

1 De kredietcrisis en de Nederlandse economie 2009-2010

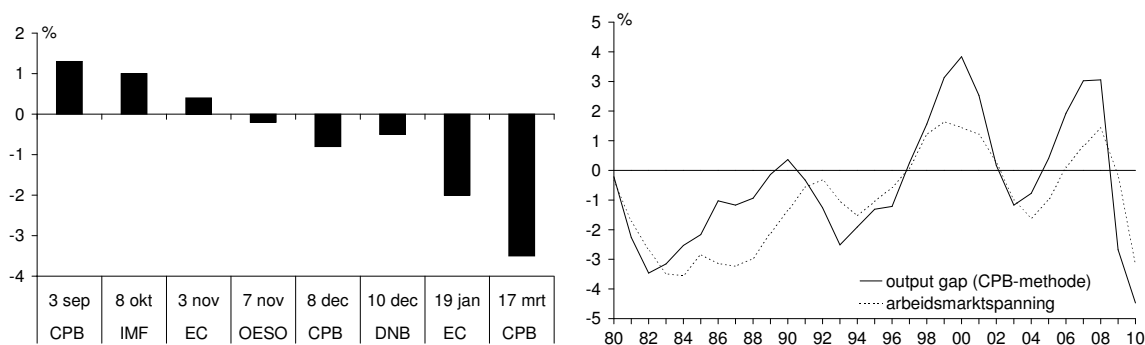
De kredietcrisis heeft de wereldeconomie in de diepste recessie sinds de Tweede Wereldoorlog gestort. De vooruitzichten voor 2009 en 2010 zijn in recordtempo verslechterd, als gevolg van het instorten van de wereldeconomie en -handel. Doordat het aantal vacatures nog hoog is en de koopkracht sterk stijgt, zal 2009 niet door iedereen als crisisjaar worden ervaren. De werkloosheid loopt echter snel op. De eerder geraamde overschotten op de overheidsbegroting zijn beeld verdwenen. Ook op langere termijn zijn de perspectieven somber. Dit vraagt om diepgaande analyse van de achtergronden en gevolgen. De huidige recessie is van een totaal ander karakter dan die aan het begin van de jaren tachtig. Toen waren te lage winsten en te geringe prikkels het probleem. Thans hebben we te maken met speculatieve zeepbellen als gevolg van een overvloed aan besparingen enerzijds en gebrekkige regulering van en toezicht op het bancaire systeem anderzijds. Deze combinatie van macro- en micro-economische factoren heeft geleid tot de huidige crisis. De lange-termijngevolgen van de crisis voor het niveau van de welvaart kunnen substantieel zijn.

1.1 Beeld razendsnel omgeslagen

Op jaarbasis groeide de economie in 2008 nog met 2,0%, maar dit was het gevolg van 'statistische overloop' van de groei eind 2007; sinds het tweede kwartaal van 2008 is al sprake van krimp. In september 2008 werd nog een groei van 1¼% voorzien. Ondertussen is het beeld omgeslagen (zie figuur 1.1 voor achtereenvolgende ramingen de groei in 2009 voor Nederland). De verwachting voor 2009 is in zes maanden tijd met 4¾%-punt naar beneden bijgesteld.

Alhoewel Nederland een relatief grote financiële sector heeft (zie paragraaf 3), verloopt de doorwerking naar de reële economie hoofdzakelijk via de wereldhandel. De wereldhandel is vooral in de laatste maanden van 2008 omgeslagen. Ter illustratie: de Japanse export naar de EU lag in januari maar liefst 47% lager dan in dezelfde maand een jaar geleden. De voor Nederland relevante wereldhandel krimpt in 2009 naar verwachting met 9¾%. Ondertussen vertoont de Amerikaanse huizenmarkt, waar de crisis begon, nog geen tekenen van herstel.

Figuur 1.1 Raming Nederlandse BBP-groei voor 2009 in de tijd (september 2008 - maart 2009, links) en geschatte output gap (rechts)



Economie krimpt in 2009 én 2010

Voor 2009 wordt voor Nederland een economische krimp van 3½% geraamd. De laatste keer dat het Nederlandse BBP daalde was in 1982, toen met 1,2%. Een krimp van het BBP met meer dan 3% werd (afgezien van de oorlogsjaren) voor het laatst in de jaren dertig van de vorige eeuw genoteerd. In 2010 wordt een verdere krimp van de economie - met ¼% - voorzien.

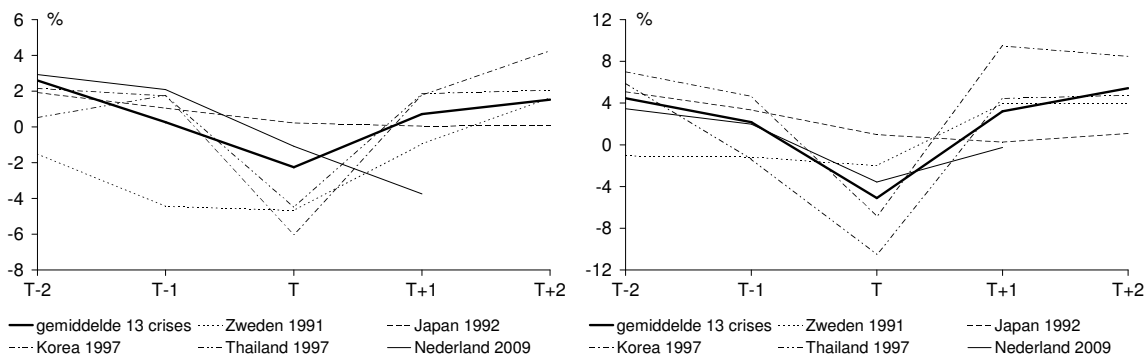
Nederland volgt hiermee een wereldwijd herstel (d.w.z: minder krimp), dat mede het gevolg is van expansief begrotings- en monetair beleid.

De krimp in 2009 is voor het overgrote deel het gevolg van afnemende uitvoer, deze daalt met 11¼%. De verslechterde vooruitzichten hebben direct gevolgen voor de investeringen. De investeringsquote van de marktsector loopt naar verwachting scherp terug naar 12¾% in 2010. De consumptie blijft naar verwachting redelijk stabiel in zowel 2009 als 2010.

Onzekerheid blijft groot

Hoewel de onzekerheid nog steeds groot is, is de huidige raming voor 2009 minder onzeker dan de voorgaande ramingen. Dat komt uiteraard doordat een deel van het jaar al is verstreken. Het beeld dat ontstaat uit de beschikbare realisatiecijfers is ondubbelzinnig. Het BBP-volume van het eurogebied krimp in het vierde kwartaal met 1,5% ten opzichte van het voorgaande kwartaal. Vooral in december 2008 was de krimp van de wereldhandel groot, blijkens de wereldhandelsmonitor van het CPB. Ook de werkloosheid begon in januari weer op te lopen, terwijl het aantal vacatures snel afneemt. Een flinke economische krimp in Nederland in 2009 is nauwelijks meer te vermijden.

Figuur 1.2 Krimp BBP (links) en werkgelegenheid (rechts) in raming voor Nederland vergeleken met eerdere financiële crises¹



De grootste onzekerheid betreft 2010. Wordt het herstel bespoedigd dankzij ruim budgettair en monetair beleid? Of wordt het herstel vertraagd, door bijvoorbeeld protectionistische

¹ Tijdstip T staat voor het dal in de respectievelijke crises (voor Nederland is dat in de huidige raming 2009). De lijn 'gemiddelde' geeft het gemiddelde van de 13 crises zoals beschreven in tabel 5.5.

Tabel 1.1 Kerngegevens voor Nederland, 2006-2010		2006 ^a	2007	2008	2009	2010
		mutaties in % per jaar				
Internationale conjunctuur						
Relevante wereldhandel		9,4	6,7	0,9	- 9¼	1½
Prijspeil goederenimport		3,8	1,7	4,0	- 8¼	- 2
Concurrentenprijs		3,4	1,5	3,7	- 3¼	- 2¼
Olieprijs (Brent, niveau in dollars per vat)		65,2	72,5	96,9	44	44
Eurokoers (dollar per euro)		1,26	1,37	1,47	1,32	1,32
Lange rente (niveau in %)		3,8	4,3	4,2	3¾	3¾
Volume bestedingen en buitenlandse handel						
Bruto binnenlands product (BBP)		3,4	3,5	2,0	- 3½	- ¼
Consumptie huishoudens		0,0	(3,0)	2,1	- ¼	- ½
Overheidsbestedingen		8,3	(2,2)	3,3	2	1
Bruto investeringen bedrijven (exclusief woningen)		10,4	4,8	9,8	- 10¾	- 12
Uitvoer van goederen (exclusief energie)		9,5	7,3	1,4	- 11¾	1½
w.v. binnenslands geproduceerd		5,1	5,0	- 1,6	- 10¾	¼
Wederuitvoer		14,2	9,5	4,3	- 13	2¾
Invoer van goederen		9,9	6,8	4,2	- 9¼	0
Prijzen, lonen en koopkracht						
Prijspeil goederenimport (exclusief energie)		1,6	1,5	1,6	- 2½	- 2
Prijsconcurrentiepositie ^b		- 0,3	- 1,9	0,1	1½	0
Consumentenprijsindex (CPI)		1,1	1,6	2,5	1	1
Contractloon marktsector		2,0	1,8	3,5	3	1½
Loonsom per werknemer marktsector		2,5	(2,8)	3,4	4	3
Koopkracht, mediaan alle huishoudens		2,4	1,8	0,1	2	¼
Arbeidsmarkt						
Beroepsbevolking (personen)		1,2	(0,9)	1,6	½	- ½
Werkzame beroepsbevolking		2,2	(2,0)	2,6	- 1	- 3¾
Werkloze beroepsbevolking (niveau in %)		5,5	4,5	3,9	5½	8¾
Werkloze beroepsbevolking (niveau in dzd personen)		413	344	304	420	675
Marktsector^c						
Productie		4,6	4,4	2,4	- 5½	- ¾
Arbeidsproductiviteit		2,4	(2,7)	1,8	- 3¼	5½
Werkgelegenheid in arbeidsjaren		2,1	(1,9)	2,6	- 2¼	- 6
Prijs toegevoegde waarde		- 0,6	0,6	1,5	2¾	1½
Reële arbeidskosten		3,1	(3,4)	2,8	1¼	1½
		niveaus in %				
Arbeidsinkomensquote		77,8	78,5	80,1	84½	81¼
Winstquote ^d		13,8	15,2	14,5	9½	12¼
Collectieve financiën						
EMU-saldo (% BBP)		0,6	0,3	1,0	- 2,8	- 5,6
EMU-schuld (% BBP)		47,4	45,7	58,1	56,6	62,1
Collectieve lasten (% BBP)		39,1	(38,0)	38,9	39,1	39,3

^a Cijfers tussen haakjes zijn gecorrigeerd voor de financieringsverschuivingen als gevolg van de invoering van de wet VLZ en ZVW.

