

De verschillen tussen de jaren tien en de jaren dertig

Ondanks de grotere problemen in de financiële sector en een sterkere productieterugval zet het economische herstel zich nu sneller in dan in de jaren dertig. Dit keer is de eerste klap met een actievere beleidsaanpak opgevangen. Echter, de duurzaamheid van het herstel is met grote onzekerheden omgeven. Zo staan veel ontwikkelde landen nog voor moeizame aanpassingsprocessen en hebben de getroffen beleidsmaatregelen nieuwe risico's gecreëerd. De onzekerheden weerspiegelen zich ook in de hernieuwde onrust op de financiële markten.

Grotere financiële problemen en sterkere terugval dan in de jaren dertig

Toen in de zomer van 2007 de kredietcrisis uitbrak, werd al snel de vergelijking getrokken met de Grote Depressie in de eerste helft van de jaren dertig. Ook toen vormden de VS het epicentrum van een financiële crisis, waarin de beurzen wereldwijd ver terugvielen en er over de gehele wereld banken failliet gingen. De economische activiteit nam indertijd meerdere jaren achtereen af. Hoe anders verloopt het dit keer. Sinds de tweede helft van 2009 veert de wereldeconomie weer op waardoor de schade voor de meeste ontwikkelde landen vooralsnog tot één jaar van krimp beperkt is gebleven. Die verschillen in ontwikkeling tussen de twee financiële crises is om meerdere redenen opmerkelijk.

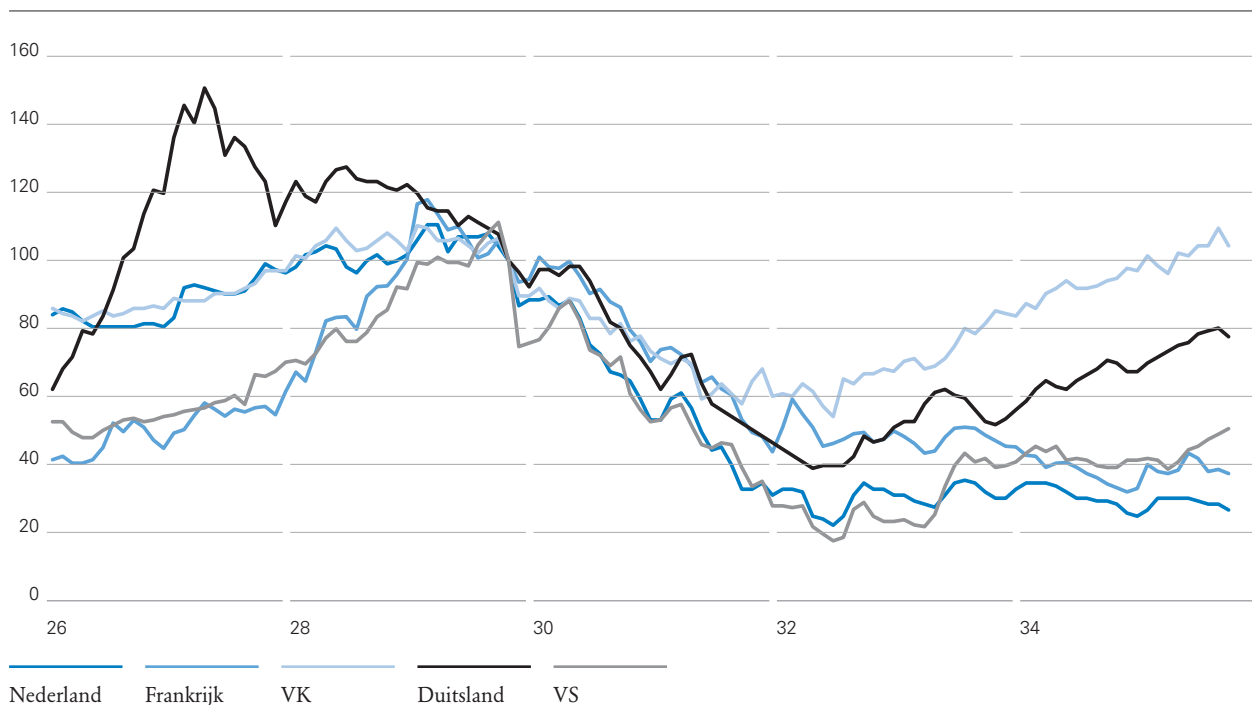
In verschillende opzichten is de huidige schok heftiger dan in de jaren dertig. Vanaf het begin van de kredietcrisis in de zomer van 2007, toen de interbancaire geldmarkten begonnen te haperen, tot het dieptepunt in maart 2009 daalden de beurskoersen in de VS en de meeste andere ontwikkelde landen met ongeveer 50 procent. De koersval aan het begin van de Grote Depressie was minder scherp en toonde grotere faseverschillen tussen landen (grafiek 1). Tijdens de huidige kredietcrisis

