

Hoofdafdeling(en) : II
Afdeling(en) : IC
Samensteller(s) : Jan Lemmen
Nummer : 81
Datum : 25 november 2003

Schuld- en vermogensposities van de particuliere sector in de Verenigde Staten¹

Dit memorandum is een achtergrondmemorandum bij het kader 'Hebben Amerikaanse gezinnen te hoge schulden?' in het Centraal Economisch Plan 2003. Daarnaast diende het memorandum als bouwsteen voor de Macro Economische Verkenningen 2004. Het doel van dit memorandum is:

1. het verschaffen van indicatoren over schuld- en vermogensposities per sector²,
2. het analyseren van de huidige situatie met behulp van die indicatoren, en
3. het aangeven van de mogelijke gevolgen voor de reële economie op middellange termijn.

¹ De auteur dankt Mayke Kok voor het opmaken van de figuren en tabellen en Wim Suyker en Rocus van Opstal voor hun waardevolle commentaar.

² Hierbij is vooral gebruik gemaakt van de 'Flow of Funds Accounts of the United States, Flows and Outstandings First Quarter 2003' van de Board of Governors of the Federal Reserve System, release 5 juni 2003, <http://www.federalreserve.gov/releases/>

Inhoudsopgave

1	Inleiding	3
2	Waarin schuilt precies de kwetsbaarheid van de economie?	3
2.1	Gezinnen	4
2.1.1	Schuldindicatoren	4
2.1.2	Schuldendienstindicatoren	7
2.1.3	Indicatoren voor bezittingen	8
2.1.4	Beoordeling huidige financiële positie gezinnen	10
2.1.5	Gevolgen financiële positie gezinnen voor de reële economie	11
2.2	Bedrijven	13
2.2.1	Schuldindicatoren	13
2.2.2	Liquiditeits- en solvabiliteitsindicatoren	16
2.2.3	Marktwaaarding- en winstgevendheidindicatoren	20
2.2.4	Beoordeling huidige financiële positie bedrijven	22
2.2.5	Gevolgen financiële positie bedrijven voor de reële economie	25
2.3	Financiële sector	26
2.3.1	De omvang van de kredietverlening	27
2.3.2	Inkomsten- en rentabiliteitindicatoren	28
2.3.3	De liquiditeits- en solvabiliteitsindicatoren	28
2.3.4	Indicatoren voor voorzieningen, afschrijvingen en slechte leningen	30
2.3.5	Beoordeling huidige financiële positie financiële sector	32
2.3.6	Gevolgen financiële positie financiële sector voor de reële economie	33
3	Conclusie	33
	Referenties	34

1 Inleiding

Dit memorandum is een achtergrondmemorandum bij het kader 'Hebben Amerikaanse gezinnen te hoge schulden?' in het Centraal Economisch Plan 2003. Daarnaast diende het memorandum als bouwsteen voor de Macro Economische Verkenningen 2004. Het doel van dit memorandum is:

1. het verschaffen van indicatoren over schuld- en vermogensposities per sector³,
2. het analyseren van de huidige situatie met behulp van die indicatoren, en
3. het aangeven van de mogelijke gevolgen voor de reële economie op middellange termijn.

2 Waarin schuilt precies de kwetsbaarheid van de economie?

Tekorthuishoudingen kunnen door het aangaan van schulden in de vorm van bankkrediet of de uitgifte van schuldpapier middelen krijgen om te investeren of om te consumeren. De risico's voor de economie worden daarbij verspreid naar die huishoudingen die beter in staat of bereid zijn deze te dragen. Overschothuishoudingen krijgen op het geld dat ze uitzetten een beloning in de vorm van rente. Aan het aangaan van schulden zijn dus belangrijke voordelen verbonden.