^b Concurrentenprijs minus uitvoerprijs binnenslands geproduceerde goederen.

^c Bedrijven exclusief zorg, delfstoffenwinning en onroerendgoedsector.

^d Van productie in Nederland, marktsector exclusief banken en verzekeringswezen.

maatregelen of nieuwe klappen op financiële of huizenmarkten? In figuur 1.2 wordt de voorliggende raming (BBP-groei en werkgelegenheid) vergeleken met eerdere crises.² Daaruit blijkt dat ook bij financiële crises het tempo van herstel sterk verschilt. In de huidige CEP-raming is het herstel in 2010 minder sterk dan gemiddeld bij de 13 beschreven financiële crises.

In het kader worden twee onzekerheidsvarianten besproken, zowel één waarin het herstel langer uitblijft, als één waarin het herstel al dit jaar inzet. Een laatste onzekerheid is de invloed van eventueel aanvullend beleid. Op het moment van afronding van dit *Centraal Economisch Plan* was het kabinet nog bezig met de voorbereiding van een ‘pakket’ met maatregelen. Dit heeft vooral gevolgen voor 2010, veel minder voor 2009.

Inflatie daalt, maar waarschijnlijk geen deflatie

In september 2008 werd nog een hoge inflatie geraamd. Voor zowel 2009 als 2010 wordt nu een stijging van de consumentenprijsindex met slechts 1% geraamd. Daarmee is de inflatie beneden de definitie van prijsstabiliteit van ‘onder maar dichtbij 2%’, die door de ECB wordt gehanteerd. Voor het eurogebied en voor de Verenigde Staten worden zelfs (korte) periodes van prijsdaling geraamd. Deze prijsdaling is echter geen vicieuze cirkel van dalende prijzen en lonen (deflatie). De inflatie wordt gedrukt door een sterke daling van de brandstof-, gas- en elektriciteitsprijzen en komt daardoor halverwege 2009 tijdelijk dicht bij de nul uit. De onderliggende inflatie (geschoond voor onder meer energieprijzen) blijft in Nederland echter stabiel, rond de 2%.

Paradox: koopkracht stijgt tijdens diepe recessie

De scherp gedaalde inflatie is nog niet direct zichtbaar in de contractloonstijging. Doordat veel cao's voor 2009 en soms ook al voor 2010 zijn afgesloten, blijft de gemiddelde loonstijging boven de inflatie. De koopkracht voor de meeste huishoudens in 2009 stijgt en blijft in 2010 op peil. Wanneer iemand zijn of haar baan verliest, is natuurlijk wel sprake van koopkrachtverlies - en dat gaat in 2009 en 2010 om honderdduizenden mensen. Ook wordt hierbij geen rekening gehouden met vermogensverliezen.

Alhoewel in de raming is verwerkt dat pensioenfondsen dit en volgend jaar niet of nauwelijks in staat zullen zijn om de pensioenen te indexeren, gaat ook de groep 65-plussers er dit jaar gemiddeld genomen in koopkracht op vooruit, mede dankzij de verhoging van de AOW, de ouderenkorting en de zorgtoeslag voor alleenstaanden. In 2010 blijft de koopkracht van 65-plussers in doorsnee gelijk, behalve voor 65-plussers met een relatief hoog aanvullend pensioen, die last hebben van het uitblijven van indexatie.

² C.M. Reinhart en K.S. Rogoff, The aftermath of financial crises, NBER Working Paper 14656, 2009.

Gevolgen van de kredietcrisis voor de overheidsfinanciën op langere termijn

Het EMU-saldo voor 2010 komt in de huidige raming aanzienlijk slechter uit dan in de CPB-doorrekening aan het begin van de kabinetsperiode: een tekort van 5,6% BBP in plaats van het destijds berekende overschot van 1,0% BBP in 2010.^a Hierdoor, en door de ingrepen in de financiële sector, komt de EMU-schuld volgend jaar uit op 62% BBP, 22%-punt hoger dan bij het coalitieakkoord werd aangenomen. De belangrijkste oorzaak voor de verslechtering ligt in de lagere economische groei. Op dit moment is niet goed te bepalen welke effecten structureel en welke conjunctureel zijn. Grofweg zijn er twee kanalen waarlangs de lange-termijnontwikkeling van de overheidsfinanciën beïnvloedt: vermogenseffecten en de invloed op de structurele groei.

De vermogenspositie van de overheid, huishoudens en pensioenfondsen is aanzienlijk verslechterd. De ervaring met eerdere financiële crises heeft geleerd dat het lang kan duren voordat de overheidsfinanciën weer op orde zijn. Alleen al door de verslechtering van het EMU-saldo in 2009 en 2010 komt de schuld in 2010 ongeveer 10%-punt hoger uit. Bovendien zal het EMU-saldo niet in 2011 al weer op het in het Coalitie-akkoord geraamde overschot uitkomen.

Door de verslechterde vermogenspositie van huishoudens en pensioenfondsen zullen de belastinginkomsten worden gedrukt. Als pensioenfondsen hun premies verhogen of uitkeringen verlagen leidt dat tot een derving van de belastingopbrengsten, zowel direct (via inkomstenbelasting en vennootschapsbelasting) als indirect (via lagere bestedingen). Lagere vermogens van gezinnen leiden eveneens tot lagere directe (box 3) en indirecte belastingopbrengsten. Volgens berekeningen op de achterkant van een enveloppe gaat het hierbij in totaal om een structurele belastingderving van ongeveer 0,3% BBP.

Indien de BBP-groei (en dus het niveau) structureel achterblijft bij de aannames aan het begin van de kabinetsperiode, heeft dat aanzienlijke gevolgen voor de overheidsfinanciën. Ter illustratie: bij een uitgavenquote van ongeveer 40% in de uitgangssituatie, betekent een 1% lager BBP-niveau dat bij gelijkblijvende uitgaven de uitgavenquote 0,4%-punt stijgt. Als het verlies aan BBP niet wordt ingehaald, blijven zonder aanvullende maatregelen de uitgaven als percentage van BBP structureel hoger, zonder dat daar hogere inkomsten tegenover staan. Dan verslechtert dus het begrotingssaldo (structureel) in dezelfde mate. Alhoewel de verschillende kanalen op dit moment lastig zijn te kwantificeren, wijst bijna alles in dezelfde richting. De uitdaging voor de overheidsfinanciën op langere termijn is als gevolg van de crisis fors groter geworden.

^a Actualisatie Economische Verkenning 2008-2011, september 2007.

Harde klappen op de arbeidsmarkt

In 2009 komt er een einde aan een periode van krapte op de arbeidsmarkt. In de marktsector neemt de werkgelegenheid in 2009 naar verwachting met 2¼% af en in 2010 zelfs met 6%. Bij de overheid en met name in de zorg stijgt de werkgelegenheid beide jaren. De werkloosheid loopt op tot gemiddeld 420 duizend personen in 2009 en 675 duizend personen in 2010. Als percentage van de werkzame beroepsbevolking lag de werkloosheid in 1936 en begin jaren tachtig hoger dan nu wordt voorzien voor 2010.

Overheidsfinanciën uit het lood

Voor 2009 wordt een tekort van 2,8% BBP geraamd. In 2010 loopt het tekort op naar 5,6% BBP. Bij ongewijzigd beleid worden in beide jaren zowel de signaalwaarde (van een tekort van 2% BBP) als het uitgavenkader aanzienlijk overschreden en in 2010 ook de 3% tekortnorm uit het Stabiliteits- en Groeipact. De automatische stabilisatoren zijn in Nederland relatief sterk, wat betekent dat de belastinginkomsten hard dalen, terwijl de werkloosheidsuitgaven (WW en

WWB) relatief snel stijgen. Daarnaast zijn dragen ook de tegenvallende gasbaten (van 2,4% BBP in 2008 tot 1,1% BBP in 2010) en het tekort van de lagere overheden bij aan het tekort.

Onzekerheidsvarianten

In de centrale projectie wordt ervan uitgegaan dat in de loop van 2010 een voorzichtig economisch herstel optreedt. Het is echter denkbaar dat de economische stimuleringspakketten voor de Verenigde Staten en Europa sneller effect sorteren. Variant A laat de gevolgen zien van een relevante wereldhandel die zich vanaf de tweede helft van dit jaar gunstiger ontwikkelt dan in de centrale projectie. De voorspoediger ontwikkeling in het buitenland stelt Nederlandse producenten in staat de export op te schroeven. Dit lokt investeringen uit en stimuleert de werkgelegenheid en leidt er daarmee toe dat de particuliere consumptie toeneemt. Gecumuleerd (over 2009 en 2010) komt het BBP-volume in 2010 1,4% hoger uit. Het EMU-saldo zou in vergelijking met de basisprojectie in 2010 met 0,5%-punt verbeteren. Zelfs in dit gunstige scenario komt het overheidstekort dus op ongeveer 5% van het BBP uit.

Ook het tegengestelde, een langer durende verslechtering van de economie valt echter niet uit te sluiten. De wereldhandel kan verder afnemen door protectionistische maatregelen en financiële instellingen kunnen verder onder druk komen. Variant B toont daarom de gevolgen, indien de groei van relevante wereldhandel in 2009 0,9%-punt lager uitkomt dan waar in de centrale projectie vanuit wordt gegaan en in 2010 zelfs 6,0%-punt lager. De BBP-groei komt in 2009 dan ook 0,2%-punt lager uit en in 2010 zelfs 1,8% lager. In dat geval zou de Nederlandse economie dus twee jaar op rij fors krimpen.

