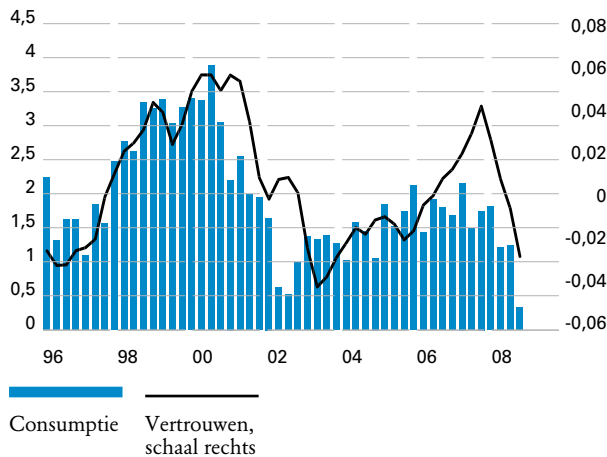
Procentuele jaarmutaties



Bron: Halifax, OFHEO, CBS en eigen berekeningen.

Grafiek 7 Consumptiegroei en consumentenvertrouwen Eurogebied

Procentuele jaarmutaties respectievelijk saldo positief versus negatief



Bron: OESO.

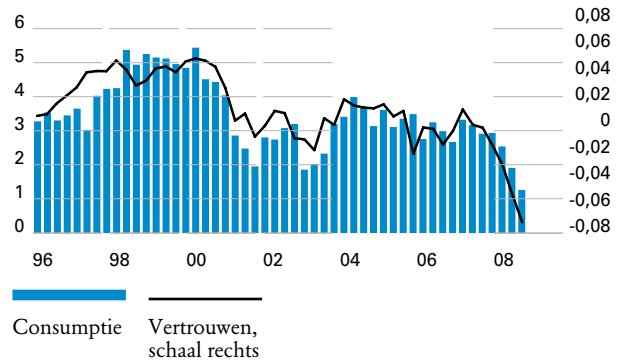
Vermogensverliezen werken ook door via pensioenen, voorzover deze in een kapitaaldekkingstelsel zijn ondergebracht. Door verliezen die pensioenfondsen lijden op financiële waarden en onroerend goedbeleggingen, neemt de dekkinggraad af. Dit kan worden versterkt door een toename van de verdisconteerde waarde van de pensioenverplichtingen, voorzover de kredietcrisis gepaard gaat met een vlucht naar veilig overheidspapier en daarmee een daling van de kapitaalmarktrente. Zo is bijvoorbeeld in Nederland de dekkinggraad van pensioenfondsen gedaald van gemiddeld 152% aan het eind van het tweede kwartaal van 2007 tot ongeveer 109% per eind oktober 2008. Als reactie hierop kunnen fondsen genoodzaakt zijn indexatie van pensioen op te schorten of de premies te verhogen, met negatieve gevolgen voor de reële economie.

Vertrouwen

Door de toenemende problemen in de financiële sector is het consumentenvertrouwen in het eurogebied sterk teruggevallen (grafiek 7). In de vs, waar de werkloosheid al fors is opgelopen, heeft het consumentenvertrouwen zelfs het laagste niveau bereikt sinds in de jaren '80 met de meting begonnen is (grafiek 8). Hoewel het verband tussen consumentenvertrouwen en consumptie omstreden is, is de consumptiegroei zowel in het eurogebied als in de vs op een historisch laag niveau terecht gekomen. Consumenten worden voorzichtiger,

Grafiek 8 Consumptiegroei en consumentenvertrouwen Verenigde Staten

Procentuele jaarmutaties respectievelijk saldo positief versus negatief

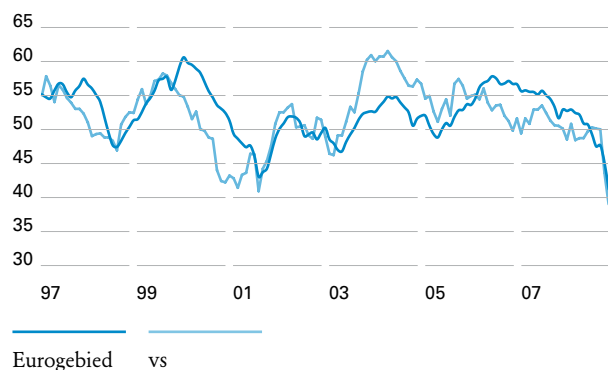


Bron: OESO.