Maar met de schuldopbouw van tekorthuishoudingen neemt de weerstand van de economie af. Een onverwachte negatieve schok, bijvoorbeeld een abrupte rentestijging of inkomensdaling, kan gezinnen, bedrijven en financiële instellingen (alles bij elkaar: huishoudingen) in moeilijkheden brengen. Tekorthuishoudingen kunnen door twee soorten problemen worden getroffen: liquiditeitsmoeilijkheden en solvabiliteitsmoeilijkheden. In het eerste geval is sprake van tijdelijke betalingsproblemen, terwijl in het tweede geval de kans nihil is dat de huishouding ooit aan zijn betalingsverplichtingen zal kunnen voldoen. De kans op liquiditeits- en/of solvabiliteitsproblemen stijgt naarmate huishoudingen dieper in de schulden steken en daalt naarmate huishoudingen grotere buffers hebben. Buffers zijn de hoeveelheid echte liquiditeiten zoals kasgeld of geldsubstituten en het eigen vermogen. Rationele huishoudingen, dat wil zeggen huishoudingen die vooruitkijken, zullen met buffervorming anticiperen op mogelijke neerwaartse schokken.

³ Hierbij is vooral gebruik gemaakt van de 'Flow of Funds Accounts of the United States, Flows and Outstandings First Quarter 2003' van de Board of Governors of the Federal Reserve System, release 5 juni 2003, <http://www.federalreserve.gov/releases/>.

2.1 Gezinnen

Deze paragraaf brengt de financiële gezondheid van de sector gezinnen in kaart. Zijn in de Verenigde Staten (VS) de huidige schuld- en vermogensposities van gezinnen hoog in historisch perspectief en daarmee een belemmering voor economisch herstel? Hoe zit het met de rente- en aflossingsbetalingen door gezinnen?

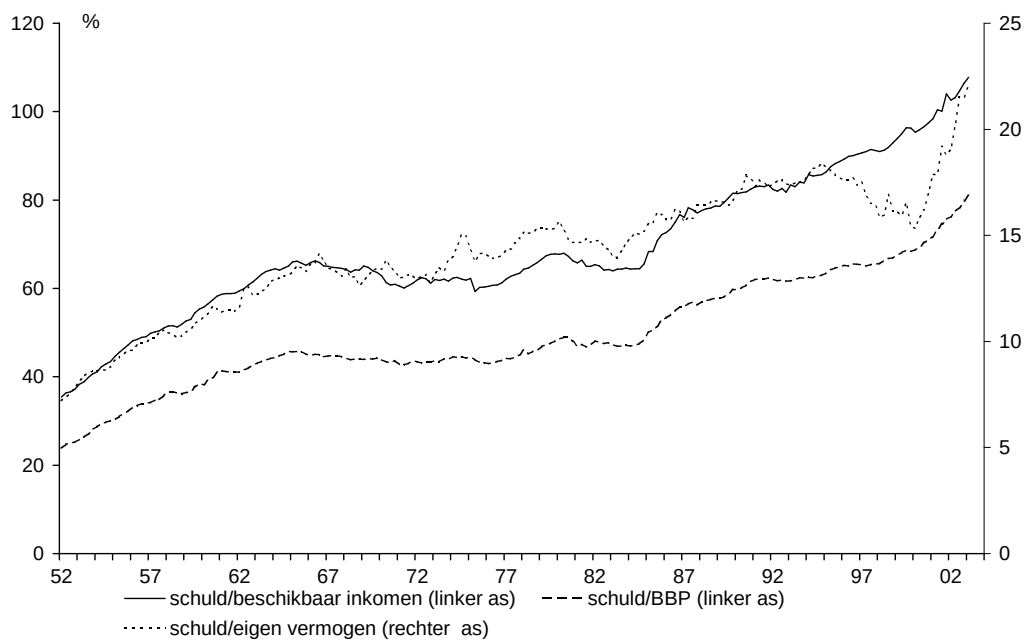
De beoordeling van de financiële gezondheid van gezinnen is gebaseerd op drie groepen van indicatoren: schuldingatoren (paragraaf 2.1.1), schuldendienstindicatoren (paragraaf 2.1.2) en indicatoren voor bezittingen (paragraaf 2.1.3). Paragraaf 2.1.4 gaat in op de huidige financiële positie van gezinnen. Paragraaf 2.1.5 bespreekt de gevolgen voor de reële economie.