Effecten van

A: Gunstiger ontwikkeling van de relevante wereldhandel en toenemend consumentenvertrouwen

B: Tegenvallende ontwikkeling van de relevante wereldhandel

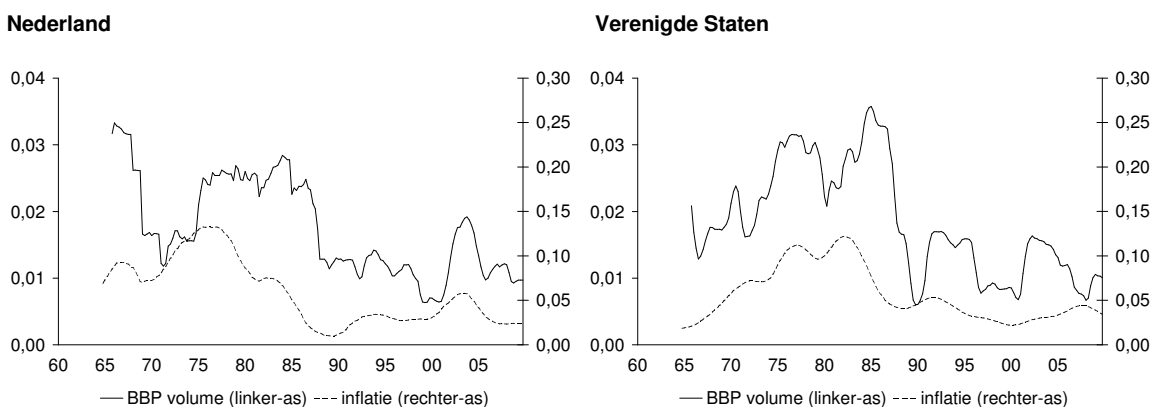
	A		B	
	2009	2010	2009	2010
	cumulatieve afwijkingen in %			
Relevante wereldhandel, volume	1,0	3,9	- 0,9	- 6,8
Invoerprijs goederen	0,0	0,0	0,0	0,0
Lange rente (niveau in %)	0,0	0,0	0,0	0,0
Olieprijs (Brent, niveau in dollars per vat)	0,0	0,0	0,0	0,0
Contractloon marktsector	0,1	0,6	- 0,1	- 1,0
Consumentenprijsindex (CPI)	0,0	0,1	0,0	- 0,2
Bruto binnenlands product (BBP), volume	0,3	1,4	- 0,2	- 2,1
Particuliere consumptie, volume	0,3	0,9	- 0,1	- 0,7
Investeringen bedrijven (excl. woningen), volume	1,1	5,4	- 0,8	- 6,8
Uitvoer goederen (exclusief energie), volume	0,8	3,0	- 0,7	- 5,6
Werkgelegenheid (arbeidsjaren)	- 0,1	0,6	0,1	- 0,5
Arbeidsinkomensquote marktsector (niveau)	- 0,4	- 0,6	0,3	1,4
EMU-saldo (niveau, % BBP)	0,1	0,5	0,0	- 0,7

2 Oorzaken van de kredietcrisis

2.1 Macro-economische factoren

In de jaren zestig en zeventig werd de inflatie geleidelijk onbeheersbaar. De traditionele Keynesiaanse economische theorie voorspelde een positieve samenhang tussen BBP-groei en inflatie. De jaren zeventig kenmerkte zich echter door hoge inflatie en lage economische groei (stagflatie). Dit kwam doordat vakbonden hogere lonen eisten en kregen en bedrijven die hogere lonen via hogere prijzen afwentelden. Vakbonden voorzagen deze reactie en gingen daarom de verwachte inflatie meer en meer incorporeren in hun looneisen, waardoor de inflatie verder opliep. Automatische prijsindexatie en koppelingen van lonen en uitkeringen versterkten dit probleem. Vanaf de jaren tachtig is de volatiliteit van inflatie en van de productiegroei in bijna alle rijke landen sterk afgenomen. Dit verschijnsel heet de *Great Moderation*. De afname van de volatiliteit in Nederland hangt sterk samen met het buurland België en met het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten (zie figuur 2.1). Dit komt door een sterke handelsrelatie (zowel direct als indirect via andere landen) en een relatief overeenkomstig arbeidsmarktbeleid.

Figuur 2.1 Volatiliteit van BBP-volumegroei en van inflatie 1960-2007^a



^a De volatiliteit is gemeten aan de hand van een 'rolling sample' van 20 kwartalen. Elke observatie geeft de standaarddeviatie weer van de afgelopen 20 kwartalen. De observatie van 1965-I is dus de standaarddeviatie van groeicijfers (ten opzichte van zelfde kwartaal in het voorgaande jaar) van 1960-I tot en met 1965-I.

De *Great Moderation* begon na beleidsveranderingen in de jaren tachtig, in de vorm van een scherpe verhoging van de rente, bezuinigingen bij de overheid en beëindiging van automatische koppelingsmechanismen. Centrale banken werden onafhankelijker, de Europese Centrale Bank werd opgericht en monetair beleid richtte zich op een lage, stabiele inflatie.³ Nederland voerde sinds 1994 een trendmatig begrotingsbeleid, waarbij conjuncturele fluctuaties voor rekening van de staatsschuld komen. Dit zorgt voor een automatisch anticyclisch beleid en stabiliseert het

³ L. Gonzáles Cabanillas en E. Ruscher, The Great Moderation in the euro area: What role have macroeconomic policies played? Economic Papers 331, Europese Commissie, 2008.

effect van economische schokken. Op de arbeidsmarkt heeft de introductie van deeltijdwerk bijgedragen aan flexibilisering.

Naast deze beleidsveranderingen hebben structurele veranderingen bijgedragen aan de *Great Moderation*. De globalisering heeft Nederland meer verbonden gemaakt met de rest van de wereld. Ook zijn productieprocessen in de opkomende dienstensector flexibeler dan in de industrie. Gevolg is dat de economie minder voorraadafhankelijk is geworden.⁴ Het belang van olie in onze economie is sterk afgenomen. De gevoeligheid voor olieprijschommelingen is daarom ook minder geworden.⁵ Het valt overigens niet uit te sluiten dat toeval ook een belangrijke bijdrage heeft geleverd aan de afname van de volatiliteit.⁶

Door de lagere volatiliteit lopen consumenten, bedrijven en financiële intermediairs minder risico. Consumenten houden kleinere buffers aan voor economisch minder gunstige tijden en zijn bereid zich meer in de schulden te steken, bedrijven nemen grotere risico's, wat resulteert in additionele investeringen, en financiers lenen meer aan consumenten en bedrijven. Een nadeel van de lagere volatiliteit is dat men onterecht er vanuit gaat dat de lage onzekerheid blijvend is, waardoor risico's te laag worden ingeschat. Deze lage inschatting van risico's vormde de opmaat naar een aantal speculatieve zeepbellen die de wereldeconomie in het eerste decennium van de eenentwintigste eeuw troffen.

Internationale onevenwichtigheden in de aanloop van de kredietcrisis

De huidige crisis is het gevolg van een explosief mengsel van macro-economische onevenwichtigheden⁷ en een reguleringskader voor financiële markten dat geen gelijke tred hield met financiële innovaties. De macro-economische onevenwichtigheden droegen bij aan het ontstaan van de zeepbellen op de huizen- en aandelenmarkten die de opmaat vormden voor de kredietcrisis.⁸

Sinds het begin van deze eeuw hebben opkomende economieën in Azië en olieproducerende landen grote overschotten op hun lopende rekening. In China leidde de afwezigheid van enige vorm van formele sociale zekerheid en oudedagsvoorzieningen tot een grote spaarbehoefte. In de opkomende economieën en olieproducerende landen zijn de financiële markten niet in staat om alle besparingen en inkomende deviezen goed te beleggen. In essentie worden op een financiële markt claims op toekomstige output verhandeld. De geloofwaardigheid van die

⁴ Voor aanwijzingen voor de Verenigde Staten zie J. Kahn, M. McConnell en G. Perez, On the causes of the increased stability of the U.S. Economy, *FRBNY Economic Policy Review*, 2002, blz. 183-202.

⁵ Zie O. Blanchard en J. Gali, The macroeconomic effects of oil shocks: why are the 2000s so different from the 1970s? NBER working paper 13368, 2007.

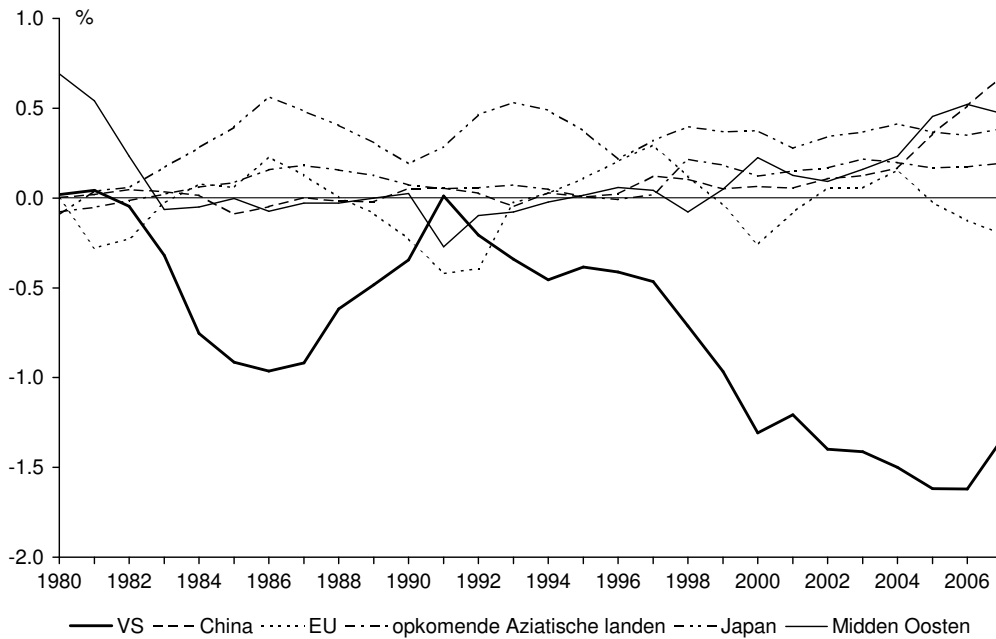
⁶ Smets, F. en R. Wouters, 2007, Shocks and Frictions in the U.S. Business Cycle: A Bayesian DSGE Approach, *American Economic Review*, vol 97. no. 3., 2003, blz. 586-606.