daalden de prijzen niet alleen op de aandelenmarkten maar ook op veel kredietmarkten en huizenmarkten. Tachtig jaar geleden begonnen de huizenprijzen pas te dalen toen de depressie al in een vergevorderd stadium was. De risicopremies op risicovollere bedrijfsobligaties stegen eveneens pas in een later stadium.

De kiem voor de huidige kredietcrisis ligt in de ongebreidelde hypotheekverstrekking, vooral in de VS. Een schijnbaar overzienbaar probleem in een subsegment van de Amerikaanse hypotheekmarkt, dat zich na de prijscorrectie op de huizenmarkt openbaarde, groeide in een fragiel financieel stelsel binnen korte tijd uit tot een internationale bancaire crisis. Kort na het uitbreken van de kredietcrisis, in de tweede helft van 2007, leken de bancaire problemen nog vooral te wijten aan een gebrekkige liquiditeit op verschillende deelmarkten. Maar naarmate de vermogensprijzen gedurende 2008 verder daalden, werd de solvabiliteit van het bankwezen sterker aangetast. Over de gehele wereld moesten banken fors afwaarderen op Amerikaanse hypotheekportefeuilles, gestructureerde producten en beleggingsportefeuilles. Het internationale bankwezen verkeerde daardoor midden 2008 al in grote problemen, op een moment dat de economische schade nog beperkt was. Een jaar na het uitbreken van de kredietcrisis verkeer-

Grafiek 1 Beursontwikkeling jaren dertig

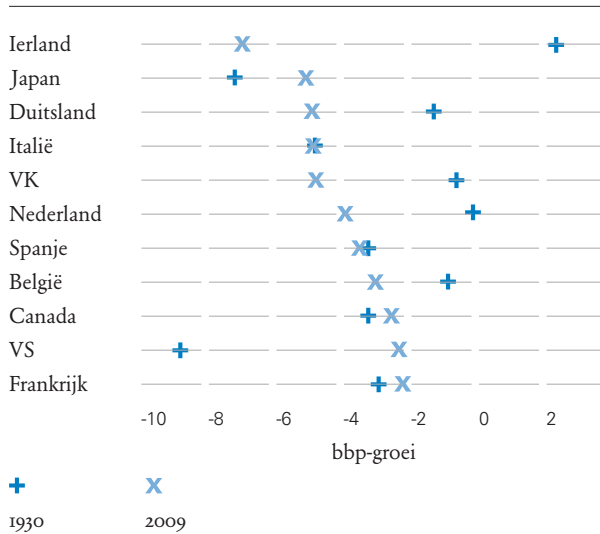
Index (oktober 1929 = 100)



Bron: C.P. Kindleberger, (1973) World in Depression.

Grafiek 2 Terugval van het bbp

Procentuele mutaties



Bron: Maddison en OESO.

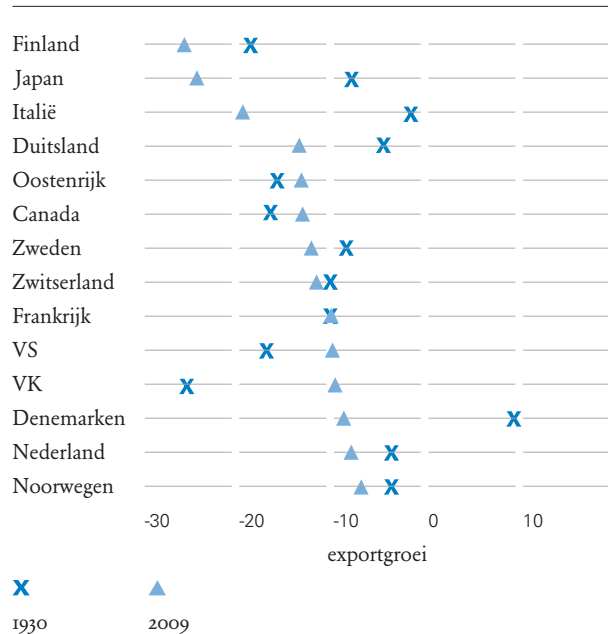
den de meeste economieën nog maar een of twee kwartalen in een recessie.