2.1.1 Schuldingatoren

Amerikaanse gezinnen hebben thans meer schuld uitstaan dan tijdens de recessie⁴ van begin jaren '90. De schulden van gezinnen zijn in de tweede helft van de jaren negentig sterk toegenomen (zie figuren 2.1 en 2.2). De stijging van de gezinsschuld is voornamelijk te wijten aan de gestegen huizenprijzen en het toegenomen eigenwoningbezit. Door de steeds maar duurdere koopwoningen moesten gezinnen steeds hogere hypotheek afsluiten. De hypotheekschuld steeg tussen eind 1999 en begin 2003 maar liefst van 4528 mld dollar naar 6231 mld dollar – een stijging van 40%. In het eerste kwartaal van 2003 is de totale gezinsschuld zelfs opgelopen tot recordhoogte (bijna 110% van het beschikbare inkomen). Naast hypotheek namen gezinnen in die periode ook veel consumptief krediet op. Consumptief krediet steeg van 1446 mld dollar naar 1781 mld dollar – een stijging van 23%. De stijging in consumptief krediet was kleiner dan de stijging in hypotheekschuld. Gezinnen gebruikten een gedeelte van de opbrengsten van de hypothecaire lening voor de aflossing van het duurdere consumptief krediet.

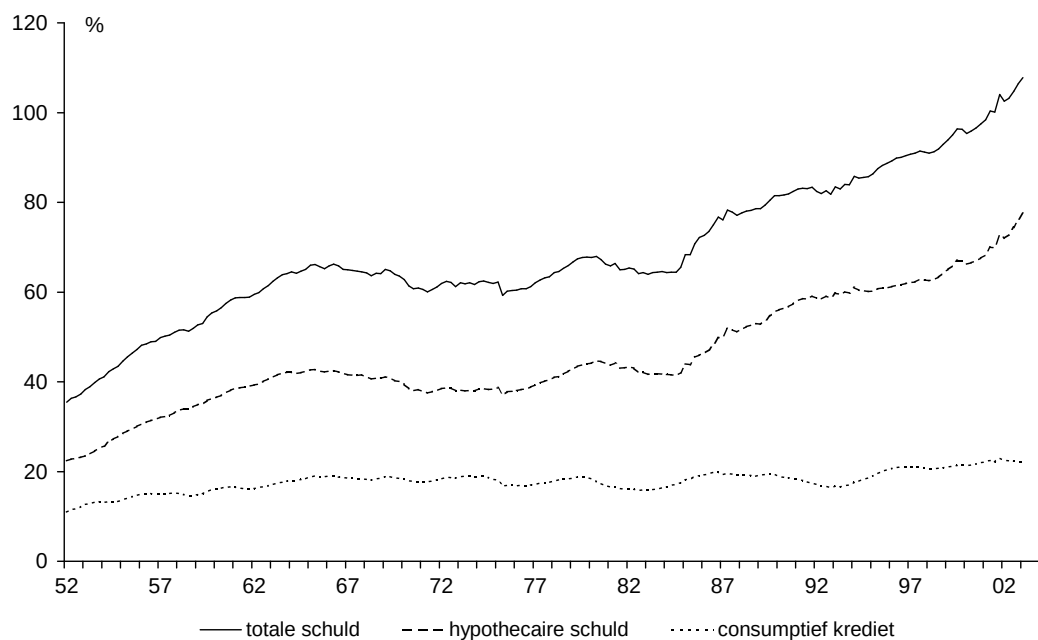
⁴ De recessie startte in het 3^{de} kwartaal van 1990 en duurde tot en met het 1^{ste} kwartaal van 1991.

Figuur 2.1 Schuld gezinnen, 1952-2003



Bron: Board of Governors of the Federal Reserve System, Tabel D.3 Debt Outstanding by Sector en Tabel F.6, line 1 Gross Domestic Product, Tabel B.100, line 43 Net worth en Tabel B.100, line 49 Disposable personal income.