⁷ Zie R.J. Caballero, E. Farhi en P.-O. Gourinchas, Financial Crash, Commodity Prices and Global Imbalances, NBER Working Paper 14521, 2008. Het CEP 2007, blz.140 wijst ook op de risico's van deze betalingsbalansonevenwichtigheden, die de achilleshiel van de huidige succesvolle globalisering zouden kunnen zijn.

⁸ Net als de meeste eerdere financiële crises is ook deze crisis voorafgegaan door een combinatie van 'financial liberalisation' en 'significant credit expansion'. Zie Kaminsky en Reinhart, The twin crises: the causes of banking and balance-of-payments problems, *American Economic Review*, 89, blz. 473-500, 1999, en Allen en Gale, Bubbles and crises, *Economic Journal*, 110-460, blz. 236-255, 2000.

claims vereist een goed ontwikkeld rechtssysteem met goed gedefinieerde eigendomsrechten. De Azië-crisis van 1997 maakte duidelijk dat het daaraan in die landen ontbrak, zodat de besparingen elders een bestemming moesten vinden. De besparingen vonden hun weg naar de Verenigde Staten, waar het tekort op de lopende rekening opliep tot ruim 6% van het BBP in 2005.

Figuur 2.2 Lopende rekening, als percentage van het wereld BBP



Bron: eigen berekeningen op basis van International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, oktober 2008.

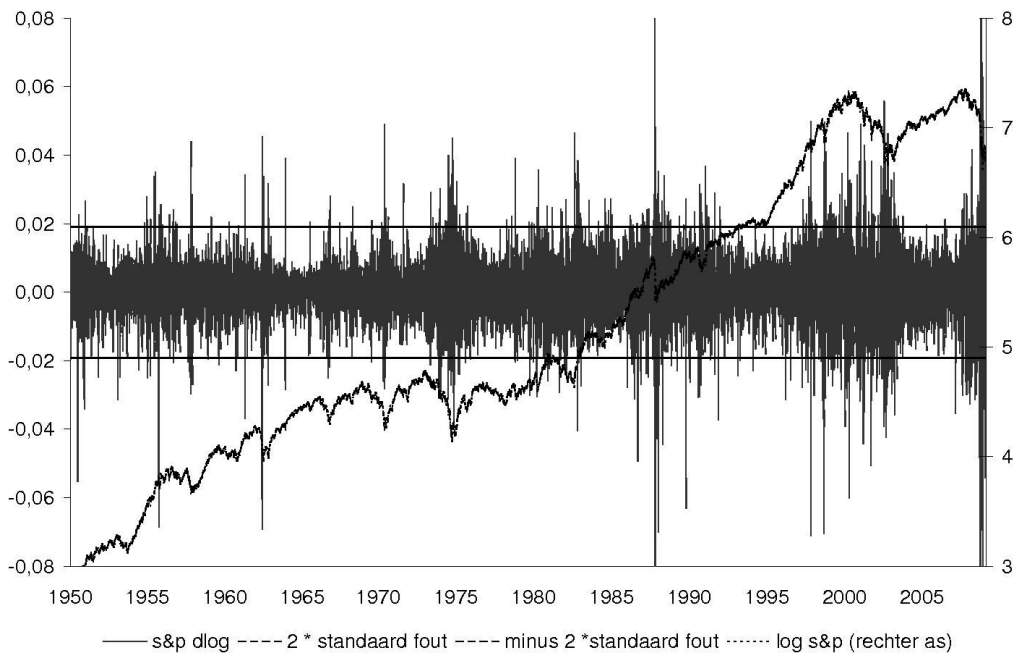
Het ruime kapitaal aanbod leidde tot een onderschatting van financiële risico's en een historisch lage rentestand in de Verenigde Staten. Het overvloedige kapitaal veroorzaakte sterk stijgende huizenprijzen en aandelenkoersen en leidde tot speculatieve zeepbellen. Blanchard en Watson hebben laten zien dat ook in een wereld met louter rationele beleggers speculatieve zeepbellen niet uitgesloten zijn.⁹ Zolang iedereen er van uitgaat dat ook morgen de koersrendementen blijven bestaan, blijven beleggers investeren, zodat het verwachte rendement daadwerkelijk gerealiseerd wordt. Iedereen weet dat er ooit een einde aan dit mooie spel moet komen, maar niemand weet wanneer. Toen de slechte kwaliteit van de verstrekte hypotheekleningen aan het licht kwam in de zomer van 2007, barstten de zeepbellen.

Het ontstaan en barsten van de zeepbel vormde de opmaat voor een periode van grote onzekerheid: wanneer zal de zeepbel barsten? En hoever zal dit doorwerken in de prijzen van andere vermogenstitels? Hoe groter de zeepbel, des te groter de onzekerheid over de omvang van de klap. Een zeepbel klappt zelden in één keer. Meestal is er een verlengde periode van

⁹ O.J. Blanchard en M.W. Watson, Bubbles, Rational Expectations and Financial Markets, NBER Working Paper 0945, 1982.

hogere onzekerheid. Figuur 2.3 laat zien dat dit ook gebeurde na eerdere koersdalingen, zoals in 1962, 1974, 1984 en 1998.

Figuur 2.3 Standard & Poor, 1950-2009



Het barsten van de zeepbel heeft grote economische gevolgen gehad doordat de vermogensposities van banken werd aangetast, terwijl eerdere financiële crises vooral het vermogen van bedrijven aantastten. Bedrijven kunnen alleen krediet krijgen tegen onderpand. Een daling van de waarde van vermogenstitels holt de waarde van hun onderpand uit. Een daling van de waarde van onroerend goed vermindert dus de kredietwaardigheid van bedrijven en heeft daardoor sterke negatieve macro-economische effecten.¹⁰ In tegenstelling tot de internetzeepbel in 2002/2003 heeft de huidige kredietcrisis het eigen vermogen van de bankensector weggevaagd. Door de hefboomwerking van banken, iedere euro eigen vermogen kan via het aantrekken van geld van depositohouders meerdere malen worden uitgeleend, heeft dit een nog veel groter effect op het functioneren van de kapitaalmarkt dan een aantasting van het bedrijfsvermogen.

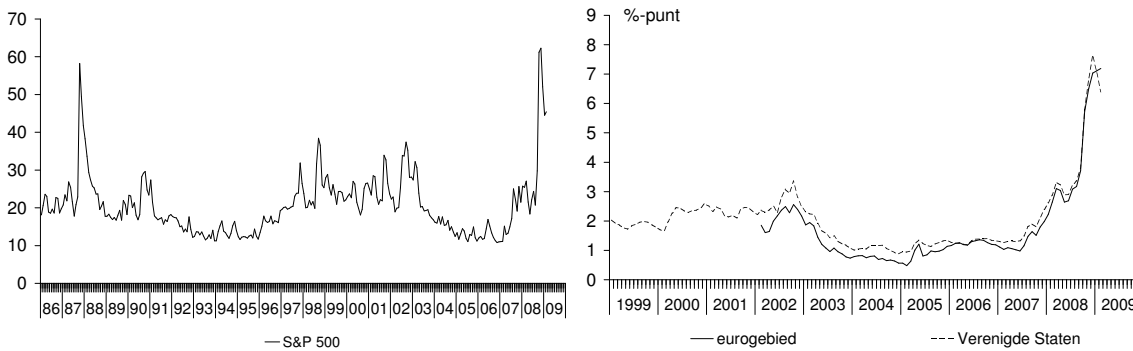
Macro-economische beleidsimplicaties

Begrotingsbeleid moet Keynesiaanse vraaguitval voorkomen. Figuur 2.4 laat zien dat financiële markten sinds het faillissement van Lehman Brothers op 15 september 2008 totaal in ongerede zijn. Het linker paneel geeft de volatiliteit op de beurs weer (feitelijk een uitsnede van figuur 2.3 voor de periode vanaf begin 2007). Dit laat zien hoezeer het feitelijk beleggingsrisico sindsdien

¹⁰ B. Bernanke en M. Gertler, Monetary policy and asset price volatility, NBER Working Paper 7559, 2000. Zie ook de eerdere discussie in het *CEP 2008*.

is toegenomen, tot niveaus die in 60 jaar niet eerder zijn voorgekomen. Het rechter paneel laat zien dat dit risico zich heeft vertaald in veel hogere risico-opslagen voor bedrijfsobligaties, tot 7 à 8 %. Het bedrijfsleven kan dus alleen tegen zeer hoge kosten aan kapitaal kan komen, zowel voor eigen als voor vreemd vermogen.

Figuur 2.4 Volatilititeit aandelenmarkt (links) en risico-opslag bedrijfsleningen (rechts)



De beschikbare besparingen kunnen nauwelijks hun weg vinden naar het bedrijfsleven: vraag en aanbod van kapitaal kunnen elkaar niet bereiken. Hier dreigt een klassiek geval van Keynesiaanse vraaguitval, waarbij de activiteiten in de economie zo ver worden teruggeschroefd totdat het niveau van de besparingen weer in overeenstemming is met de investeringsvraag. De normale oplossing voor het kapitaaloverschot is een daling van de rente, maar gegeven de huidige lage geldmarktrente is dit minder effectief. Een alternatief is dat de overheid de besparingen opneemt en zelf investeert of gebruikt als onderpand of garantstelling voor het bedrijfsleven.