stellen duurzame aankopen uit en voeren liever hun besparingen op. In het eurogebied heeft de arbeidsmarkt zich tot dusverre redelijk goed gehouden. Als dit verandert kan de neerwaartse druk op de consumptieve bestedingen verder toenemen. Het vertrouwen van producenten binnen het eurogebied en de vs is eveneens op een dieptepunt terecht gekomen (grafiek 9). Dit vertrouwen komt ook onder druk te staan wanneer het lastiger wordt om de financiering van nieuwe projecten rond te krijgen. Daarnaast verslechteren ook de afzetvooruitzichten. Dit alles zet een neerwaartse druk op de investeringsuitgaven. Het consumenten- en producentenvertrouwen is ook in Nederland sterk afgenomen (zie hoofdstuk Economische ontwikkelingen).

Grafiek 9 Productentenvertrouwen

Inkoopmanagers index



Bron: Thomson Financial.

Wereldhandel

Inmiddels is duidelijk geworden dat niet alleen geïndustrialiseerde landen geraakt worden door de kredietcrisis. Grondstofexporterende landen en opkomende Aziatische landen ervaren ook hinder van een afnemende buitenlandse vraag. Enige tijd was de notie in zwang dat Europese en Aziatische economieën voldoende weerbaarheid hadden opgebouwd om een Amerikaanse neergang het hoofd te kunnen bieden. Deze notie van ‘global decoupling’ is vals gebleken. Overigens kunnen dalende grondstofprijzen de negatieve effecten van externe vraaguitval in grondstof importerende economieën deels mitigeren door hun positieve invloed op de koopkracht van gezinnen en de winsten van bedrijven. Internationale spillovers vinden niet alleen plaats via de handel in goederen en diensten. Ook kapitaalstromen in de vorm van directe buitenlandse investeringen spelen hierin een belangrijke rol. Gebleken is dat vooral landen in Centraal- en Oost-Europa, met een groot tekort op de lopende rekening en een sterke afhankelijkheid van directe buitenlandse investeringen en kredietlijnen vanuit het eurogebied, via dit kanaal besmettingsgevaar lopen. De repercussies van de kredietcrisis voor deze landen hebben op hun beurt weer gevolgen voor het bankwezen en voor de export in de landen van het eurogebied.

Tot besluit

De kredietcrisis beïnvloedt de reële economie langs verschillende kanalen. Deze kanalen hangen met elkaar samen en kunnen elkaar versterken. Hoe sterk de reële economie wordt getroffen blijft echter in grote mate onzeker en hangt af van diverse factoren. Daarnaast kunnen verliezen in de reële economie op hun beurt weer leiden tot verdere afschrijvingen in de financiële sector. Deze negatieve feedback kan de doorwerking van de kredietcrisis versterken. Vooral de toegenomen afhankelijkheid van de private sector van bancaire kredietverlening baart zorgen. Huishoudens en bedrijven zijn hierdoor extra kwetsbaar wanneer banken hun kredietverlening zullen terugschalen. De relatief gunstige winstontwikkeling van niet-financiële bedrijven tot halverwege 2008 kan werken als verzachtende factor. Datzelfde geldt voor de ondersteuningsmaatregelen die centrale overheden en centrale banken wereldwijd hebben genomen. Overigens zal het proces van herstructurering en herkapitalisatie in de bancaire sector tijd vragen. Tot slot, in een markteconomie heeft een

crisis op de lange termijn ook een louterend effect en zal leiden tot een effectievere inrichting van het financieel-economisch landschap en een betere inschatting en waardering van risico's.