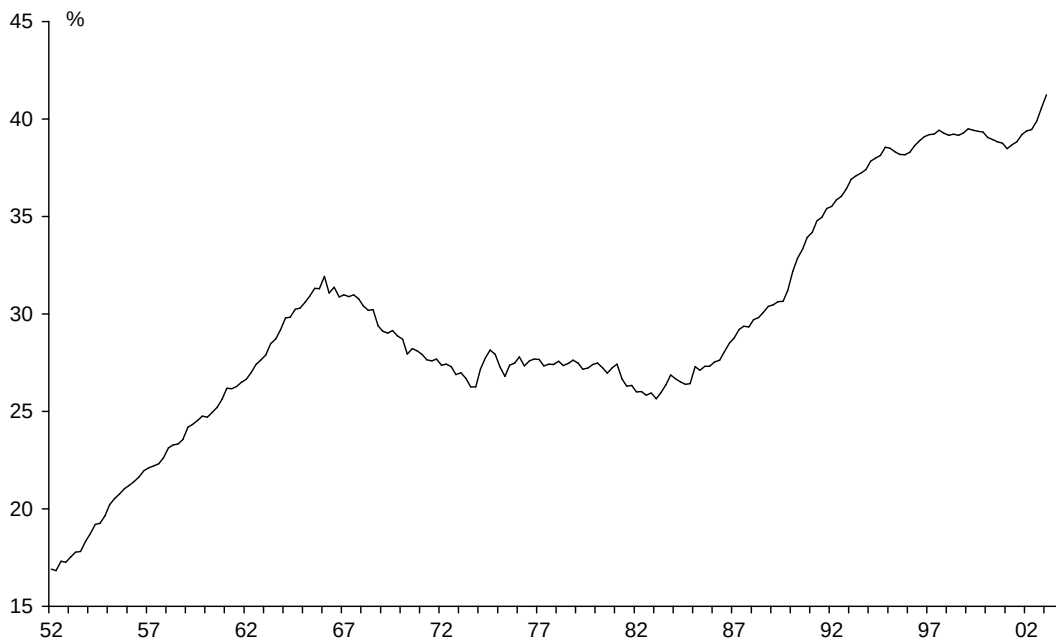
Figuur 2.2 Totale schuld, hypothecaire schuld, consumptief krediet gezinnen, 1992-2003 (in % beschikbaar inkomen)



Bron: Board of Governors of the Federal Reserve System, Debt outstanding by sector, Total households, Home mortgages, Consumer credit

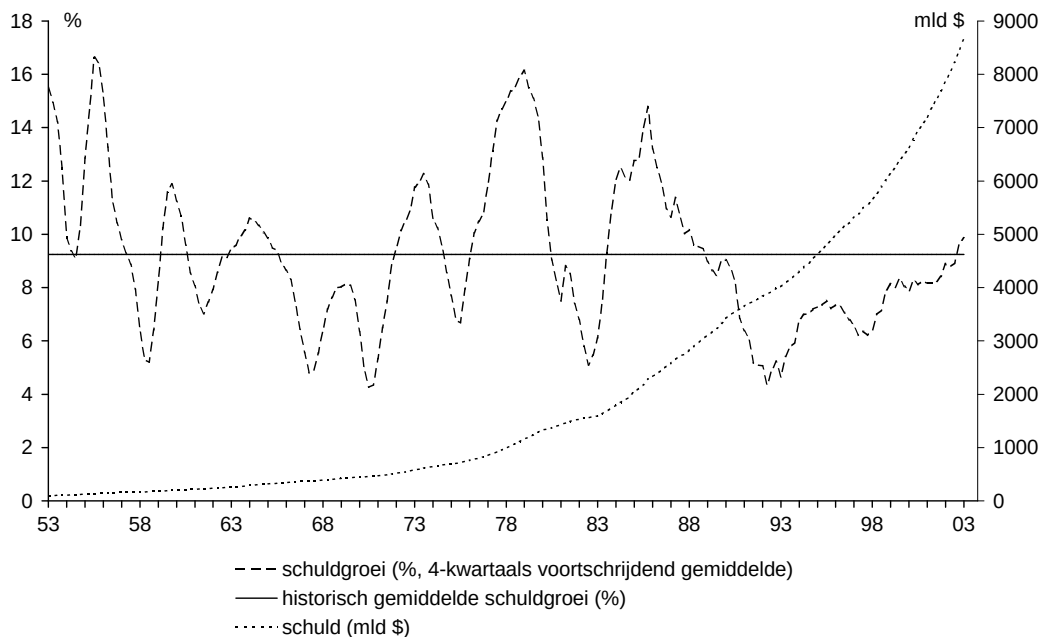
Inmiddels ligt de loan-to-value ratio (uitstaande hypotheekschuld/waarde eigen woningbezit) op het recordniveau van 41% (figuur 2.3). Dit is overigens nog beduidend lager dan bijvoorbeeld in Nederland waar deze ratio boven de 100% ligt.