Internationale onevenwichtigheden zullen waarschijnlijk blijven bestaan. Deze onevenwichtigheden hoeven niet per se te leiden tot nieuwe zeepbellen en daarop volgende crises. Het monetaire beleid zal zich meer moeten richten op macrofinanciële stabiliteit, en overheden zullen meer aandacht moeten besteden aan de gevaren van grote structurele kapitaalstromen tussen landen. De nadelige gevolgen van het ontstaan en leeglopen van zeepbellen zijn immers te groot om ze te kunnen negeren.¹¹ De identificatie van zeepbellen is echter niet eenvoudig. Het risico op het ontstaan van nieuwe speculatieve zeepbellen zal daarom blijven bestaan. Omdat een bankencrisis, vanwege de hoge leverage van banken, veel grotere reële effecten heeft dan een gewone financiële crisis, moet worden voorkomen dat speculatieve zeepbellen de balansen van banken infecteren. Dus moeten financiële markten zo worden ingericht dat banken slechts beperkt blootstaan aan het risico van leeglopende zeepbellen. Dit is het onderwerp van de volgende paragraaf.

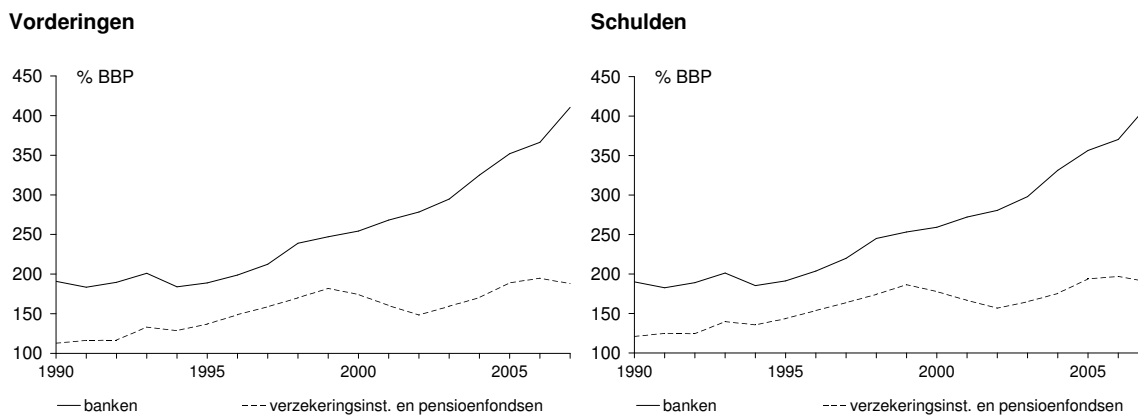
¹¹ International Monetary Fund, Lessons of the global crisis for macroeconomic policy, 19 februari 2009.

2.2 Micro-economische factoren: de Nederlandse financiële markten en de kredietcrisis

Terugblik op de afgelopen kwart eeuw

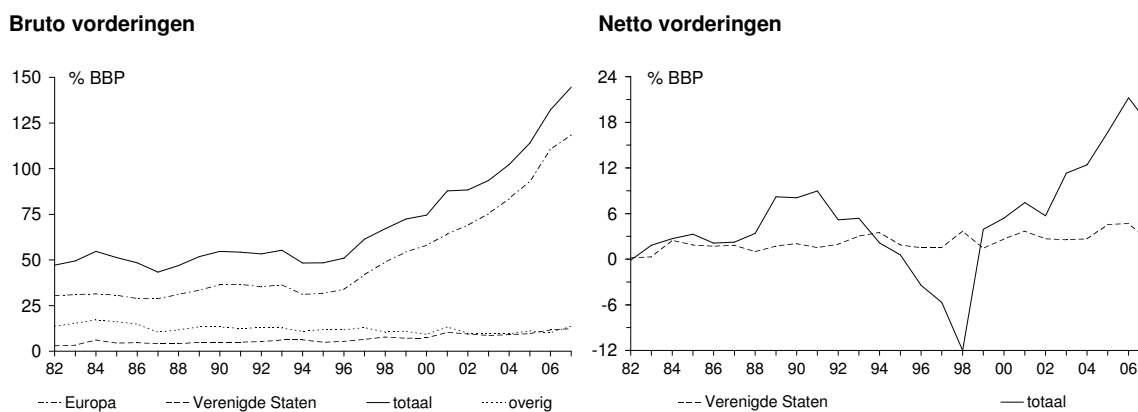
Als gevolg van deregulering van financiële markten, internationalisering, de snelle ontwikkeling van informatietechnologie (IT) en de toegenomen welvaart zijn de financiële markten uitbundig gegroeid. De uitbundige groei blijkt uit de relatief sterke groei van de balansen van financiële instellingen in de periode 1990-2007 (zie figuur 2.5)

Figuur 2.5 Vorderingen en verplichtingen van financiële instellingen, 1990-2007



Bron: CBS, Nationale rekeningen.

Figuur 2.6 Buitenlandse vorderingen van Nederlandse banken, 1982-2007^a



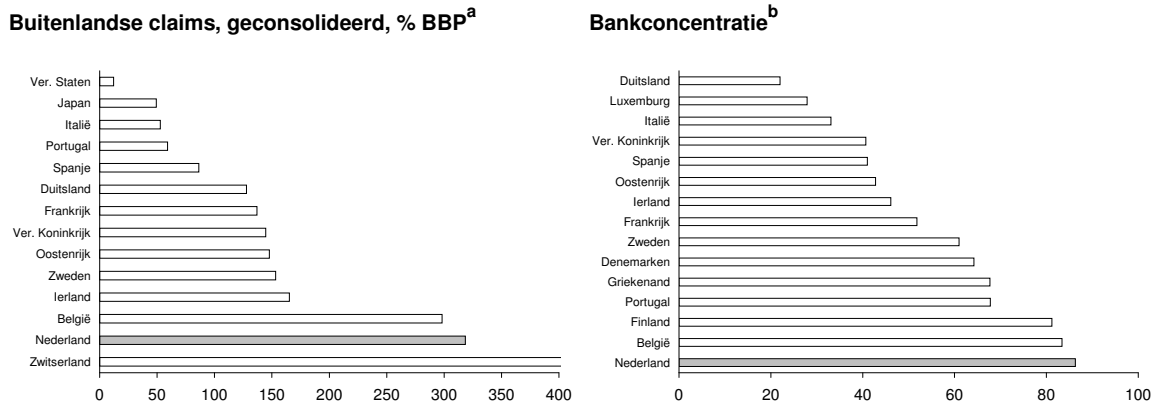
^a Beperkte reeksbreuken in 1986, 1998, 2000, 2003 en 2006.

Bron: DNB.

Daarnaast is de financiële sector in de afgelopen kwart eeuw sterk geïnternationaliseerd (figuur 2.6). De vorderingen van banken op partijen in het buitenland heeft vooral na 1996 plaatsgevonden door de explosieve toename van vorderingen op de rest van de Europese Unie. Dit kwam door de invoering van de interne Europese markt voor bancaire dienstverlening in 1993 en de invoering van de (girale) euro in 1999. De vorderingen op de Verenigde Staten zijn

veel kleiner dan die op de rest van Europa (12% BBP in 2007), maar zijn van slechtere kwaliteit gebleken. Tot slot blijkt uit figuur 2.7 dat de Nederlandse financiële sector internationaal gezien relatief groot is.

Figuur 2.7 Nederlandse banken in internationaal perspectief, 2007



^a Zwitserland loopt tot 599.

^b Aandeel van vijf grootste banken in totale activa.

Bron: Bank voor Internationale Betalingen (BIS) en ECB

Goedwerkende financiële markten stimuleren de economische groei

Goed functionerende banken aggregeren en beheren spaargeld van bedrijven en gezinnen en zorgen ervoor dat dit schaarse kapitaal bij ondernemingen met de meest rendabele investeringen terecht komen. De beschikbare empirische literatuur laat zien dat landen met beter functionerende banken of beter functionerende financiële markten gemiddeld genomen inderdaad een hogere economische groei kennen.¹² Levine en Zervos (1998) vinden dat liquiditeit en de omvang van krediet significant en positief gecorreleerd zijn met het toekomstige niveau van economische groei, productiviteitsgroei en kapitaalgroei.¹³ Goed functionerende banken en financiële markten stimuleren de groei vooral omdat bedrijven gemakkelijker krediet voor rendabele investeringen kunnen krijgen. Hiervan profiteren vooral bedrijven die rendabele investeringen moeilijk gefinancierd krijgen.¹⁴

De rol van securitisatie

Waarom veroorzaakten de relatief beperkte verliezen op de hypotheekmarkt een wereldwijde bancaire crisis? Dit kwam door de manier waarop financiële instellingen securitisatie gebruikten, verkeerde risico-inschattingen van gesecuritiseerde producten door

¹² G. Rajan en L. Zingales, Financial systems, industrial structure and growth, Oxford review of economic policy, vol. 17, no. 4, 2001; R. Levine, Finance and Growth: theory, evidence and mechanisms, handbook of economic growth, eds : P. Aghion en S. Durlauf, 2006.

¹³ R. Levine en S. Zervos, Stock markets, bonds and economic growth, American Economic Review, 1998.. Volgens hen zou een toename van de relatieve omvang van krediet met 0,5, tot 0,7 procentpunt meer groei leiden.

¹⁴ Rajan, R.G. en L. Zingales, Financial dependence and growth, American Economic Review, 1998.

kredietbeoordelaars, falend risicomanagement bij banken, procyclische effecten van regulering, en overmatige leverage van financiële instellingen gecombineerd met het opdrogen van markten voor kortlopende financiering.¹⁵

Securitisatie houdt in dat banken uitstaande leningen zoals hypotheekbundelen, de bundels opknippen in pakketten en het recht op de geldstromen die deze pakketten genereren doorverkopen aan investeerders zoals pensioenfondsen, hedgefondsen en andere banken. Securitisatie maakt het mogelijk om het specifieke kredietrisico op de leningen te verhandelen en te diversifiëren, wat de risicopremie op de leningen verlaagt. Dit is een positief effect. Securitisatie was echter ook een manier om regulering te ontwijken. De markt voor gesecuritiseerde producten en kredietverzekeringen groeide sinds 2000 dan ook explosief. Na het uitbreken van de crisis moesten banken hun leningen soms terug op de balans nemen. In andere gevallen bleken ze te beleggen in hun eigen gesecuritiseerde hypotheek.