In de jaren dertig was de causaliteit precies omgekeerd: de bancaire problemen ontstonden als gevolg van de aanhoudende economische malaise. De eerste Amerikaanse banken kwamen in december 1930 in moeilijkheden nadat het bbp al ver was teruggevallen. Het dieptepunt bereikte de Amerikaanse bankencrisis pas in de herfst van 1933 toen het bbp inmiddels 25% was gekrompen. Ook de Europese banken kwamen pas later in zwaar weer terecht. De Europese bankencrises, die zich vooral in Centraal- en Oost-Europa afspeelden, werden in gang gezet door de grootschalige uitstroom van kort kapitaal. Dit hing samen met de twijfel bij beleggers over de bereidheid van centrale banken om bij de langdurige economische malaise vast te houden aan de 'Gouden Standaard' (een monetair regime waaronder de eigen valuta tegen een vaste verhouding voor goud inwisselbaar was).

Ook de productierugval was tijdens de kredietcrisis in veel landen in eerste instantie sterker dan in de jaren dertig. Deze trof de gehele wereldeconomie bovendien in dezelfde korte periode. In een half jaar tijd, in het laatste kwartaal van 2008 en het eerste kwartaal van 2009, viel het bbp in alle ontwikkelde landen meerdere procenten terug. De bbp-terugval in 2009 in verschillende landen overtrof die van het eerste depressiejaar 1930 (grafiek 2). De acute belemmeringen bij de internationale handelsfinanciering, zeker op het hoogtepunt

Grafiek 3 Ineenklappende export

Procentuele mutaties



Bron: OECD en VN.

van de kredietcrisis in de maanden na het faillissement van Lehman Brothers in september 2008, waren daarbij een factor van betekenis. Dat de groei in zoveel landen tegelijk én zo sterk terugviel, is echter vooral te wijten aan de wereldwijde paniek. Door de grote onzekerheid gaven huishoudens en bedrijven in die periode massaal de prioriteit aan de opbouw van extra financiële buffers. In tal van landen stortte de verkoop van auto's en kapitaalgoederen in elkaar en liepen de voorraden op. Die plotselinge vraaguitval werd door de vergaande internationalisatie van productieketens in alle uithoeken van de wereld gevoeld. Vooral landen met een belangrijke exportsector, zoals Duitsland, Japan en Nederland, kregen een grote klap te verwerken. Het wereldhandelsvolume daalde in 2009 met liefst 12%.

In 1930 liep de daling van de export tussen landen veel sterker uiteen dan in 2009 (grafiek 3). Veel landen hielden indertijd de schade beperkt, waardoor de wereldhandel in 1930 met 7% minder sterk terugviel. De paniekgedreven vraaguitval beperkte zich aan het begin van de Grote Depressie tot de Amerikaanse huishoudens en bedrijven. Doordat de meeste duurzame consumptiegoederen en kapitaalgoederen van Amerikaanse makelij waren, viel de Amerikaanse industriële productie in 1930 met bijna 20% terug. De internationale uitstraling van die paniekaanval bleef beperkt omdat de

wereldeconomie minder geïntegreerd was. In Europese landen leek aanvankelijk een ‘normale’ conjunctuuromslag gaande.

Eerste klap nu wel met beleid opgevangen

Anno 2010 blijkt de krimp in de ontwikkelde wereld in de meeste landen vooralsnog van beperkte duur te zijn. Landen als de VS, Duitsland, Frankrijk en Nederland laten al weer enkele kwartalen positieve groei cijfers zien. In de eerste helft van de jaren dertig strekte de economische terugval zich over meerdere achtereenvolgende jaren uit (grafiek 4). Ook de beursschade is inmiddels van een veel beperktere omvang. Hoewel de beurskoersen recent weer aan het dalen zijn door de onrust over de Europese overheidsfinanciën, zijn de beursgraadmeters nog altijd aanzienlijk hoger dan op het dieptepunt in maart 2009.