Figuur 2.3 **Loan-to-value ratio, 1952-2003**



De groeivoet van de gezinsschuld bedroeg 10% in het eerste kwartaal van 2003, wat nog steeds hoger is dan de gemiddelde schuldgroei van 9,2% over de periode 1952-2003 (zie figuur 2.4). De groeivoet van de schuld daalde wel. In het vierde kwartaal van 2002 bedroeg de groeivoet van de schuld nog 11%. De groeivoet van de schuld was alsmaar positief. Het niveau van de gezinsschuld daalde nooit. In het eerste kwartaal van 2003 bedroeg de totale uitstaande gezinsschuld 8666 mld. dollar.

Figuur 2.4 Schuldgroei gezinnen, historisch gemiddelde schuldgroei en schuld gezinnen, 1952-2003

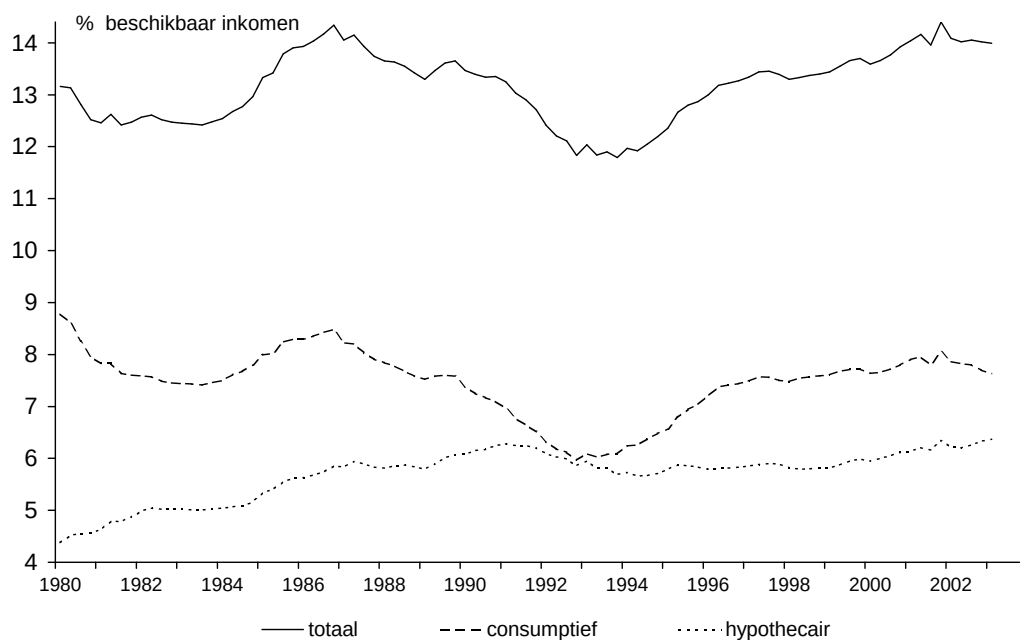


Bron: Board of Governors of the Federal Reserve System, Tabel D.3 Debt Outstanding by Sector, Households Total.