Een ander negatief effect van securitisatie is dat hierdoor het moreel gevaar kan vergroten. Het doorverkopen van gebundelde hypotheek en andere leningen leidde ertoe dat banken minder goed in de gaten hielden of hun cliënten deze hypotheek en leningen wel konden blijven betalen en leningen verstrekten aan mensen en bedrijven die dit eigenlijk niet konden betalen. Banken en bankmanagers die gesecuritiseerde producten kochten namen geen moeite om een gedegen risicoanalyse van deze producten en de onderliggende hypotheek uit te voeren. De manier waarop bankmanagers beloond werden, speelde hierbij ook een belangrijke rol. In goede tijden kregen ze uitzonderlijk hoge bonussen bij hoge winsten. Dat de winsten mogelijk waren dankzij het nemen van grote risico's bleef echter buiten beeld.

De waardering van gesecuritiseerde producten was gebaseerd op de ratings van kredietbeoordelaars (*rating agencies*). Deze hebben de risico's van deze producten te rooskleurig ingeschat. Dit heeft verschillende oorzaken. Allereerst speelden er belangenconflicten. Kredietbeoordelaars werden betaald door de banken wiens producten ze moeten beoordelen en werden voor hun inkomen steeds meer afhankelijk van deze adviesdiensten.¹⁶ Verder leunde de waardering van deze producten sterk op complexe modellen, die kredietrisico's inschatten op basis van de recente (economisch voorspoedige) jaren.

Omdat banken hun bezittingen op marktwaarde moeten waarderen, zorgt een daling van de marktwaarde van deze bezittingen voor een verlies dat ten laste gaat van het eigen kapitaal. Als het eigen kapitaal door de daling te laag wordt, moeten banken óf hun eigen kapitaal verhogen, óf de hoeveelheid uitstaande leningen verminderen (door min of meer liquide leningen te verkopen), óf tijdelijk stoppen met het uitlenen van geld. Dit kan een crisis verergeren. Daarnaast kan er een vliegwieleffect optreden als markten niet-liquide zijn. In niet-liquide markten leidt het verkopen van leningen tot "*fire sales*", waarin activa noodgedwongen tegen lage prijzen van de hand worden gedaan.

¹⁵ Bijlsma, M. en W. Suyker, 2008, De kredietcrisis en de Nederlandse economie in acht Frequently Asked Questions, CPB memorandum 210.

¹⁶ De markt voor kredietadvies is ook sterk oligopolistisch, er zijn wereldwijd eigenlijk maar drie grote spelers: Moody's, Standard & Poor's en Fitch.

De Special Purpose Vehicles (SPV's) die securitisatie faciliteren, financierden hun langlopende verplichtingen met kort lopend geld, vergelijkbaar met een huizenbezitter die wekelijks zijn hypotheek moet verlengen. Banken deden dit in toenemende mate ook. Deze manier van financieren is gebaseerd op de veronderstelling dat financiële markten liquide genoeg zijn om herfinanciering mogelijk te maken. Tijdens de huidige crisis bleek dat dergelijke markten kunnen opdrogen, wanneer duidelijk wordt dat sommige leners op de rand van faillissement staan, maar niemand weet om wie het precies gaat. Banken en investeerders die tijdelijk geld over hebben willen niet meer lenen aan andere banken of SPV's, omdat ze bang zijn het niet meer terug te krijgen. Door het opdrogen van financieringsmarkten verspreidde de crisis zich als een olievlek naar banken die nog niet in de problemen waren.

Gevolgen van de kredietcrisis voor de Nederlandse financiële instellingen

De wereldwijde kredietcrisis is een zware klap voor Nederlandse financiële instellingen. Ingrijpen door de overheid was onafwendbaar. De depositogarantieregeling werd uitgebreid, nieuwe bankleningen werden gegarandeerd en kapitaal werd beschikbaar gesteld. De Nederlandse staat had eind januari 16,8 mld euro betaald voor Fortis/ABN AMRO, en 13,75 mld euro aan kapitaal aan diverse banken verstrekt.¹⁷ In totaal is dit 5% van het Nederlandse BBP. Merk op dat deze kosten hoger zijn dan de initiële kosten van reddingsoperaties in Zweden en Noorwegen begin jaren negentig van de vorige eeuw (zie kader).

Kosten van de nationalisering van banken in Noorwegen, Zweden en Finland in de jaren negentig

Fiscale kosten nationalisatie en andere crisismaatregelen		
	Bruto kosten	Werkelijke kosten
Finland	9,0% (1997 BBP)	5,3% (1997 BBP)
Noorwegen	3,4% (NPV, 2001 BBP)	- 0,4% (NPV, 2001 BBP)
Zweden	3,6% (1997 BBP)	1,9% (NPV, 1997 BBP)

Bron: T. G. Moe, J. A. Solheim and B. Vale (eds.), *The Norwegian Banking crisis*, Norges Bank Occasional Paper 33, 2004.

De problemen in de financiële sector gaan gepaard met een afname van de kredietgroei.¹⁸ Deze omslag wordt echter ook veroorzaakt worden door de neergaande conjunctuur, waardoor de kredietvraag afneemt. Voor veel Nederlandse financiële instellingen blijft de situatie precair, zoals blijkt uit zeer hoge verzekeringspremies tegen faillissement op hun obligaties.

¹⁷ Begin februari bedroegen de kapitaalinjecties 10 mld euro voor ING, 3 mld euro voor AEGON en 0,75 mld voor SNS reaal.

¹⁸ Het uitstaande bankkrediet aan bedrijven daalde in december ten opzichte van de voorgaande maand (mede door seizoensinvloeden), na minimale toenames vanaf augustus. De totale kredietverlening aan overige ingezetenen (totaal exclusief overheid en mfi's) nam af tot 3,7% ten opzichte van een jaar eerder, van 5,4% eind 2007. De neergaande conjunctuur heeft vermoedelijk ook bijgedragen aan de omslag in de kredietgroei. Overigens blijkt uit empirische studies dat het toeschrijven van de kredietontwikkeling aan vraag- of aanbodfactoren gecompliceerd is.

Beleidsimplicaties voor de financiële sector

Om verstoring van de markt zo klein mogelijk te maken, is het verstandig om, conform het voornemen van de Nederlandse regering, de belangen in banken zo snel mogelijk terug te brengen, al zal dit in de huidige omstandigheden niet van vandaag op morgen lukken.

Na deze crisis zijn de regulering en het toezicht op de financiële sector aan herziening toe. Toezicht zal meer moeten gaan richten op de stabiliteit van het financiële systeem als geheel: macroprudentieel toezicht (toezicht dat zich richt op systeemrisico in plaats van het risico van individuele banken).¹⁹ Een andere reden om de markt voor kredietrisico te reguleren, is dat banken risico's verzekeren waar ze zelf invloed op kunnen uitoefenen. Gecentraliseerde registratie en afhandeling van transacties kan hierbij een rol spelen. Dit leidt tot meer standaardisatie en transparantie.

De risico's waar banken aan bloot staan zullen beter gemeten en gereguleerd moeten worden. Ook dienen banken hun risicomanagement te versterken. Contracyclische kapitaalvereisten (lager gedurende een contractie en hoger gedurende een expansie) kunnen helpen om sneeuwbal effecten tegen te gaan. Voor het bepalen van risico zijn toezichthouders sterk afhankelijk geworden van kredietbeoordelaars en banken zelf. Het is in ieder geval belangrijk dat de markt voor ratings goed functioneert. Belangenconflicten verminderen de betrouwbaarheid en transparantie van de ratings van gebundelde leningen.²⁰ Het ligt daarom voor de hand deze adviesactiviteiten te reguleren.

De interne governance van banken zal onder de loep genomen worden, met een nadruk op beloningsprikkel van bankmanagers. Banken beloonden hun werknemers voor het realiseren van snelle winsten zonder voldoende te corrigeren voor de risico's die hieruit voortvloeiden. Het reguleren van beloningen van bankmanagers, door bijvoorbeeld een sterke langetermijncomponent te eisen, is daarom een belangrijk aanvullend instrument voor risicoregulering. Het is belangrijk dat beleidsmakers zich ook realiseren dat financiële prikkels voor werknemers nuttig kunnen zijn, mits ze goed vormgegeven worden.

Op de financiële markt is internationale coördinatie van toezicht, regelgeving en overheidsingrijpen noodzakelijk. Regels met betrekking tot faillissementen, garanties van deposito's en zelfs solvabiliteitsvereisten verschillen per land. Internationale afspraken hierover maken toezicht effectiever en makkelijker, waardoor ingrijpen minder vaak nodig zal zijn. Een belangrijk vraag is ook hoe garanties gefinancierd moeten worden. Deze financiering moet namelijk wel houdbaar zijn als er een beroep op gedaan wordt, en moet niet leiden tot kruissubsidies tussen risicovolle en minder risicovolle banken.

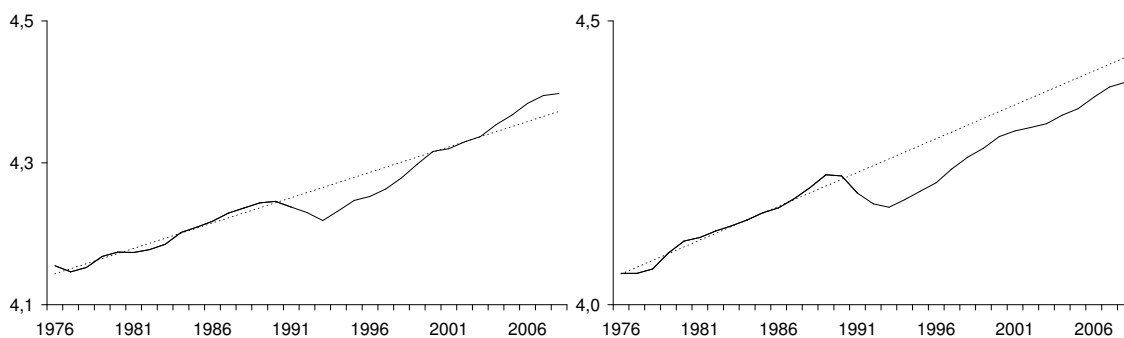
¹⁹ M. Hellwig, Systemic risk in the financial sector: an analysis of the subprime-mortgage financial crisis, Max Planck Institute for Research on Collective Goods Preprint, 2008/43. 2008; M.K. Brunnermeier, Deciphering the 2007-08 credit crunch, Journal of Economic Perspectives (forthcoming).