Een belangrijke verklaring voor de lange duur en diepte van de Grote Depressie is volgens velen gelegen in de inadequate beleidsreactie van de toenmalige beleidsbepalers. Zij gingen er ten onrechte vanuit dat de economie zich weer snel vanzelf zou oprichten, waardoor zij verzuimden om de vraag te ondersteunen en de sterke deflatie niet probeerden te keren. Overheden bleven naar een sluitende begroting streven en centrale banken hielden ten koste van alles aan de Gouden Standaard vast. Zo verhoogde de Federal Reserve oktober 1931, middenin de depressieperiode, de rente om de speculatie de kop in te drukken dat de dollar de Gouden Standaard zou verlaten. Ook keek de Federal Reserve passief toe hoe een derde van de Amerikaanse banken failliet ging. De Europese landen die de Gouden Standaard lang trouw bleven, zoals Nederland en Frankrijk, kampten door het restrictieve monetaire beleid eveneens met een sterke deflatie.

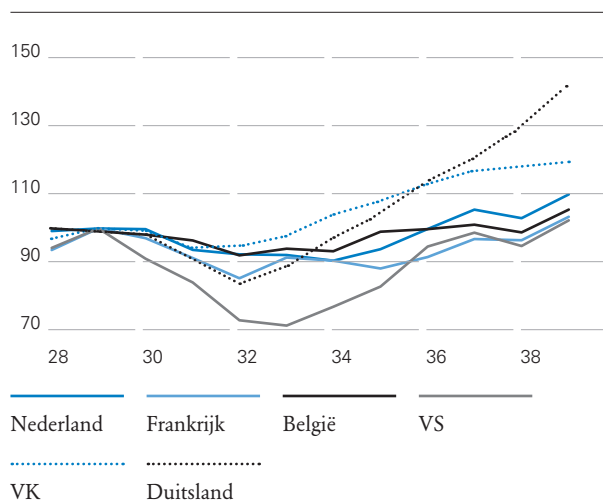
De deflatie van de jaren dertig ontworchtte in veel landen het economische proces. Anticiperend op verdere prijsdalingen stelden huishoudens hun aankopen uit. Door die vraaguitval en de dalende afzetprijzen zagen bedrijven de inkomsten sterk dalen. Zij kwamen al snel in financiële moeilijkheden, doordat de lonen niet gemakkelijk konden worden verlaagd en de rentebetalingen en aflossingen op de schuld nominaal vastlagen. In veel landen ontstond een negatieve spiraal van vraaguitval, financiële problemen bij bedrijven, ontslagen en financiële nood bij huishoudens. De bancaire crises, veroorzaakt door de financiële problemen in de private sector, leidden tot een verdere verdieping van de depressie, vooral in de VS.

In de VS kwam de ommekeer in 1933 toen de net agetreden president Roosevelt besloot tot de devaluatie van de dollar ten opzichte van goud. Dat riep een halt toe aan de Amerikaanse deflatie. Europese landen die de Gouden Standaard lang trouw bleven, zoals Nederland en Frankrijk, gingen door een diepere neergang dan landen als het VK die daar in 1931 vanaf stapten. Het loslaten van de Gouden Standaard betekende een aanzienlijke monetaire stimulering van de economie. In de tweede helft van de jaren dertig volgde de facto een verdere overheidsstimulus doordat de militaire uitgaven werden verhoogd door de oplopende internationale politieke spanningen.

Met in het achterhoofd de ervaringen van de Grote Depressie hebben de huidige beleidsmakers de risico's op een verdere verdieping van de neergang onderkend en zich geheel anders opgesteld. Het monetaire beleid werd actiever ingezet ter demping van de economische neergang en ter afwending van de deflatierisico's. De beleidsrente werd in het overgrote deel van de ontwikkelde wereld sterk verlaagd, tot het laagste niveau sinds de Tweede Wereldoorlog, en verscheidene centrale banken kozen voor een verdere monetaire verruiming door vastrentend (overheids)papier op de balans te nemen. Ook het budgettaire beleid in veel regio's ondersteunde de vraag, in tegenstelling tot de jaren dertig. Ten slotte is het financiële stelsel tijdens de kredietcrisis op zeer grote schaal ondersteund. Door de liquiditeitsinjecties van centrale banken, kapitaalsteun van overheden en hogere garanties op spaardeposito's bleef het aantal faillissementen beperkt.

Grafiek 4 Groeiprestaties jaren dertig

Index reëel bbp (top voor depressie = 100)



Noot: Landen met stippellijn verlieten de Gouden standaard in 1931.
Bron: Maddison.