2.1.2 Schuldendienstindicatoren

De schuldendienst van gezinnen, dat wil zeggen de rente- en aflossingsbetalingen op schuld, bevindt zich eveneens op een historisch hoog niveau (zie figuur 2.5). De stijging van de schuldendienst bleef nog beperkt door de zeer lage renteniveaus. Door het lagere rentepeil bleven de kosten van hypothecair krediet in verhouding tot het beschikbare inkomen in het eerste kwartaal van 2003 stabiel. Het was aantrekkelijk hypotheek over te sluiten. Dit is het aangaan van een hypotheek bij dezelfde of een andere hypotheekverstrekker voor hetzelfde bedrag tegen betere voorwaarden. De schuldendienst van consumptief krediet is zelfs licht gedaald.

Figuur 2.5 Schuldendienst gezinnen, 1980-2003



Bron: Tabel Household Debt-Service Burden, <http://www.federalreserve.gov/releases/housedebt/default.htm>.

2.1.3 Indicatoren voor bezittingen

Tegenover de gestegen gezinsschulden stond een forse stijging van hun bezittingen (vermogen). Eind jaren negentig is het vermogen van gezinnen explosief gestegen (zie figuur 2.6). De totale bezittingen van Amerikaanse gezinnen zijn tussen begin 1992 en eind maart 2000 met ongeveer 95% toegenomen, van 25879 mld dollar naar 50250 mld dollar. Vooral de bezittingen eigen woning en aandelen zijn in deze periode fors toegenomen. Gezinnen profiteerden van de zeer sterke stijging van de huizenprijzen en de aandelenkoersen. Op grond van de vermogenswinsten op hun bezit aan huizen en aandelen voelden gezinnen zich rijker. Gezinnen vergrooten dan ook hun bestedingen.

Ondanks de sluipende beurskrach sinds begin 2000 bedroegen de totale bezittingen van gezinnen in maart 2003 nog altijd circa 600% van het beschikbare gezinsinkomen. Dit was wel 125%-punt lager dan tijdens de piek in december 1999. Dit kwam vooral door koersverliezen op aandelenbeleggingen. De daling in het aandelenvermogen werd daarbij gedeeltelijk gecompenseerd door de toename in het huizenvermogen. Ook hielden gezinnen meer middelen aan in de vorm van deposito's en andere liquide activa.

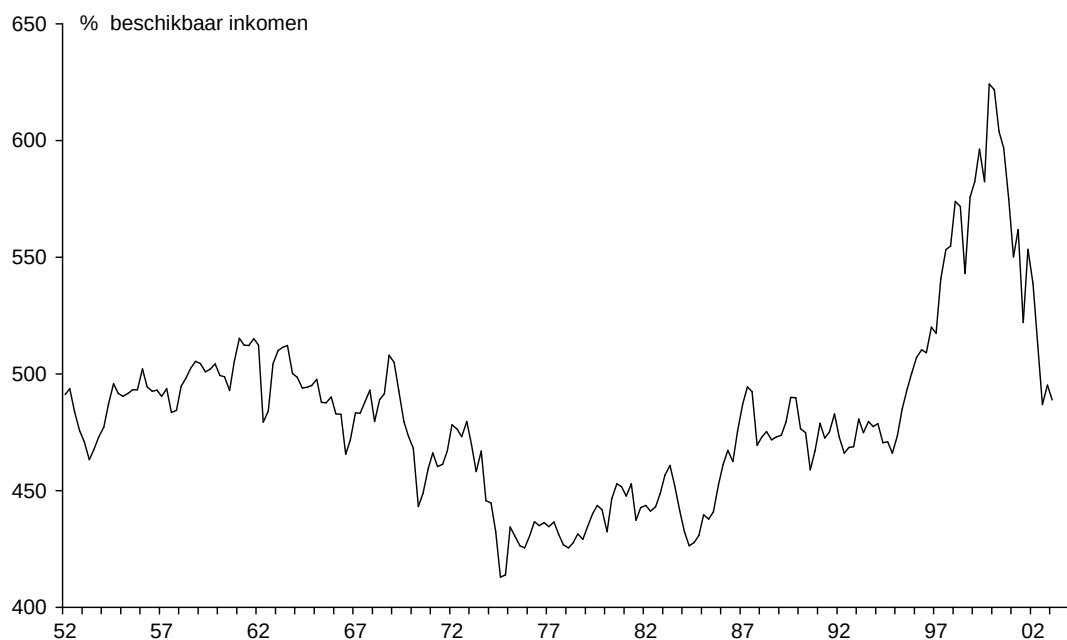
Figuur 2.6 Bezittingen en schulden van gezinnen, 1952-2003



Bron: Board of Governors of the Federal Reserve System, Tabel B.100, Line 1 Assets, Line 32 Liabilities, Line 43 Net worth.