²⁰ J. Tirole, Leçons d'une crise, TSE notes 1-12, 2009.

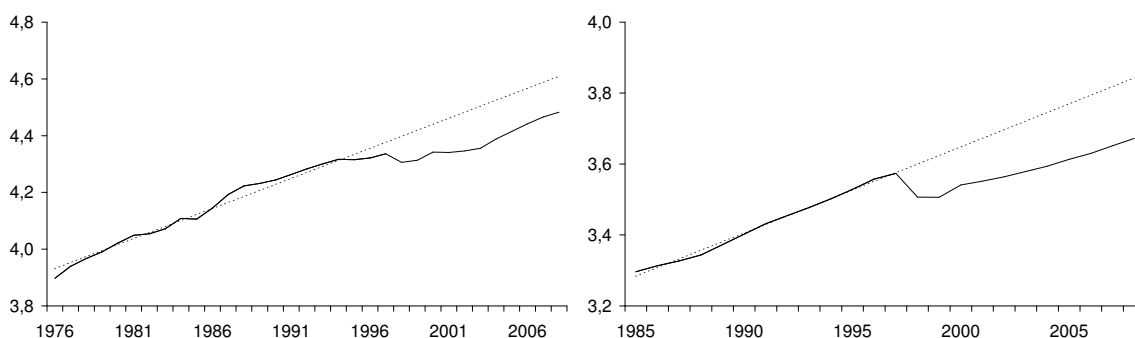
2.3 Effect van de kredietcrisis op de economische groei op langere termijn

Deze paragraaf zet de resultaten uit een aantal financiële systeemcrises uit het verleden op een rij. De analyse is een uitbreiding van Reinhart en Rogoff (2009), die de gevolgen van financiële systeemcrises op een rij gezet hebben.²¹ Voor de inschatting van de potentiële groei is het vooral van belang om te weten in hoeverre deze effecten blijvend zijn. Ofwel, keert de economie na een dergelijke crisis weer terug naar het oude trendpad? Om de gevolgen op langere termijn in beeld te brengen kan gekeken worden naar de economische groei per hoofd van de bevolking. Figuur 2.8 en figuur 2.9 laten de uitkomsten zien voor enkele karakteristieke crises in het verleden.²² In de figuren is een trendlijn getekend (de stippellijn) waarbij het groeipad van vóór de crisis is doorgetrokken. In de meeste gevallen (negen van de dertien) bereikt het BBP per capita na afloop van de crisis niet meer het niveau van deze trendlijn. De crisis heeft een negatief effect op het niveau van de productie, dat in de meeste gevallen dus niet wordt gecompenseerd door een hogere groei in het decennium na afloop. Zweden is één van de uitzonderingen, waar de productie een aantal jaren na afloop van de crisis hoger uitkwam dan volgens de oude trendlijn.

Figuur 2.8 Logaritme van BBP per capita^{23,24} in Zweden en Finland



Figuur 2.9 Logaritme van BBP per capita in Hong Kong en Indonesië



²¹ C.M. Reinhart en K.S. Rogoff, The aftermath of financial crises, NBER Working Paper, no 14656, 2009.

²² De data komen uit The Conference Board, Total Economy Database, January 2009.

²³ BBP per capita gemeten in 1990 US\$ (geconverteerd naar Geary Khamis PPPs).

²⁴ Door de logaritme van een variabele te gebruiken is de afstand voor een verdubbeling op de verticale as steeds hetzelfde. Een reeks met een constante groeivoet wordt dan afgebeeld als een rechte lijn.

Tabel 2.1 laat de groei per capita voor en na afloop van de crises uit Reinhart en Rogoff (2009) zien (afgezien van de Amerikaanse depressie in de jaren dertig). In een ‘doorsnee financiële systeemcrisis’ is er een fors niveauverschil aan productie, dat niet wordt goedgehaakt door hogere groei na de crisis.

Tabel 2.1	Groei van BBP per capita voor en na afloop van de crises en verandering van top tot dal ^a		
	10 jaar t/m top	10 jaar na dal ^b	Verandering van top tot dal
	mutaties per jaar in %		niveau in % BBP
Spanje (1977)	4,9	2,5	0,5
Japan (1992)	3,3	0,8	0,0
Noorwegen (1987)	3,1	2,9	-0,6
Filippijnen (1997)	1,5	2,7	-2,7
Zweden (1991)	1,7	2,8	-6,0
Hong Kong (1997)	3,3	4,2	-6,7
Colombia (1998)	2,0	3,2	-7,0
Zuid-Korea (1997)	6,7	5,0	-7,5
Maleisië (1997)	6,8	4,1	-9,3
Finland (1991)	3,2	3,5	-12,4
Thailand (1997)	8,0	4,2	-13,6
Indonesië (1997)	5,9	4,3	-14,4
Argentinië (1998)	2,6	7,6	-21,5
Verenigde Staten (1929)	2,0	9,2	-28,8
Gemiddelde	3,9	4,1	-9,3

^a Top is laatste jaar met positieve groei, dal is laatste jaar met krimp. Wanneer er geen krimp opgetreden is, is het dal het jaar met de laagste groei van BBP per capita.

^b Of zoveel jaren als beschikbaar zijn in de dataset bij recente crises.

Effecten op werkgelegenheid en arbeidsproductiviteit

Het is mogelijk een verdere decompositie te maken van de effecten op de totale productie. In tabel 2.2 worden de effecten op BBP gesplitst in werkgelegenheid en arbeidsproductiviteit. Na afloop van de crisis komt de groei van de werkgelegenheid gemiddeld nauwelijks hoger uit. De stijging is onvoldoende om in een periode van 10 jaar weer op het oude groeipad voor de werkgelegenheid te komen. Na afloop van de crisis stijgt de arbeidsproductiviteit voor sommige landen gemiddeld minder snel, zowel per uur als per werkende. In de achterliggende cijfers is echter te zien dat in ruwweg de helft van de gevallen de productiviteit juist sneller stijgt dan voor de crisis.

Tabel 2.2 Werkgelegenheid en arbeidsproductiviteit rond financiële crises^a		Groei 10 jaar voor top	Verandering van top tot dal	Groei 10 jaar na dal	Verandering van top tot 10 jaar na dal
		mutatie in % per jaar	niveau in % BBP	mutatie in % per jaar	niveau in % BBP
9 landen^b					
BBP		4,4	- 5,3	4,2	- 6,7
w.v. gewerkte uren		1,1	- 6,5	1,4	- 3,6
arbeidsproductiviteit per uur		3,3	1,5	2,8	- 2,8
w.v. aantal werkenden		1,4	- 4,6	1,7	- 1,7
arbeidsproductiviteit per werkende		3,0	- 0,6	2,5	- 4,8
13 landen^c					
BBP		5,3	- 6,2	4,6	- 13,6
w.v. aantal werkenden		1,7	- 3,0	1,8	- 2,0
arbeidsproductiviteit per werkende		3,6	- 3,0	2,8	- 11,3

^a Voor de top en het dal zijn dezelfde jaren gebruikt als in tabel 2.1. BBP- en productiviteitscijfers zijn weer in 1990 US\$ (geconverteerd naar Geary Khamis PPPs).

^b De landen zijn: Spanje (1977), Japan (1992), Noorwegen (1987), Zweden (1991), Hong Kong (1997), Colombia (1998), Zuid-Korea (1997), Finland (1991) en Argentinië (1998). Voor de overige crises zijn er geen data beschikbaar over gewerkte uren.

^c Dit zijn dezelfde landen als in tabel 2.1, afgezien van de Verenigde Staten.

Relevantie voor de Nederlandse situatie

In hoeverre zijn deze resultaten relevant voor Nederland en de huidige kredietcrisis? Relatief veel landen in tabel 2.1 zijn opkomende landen. Die landen waren bezig met een inhaalgroei. Een deel van de lagere groei kan veroorzaakt zijn door het afnemen van dit inhaaleffect. Daarnaast zijn er grote verschillen in uitkomsten tussen landen. Dat geldt zowel voor het verlies aan productie als het groeipad na afloop van de crisis. Het valt niet te zeggen welk pad voor Nederland het meest waarschijnlijk is. Daarvoor is het nodig meer te weten over de achterliggende mechanismen.

Het belangrijkste voorbehoud betreft echter het lokale karakter van de bestudeerde crises. Het betreft steeds een enkel land of een kleine groep van landen. De huidige kredietcrisis heeft een globaal karakter en raakt alle landen. Devaluatie en aanpassing van de rente waren oplossingen die beschikbaar waren voor de meeste van de bestudeerde landen. Voor Nederland is dat nu geen optie. Als kleine open economie is Nederland zeer gevoelig voor ontwikkelingen in het buitenland. In de huidige situatie bestaat het risico dat landen er voor kiezen om hun eigen economie te beschermen en protectionistische maatregelen te nemen. Dat kan schadelijk zijn voor de internationale handel en voor marktwerking, met bijbehorende gevolgen voor de economische groei op lange termijn.

3 Gevolgen voor het beleid

Zoals in paragraaf 2 is aangetoond, wijkt deze crisis totaal af van de recessie van de eerste helft van de jaren tachtig, toen de lonen te hoog en de winsten te laag waren, toen het verschil tussen uitkeringen en lonen zo klein was dat werken vanuit financieel opzicht nauwelijks loonde, toen de inflatie onbeheersbaar was en de overheidsfinanciën structureel uit het gareel waren. De beleidsreactie op de huidige recessie moet dus ook een andere zijn dan die in de jaren tachtig. Een Keynesiaans stimuleringsbeleid kan een adequate reactie op een dergelijke vraaguitval zijn, maar dan moet het wel voldoen aan bepaalde voorwaarden, namelijk de drie T's: *Timely*, *Targeted* and *Temporary*. Tijdig (*timely*) wil in dit geval zeggen dat het beleid zo snel mogelijk effect moet hebben, want de vraaguitval doet zich immers nu massaal voor. Dit is vaak een probleem met stimuleringsbeleid, de meeste maatregelen kennen lange voorbereidingstijden en hebben zodoende pas effect als de crisis alweer voorbij is. Gezien het karakter van de huidige crisis, speelt dat punt nu minder: het is vrij zeker dat Nederland ook volgend jaar nog in een laagconjunctuur zit.