Een definitief oordeel over het huidige beleid zal pas over lange tijd kunnen worden geveld, net zoals dat voor de jaren dertig het geval is. Maar de eerste indruk is dat de huidige, actievere beleidsaanpak ertoe heeft bijgedragen dat een diepe neerwaartse spiraal is uitgebleven en dat het herstel in de meeste ontwikkelde landen daardoor sneller is ingezet dan in de jaren dertig. Van groot belang is dat het vertrouwen van consumenten en bedrijven ten opzichte van het dieptepunt in maart 2009 sterk is toegenomen en de deflatierisico's in bijna alle ontwikkelde landen grotendeels onder controle zijn. Bij de economische ommekeer hebben de beleidsbepalers van de ontwikkelde landen ook het geluk aan hun zijde, want veel opkomende landen zijn vrijwel ongestoord doorgesloegen. De importvraag uit de opkomende economieën heeft een belangrijke groeiimpuls aan de ontwikkelde wereld gegeven. Een dergelijke ondersteunende factor ontbrak in de jaren dertig.

Nieuwe risico's in de jaren tien

Het actieve beleidsoptreden heeft echter nieuwe risico's gecreëerd. Zo is de overheidsschuld in veel landen in een zeer rap tempo opgelopen door de hoge tekorten en de ondersteuning van de financiële sector. Recent heeft dit geleid tot hernieuwde onrust op de financiële markten, die voortkomt uit de twijfels van marktpartijen over de kredietwaardigheid van overheden en de politieke bereidheid tot ingrijpende, tekortreducerende beleidsmaatregelen. Overheden zullen het marktvertrouwen alleen kunnen herwinnen door vaart te maken met de consolidatie van de overheidsfinanciën. Deze 'exit'-risico's speelden in de herstelfase van de Grote Depressie in het geheel niet. Destijds bestond er nog volop ruimte om de economieën met extra overheidsuitgaven en een lager beleidsrente aan te jagen.

Daarnaast zijn de onderliggende structurele problemen in veel landen nog onvoldoende geadresseerd. Er wacht nog een moeizaam aanpassingsproces om de concurrentiepositie te versterken en de ontstane overcapaciteit af te bouwen. Huishoudens zijn nog terughoudend met hun bestedingen vanwege de zwakke arbeidsmarkt en de financiële schade die zij door lagere huizenprijzen en aandelenkoersen hebben opgelopen. Ook de financiële sector is bepaald nog niet op orde. Om voorbereid te zijn op de huidige kredietrisico's van leningen aan private en publieke sector alsook op de toekomstige verhoging van de kapitaal- en liquiditeits-eisen is een verdere versterking van de bankbalansen vereist.

De komende tijd zal ook moeten blijken in hoeverre de wereld een andere beleidsfout uit de jaren dertig weet te vermijden. Indertijd liep de wereldhandel grote schade op als gevolg van een golf van protectionistische maatregelen. Vooral de landen die trouw bleven aan de Gouden Standaard, zoals Nederland, verhoogden begin jaren dertig de importtarieven en stelden stringente importquota in. Hierdoor daalde het wereldhandelsvolume tot een dieptepunt in 1932 van 30% onder het niveau van 1929. Door de mondiale onevenwichtigheden en de kunstmatige wisselkoersverhoudingen vormt een verstoord internationaal (handels-)politiek klimaat ook nu een niet te verwaarlozen risico. Voor zover landen hun wisselkoers kunstmatig laag houden, kan dat voor andere landen op een gegeven moment aanleiding zijn om de eigen industrie te beschermen. De bereidheid tot internationale samenwerking wordt ook op de proef gesteld indien landen die op een te grote voet hebben geleefd, en onder een hoge externe schuld gebukt gaan, hun aanpassingslast deels op het buitenland afwentelen door een hogere inflatie of substantiële afschrijvingen.

De duurzaamheid van het huidige herstel is met grote onzekerheden omgeven. De ervaringen van de jaren dertig mogen daarbij als waarschuwing dienen. Aan het begin van de Grote Depressie rekende men in de VS ook op een snel economisch herstel. Daarvan getuigt de kortstondige opleving van de beurskoersen in de eerste helft van 1930. Pas eind 1931 daagde het besef dat deze neergang wel eens aanmerkelijk langer zou kunnen gaan duren. Tijdens de huidige kredietcrisis is de eerste klap weliswaar goed opgevangen, maar dat geeft nog geen garanties voor de toekomst.