Het netto vermogen van gezinnen, het saldo van bezittingen en schulden, bedroeg eind 2002 490% van het beschikbare gezinsinkomen, 135%-punt lager dan eind 1999 (zie figuur 2.7). Dat kwam zoals gezegd zowel door de koersverliezen op aandelen als door de toename van de schulden. Het netto vermogen bevindt zich na de piek in 2000 thans weer op het niveau van 1995. Het netto vermogen daalde in het eerste kwartaal van 2003 toch weer aanzienlijk, met ongeveer 6%-punt ten opzichte van het vierde kwartaal van 2002.

Figuur 2.7 Netto vermogen gezinnen, 1952-2003



Bron: Tabel B.100, line 43 Net worth.

Bijna éénderde van de bezittingen van Amerikaanse gezinnen bestaat uit het bezit van een eigen woning (zie tabel 2.1). Aandelen zijn ook een belangrijk bestanddeel van het vermogen van gezinnen. Gezinnen vertrouwen ook aan pensioenfondsen en levensverzekeraars in de vorm van premies aanzienlijke middelen toe. Deze premieafdrachten leiden tot (toekomstige) aanspraken op pensioen en lijfrente.

**Tabel 2.1 De ontwikkeling van enkele belangrijke vermogensbestanddelen, 1998-2003K1
(in % van totale bezittingen)**

	Onroerend goed	Aandelen	Deposito's	Aanspraken op levensverzekeraars	Aanspraken op pensioenfondsen
1998	24,4	21,5	8,9	1,7	18,6
1999	24,1	23,0	8,6	1,6	18,6
2000	24,5	23,4	8,5	1,6	18,4
2001	27,8	18,5	9,6	1,8	17,8
2002	30,2	15,6	10,3	1,9	17,1
2003K1	31,3	10,9	14,1	2,0	16,5

2.1.4 Beoordeling huidige financiële positie gezinnen

De verslechtering van de balans van gezinnen zette zich in 2003 voort. Het netto vermogen daalde in het eerste kwartaal van 2003 met 6%-punt tot 489% van het beschikbare inkomen.

Opnieuw stegen in het eerste kwartaal de schulden van gezinnen als percentage van hun inkomen, zij het iets minder sterk dan in het vierde kwartaal van 2002. De stijging van de huizenprijzen is iets getemperd. De aandelenkoersen daalden aanvankelijk tijdens de Irak-crisis, maar herstelden daarna fors. Op grond van de ontwikkeling van de huizenprijzen, obligatiekoersen, aandelenkoersen en rentevoeten mag worden aangenomen dat het totale vermogen in het tweede kwartaal van 2003 niet verder is afgenomen. De schuldendienst van gezinnen bleef waarschijnlijk stabiel op ongeveer 14% van het beschikbare inkomen. De huidige historisch lage rentes betekenen dat gezinnen grotere hoeveelheden aan nominale schuld kunnen dragen. De hogere lasten van nominale schuldaflossing worden immers gecompenseerd door de lagere rentelasten.⁵