Doeltreffend (*targeted*) is een nog moeilijker eis. Een groot deel van de effecten van stimuleringsbeleid op de effectieve vraag loopt weg naar het buitenland, via de invoer uit andere landen. Om die reden kan de neiging ontstaan om zich met stimuleringsbeleid vooral te richten op typisch nationale industrieën zoals de bouw. Omgekeerd geldt echter dat landen ook profiteren van het stimuleringsbeleid elders. Zo zou zonder de aanvullende pakketten in Duitsland, het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten de krimp in Nederland in 2009 en 2010 naar een grove schatting nog een half tot een heel procent groter uitkomen. Europese coördinatie kan daarom tot een voor ieder land beter beleidspakket leiden, omdat landen dan de verleiding beter kunnen weerstaan om hun pakket specifiek op hun nationale industrieën te richten. Bij de inschatting van de 'bijdrage' van ieder land moet rekening worden gehouden met het feit dat een deel van het stimuleringsbeleid loopt via de automatische stabilisatoren. Die zijn in Nederland relatief goed vormgegeven via het trendmatig begrotingsbeleid. Een grove inschatting leert dat zonder aanvullende maatregelen, de Nederlandse inspanning qua omvang vergelijkbaar is met die van Duitsland, Frankrijk en het Verenigd Koninkrijk, maar substantieel kleiner dan die van de Verenigde Staten. *Targeted* betekent ook doeltreffend in die zin dat het belangrijk blijft om alleen die plannen uit te voeren die kunnen worden onderbouwd met een positieve kosten-batenanalyse.

Om structurele belasting van de overheidsfinanciën te voorkomen, is de laatste eis van tijdelijkheid van de maatregelen (*temporary*) in de huidige situatie misschien wel het meest urgent. Het EMU-saldo van $-5,6\%$ in 2010 is in de daarop volgende jaren niet zomaar weggewerkt. Het recente tempo van krimp van de wereldhandel (circa 5% per maand) en de snelle bijstellingen van de ramingen voor de BBP-groei voor 2009 maken duidelijk dat het thans onmogelijk is om met enige mate van zekerheid een uitspraak te doen over het BBP op langere termijn. Een analyse van landen die eerder een financiële crisis hebben meegemaakt laat

zien dat het BBP waarschijnlijk blijvend op een lager niveau uitkomt, zie paragraaf 2. In dat geval komen de overheidsuitgaven als percentage van het BBP zonder tegenmaatregelen ook blijvend hoger uit. Het is daarom verstandig om nu maatregelen te nemen die wél op termijn zicht geven op herstel van gezonde overheidsfinanciën, maar níet op dit moment leiden tot extra vraaguitval. Dat is ook van belang voor financieringslasten van de staatsschuld, omdat financiële markten vertrouwen moeten houden in de houdbaarheid van de Nederlandse overheidsfinanciën. Vanuit dat perspectief is het vanzelfsprekend ook goed om maatregelen te nemen die het groeivermogen op langere termijn bevorderen.

Wat is in het licht van het voorafgaande een passende loonontwikkeling? In de raming wordt ervan uitgegaan dat als gevolg van de olopende werkloosheid en de lagere inflatie de loonstijging beperkt zal zijn: er is gerekend met een gemiddelde stijging van 1% in nieuwe contracten. Geforceerde extra loonmatiging leidt op korte termijn tot vermindering van de binnenlandse vraag en pas op wat langere termijn tot meer uitvoer en daarmee tot meer werkgelegenheid.²⁵ Extra loonmatiging is daarmee op korte termijn geen antwoord op de vraaguitval: het geraamde effect op BBP is in de eerste twee jaar zeer beperkt, terwijl het risico op deflatie toeneemt. Ook gaat loonmatiging in Nederland, in deze situatie van massale overcapaciteit, direct ten koste van de economie van onze handelspartners.

Tegelijkertijd bestaat er wel een risico dat als gevolg van de crisis de arbeidsproductiviteit blijvend op een lager pad terecht komt. Dat verschil zal op termijn vertaald moeten worden in lagere loonkosten. Met een meerjarig gematigde loonontwikkeling zoals besloten ligt in deze raming, lijkt dat echter al te worden gerealiseerd.

De huidige crisis lijkt in tal van opzichten op die van de dertiger jaren. Toen heeft protectionisme blijvende schade aangericht, doordat ook na de conjuncturele crisis het systeem van internationale handel zich niet meer kon herstellen. In zekere zin is het gebrek aan coördinatie bij het stimuleringsbeleid ook een vorm van protectionisme, omdat onder het mom van een betere *targeting*, vooral binnenlandse sectoren worden gestimuleerd. De inmiddels opgebouwde internationale instituties geven reden tot enige hoop dat de wereld de huidige crisis beter zal hanteren dan die in de jaren dertig, zodat de wereldhandel niet onnodig geschaad wordt. Binnen Europa geeft de interne markt, in combinatie met de Europese instituties in elk geval enige houvast.²⁶

Een specifieke sector in dit opzicht zijn de banken. Financiële crises leiden ertoe dat het bankwezen zich terugtrekt binnen nationale grenzen. Een van de redenen hiervoor is dat banken zich in deze onzekere periode gedekt moeten weten door een geloofwaardige overheid, al was

²⁵ Zie H.C. Kranendonk en J.P. Verbruggen, SAFFIER; Een 'multi purpose'-model van de Nederlandse economie voor analyses op korte en middellange termijn, CPB Document 123, blz. 65, 2006.

²⁶ Volgens een eerdere analyse heeft de extra goederenhandel door de Interne Markt ongeveer 4 à 6% bijgedragen aan het BBP van Nederland. Deze meting betreft 2005, zie: The Internal Market and the Dutch Economy, CPB Document 168, september 2008.

het maar omdat anders de depositohouders in de verleiding zouden kunnen komen hun geld terug te trekken. Herkapitalisatie door de overheid kan er hopelijk voor zorgen dat de kredietverlening op gang blijft. Tegelijkertijd leidt een dergelijke terugtocht naar het thuisland op lange termijn tot welvaartsverlies als de mogelijkheden voor internationale risicospreiding afnemen, met hogere kapitaalskosten als onvermijdelijk gevolg. Het rapport van commissie De Larosière over regulering van en toezicht op de financiële sector veronderstelt dat een volledig geïntegreerd systeem, inclusief regels voor de verdeling van de kosten tussen landen ingeval banken steun nodig hebben, voorlopig niet haalbaar is.²⁷ Dat is jammer, want het is in het belang van alle lidstaten dat een dergelijk systeem er wél komt.

Meer in het algemeen blijft de sanering van het bankwezen een belangrijke prioriteit. De problemen bij de banken zijn de aanleiding tot de huidige crisis. Om uit deze crisis te komen moeten deze problemen worden opgelost. Tegelijkertijd heeft de overheid via haar aandeelhouderschap plotseling een nieuwe rol gekregen, waarop zij vanzelfsprekend niet was voorbereid. Het is in dit verband nuttig lessen te trekken uit de ervaringen van Zweden, zie de analyse daarvan in paragraaf 5.2.

Samenvattend maakt de kredietcrisis coördinatie van het economisch beleid op Europese of zelfs wereldschaal op minstens vier terreinen dringend gewenst. Dat geldt in de eerste plaats voor het budgettair beleid. Enige mate van coördinatie is daar wenselijk omdat stimuleringsbeleid van het ene land positieve effecten heeft op de economie van de buurlanden. Ten tweede moet protectionisme worden tegengegaan. Het uitspreken van goede bedoelingen alleen is onvoldoende, gecoördineerde sancties tegen landen die de regels aan hun laars lappen zijn nodig om op dit terrein succes te boeken. Op derde plaats moet het toezicht minimaal op Europees niveau worden geharmoniseerd en zouden er afspraken moeten komen voor de verdeling van de kosten van steunoperaties in de financiële sector tussen landen. Het vierde punt is hiervoor nog niet aan de orde geweest. Behalve een beleid voor banken, zal er ook moeten worden nagedacht over een Europese beleidslijn in het geval dat een E(M)U-lidstaat onverhoopt in verre gaande financiële moeilijkheden zou komen. Een aantal landen betaalt inmiddels fors hogere rente op staatsleningen dan Duitsland. Op alle vier terreinen loopt de integratie van het politieke systeem niet synchroon met die van de (financiële) markten. Internationale beleidscoördinatie is geen sinecure, maar dat doet niets af aan het belang daarvan.

Hoe heftig de kredietcrisis de Nederlandse economie ook raakt, voor veel mensen blijven de gevolgen vooralsnog beperkt. De banken zijn overeind gehouden, wat wil zeggen dat alle depositohouders (uitgezonderd de zeer grote deposito's bij Icesave) van de gevolgen van de

²⁷ Rapport van de High Level Group on Financial Supervision in the EU, gepubliceerd op 25 februari 2009.

crisis gespaard zijn gebleven. De aandeelhouders van veel banken zijn wel nagenoeg hun hele inleg kwijt. Ten gevolge van de daling van de aandelenkoersen zijn de dekkingsgraden van pensioenfondsen fors afgenomen, zodat de pensioenen de komende jaren naar verwachting niet geïndexeerd zullen worden. Als gevolg van de lagere inflatie zijn de gevolgen voor de koopkracht in de meeste gevallen echter nog te overzien, althans, voor wie zijn baan behoudt. Naarmate de tijd voortschrijdt, zullen de gevolgen van de crisis in de reële economie echter merkbaarder worden, met name op de arbeidsmarkt. De werkloosheid zal scherp oplopen naar niveaus die wij in Nederland sinds 1994 niet meer hebben gekend. Vooral jongeren, allochtonen, en lager opgeleiden zullen de gevolgen hiervan ondervinden. Gerichte initiatieven om deze groepen via scholing of werkervaringsplaatsen op de arbeidsmarkt gericht te houden, zijn daarom een goede vorm van *targeting* van het stimuleringsbeleid, voor de korte én lange termijn.