2.1.5 Gevolgen financiële positie gezinnen voor de reële economie

De effecten op de reële economie van de hoge schulden van Amerikaanse gezinnen zijn erg moeilijk aan te geven.⁶ Hoge schulden maken gezinnen kwetsbaar voor abrupte stijgingen in rentes en dalingen in inkomen en vermogen. Echter, de schulden en ook het vermogen zijn scheef verdeeld. Gezinnen met de hoogste inkomens zijn goed voor de meeste schulden. Datzelfde is het geval voor het vermogen in aandelen. Op dit moment lijkt het risico van betalingsmoeilijkheden als gevolg van een te zware schuldenlast van gezinnen voor de reële economie dan ook niet zo groot.⁷ De gedaalde aandelenkoersen hadden tot nu toe een negatieve invloed op de consumptie. Het negatieve bestedingseffect van de daling in het aandelenbezit werd daarbij nog gecompenseerd door het positieve bestedingseffect van de stijging in het woningbezit (zie kader 'Hebben Amerikaanse gezinnen te hoge schulden?' in CEP 2003, CPB 2003a, blz. 43).⁸ Maar de grote koersverliezen op aandelenmarkten lijken intussen voorbij. Gezinnen zullen naar verwachting minder kunnen profiteren van de overwaarde van hun huizen. Dat geldt in sterkere mate bij de in de MEV 2004-raming verwachte oplopende rentes. De lange rente beïnvloedt namelijk direct het proces van overwaardeverzilvering: hypotheekoversluitingen worden rekentechnisch minder aantrekkelijk en waardetechnisch – de prijsontwikkeling van woningen komt door een hogere rente onder druk te staan – minder

⁵ In het IMF (2003a, blz. 99), Global Financial Stability Report van maart 2003 wordt gesteld dat de financiële positie van gezinnen zich iets heeft verbeterd maar dat hun financiële positie nog steeds kwetsbaar is. Het IMF onthield zich in het maart rapport evenwel van uitspraken over de gevolgen voor de economie van de kwetsbare financiële positie van gezinnen. In de zogenoemde Artikel IV consultatie van de Verenigde Staten onderstreepte het IMF nogmaals het belang van de huizenmarkt voor de binnenlandse vraag door gezinnen (IMF, 2003d).

⁶ De bestedingen van Amerikaanse gezinnen maken bijna 30% uit van het totale BBP van de ontwikkelde landen (DNB, 2003, blz. 7), en ongeveer 70% van het Amerikaanse BBP (The Economist, 2003, blz. 59).

⁷ Helaas kunnen uit macrodata afbetalingsmoeilijkheden van gezinnen slechts beperkt worden afgelezen. Maar uit onderzoek van Aizorbe (2003) met behulp van microdata bleek dat de toename van de schuld vooral bij de hoge inkomens is geconcentreerd. Op korte termijn hoeft dus niet voor grootschalige betalingsmoeilijkheden te worden gevreesd.

⁸ Daarbij is aangenomen dat de consumptie-elasticiteit van het vermogen in huizen minstens tweemaal zo groot is als die van het vermogen in aandelen (zie Case, Quigley en Shiller, 2001).

mogelijk. Gezinnen zullen ook eerder trachten hun duurder wordende creditcardschuld af te lossen.

Een daling van de huizenprijsinflatie (of erger een daling van de huizenprijzen) zou de bereidheid van banken en andere kredietverstrekkers om krediet te verlenen sterk kunnen verminderen. Dat zou een rem op verdere huizenprijsstijgingen kunnen zetten. Deze interactie tussen bankkrediet en huizenprijzen (het ‘financial accelerator’ effect) kan uiteindelijk zeer schadelijk voor de economie zijn.⁹ Maar volgens het IMF (2002, blz. 17) is de vraag naar huizen fundamenteel sterk zodat een abrupte huizenprijsdaling niet waarschijnlijk is.¹⁰

Voor de conjuncturele vooruitzichten is het ook van belang of gezinnen hun vermogenspositie zullen versterken door besparingen, het alternatief voor consumptie, te vergroten. Door grotere spaarbuffers aan te houden kunnen gezinnen het liquiditeitsrisico in slechte tijden verminderen. De spaarquote lag begin 2003 met circa 3% nog lang niet op het historische gemiddelde van 5½%. De gezinsbesparingen daalden sinds 1992 voortdurend. Pas begin 2000 kwam daaraan een einde (zie figuur 2.8). De verwachting is dat gezinnen weer meer geneigd zijn zelf te gaan sparen na de daling van hun toekomstige aanspraken op pensioenuitkeringen en de genoten verliezen op hun aandelenbezit (zie tabel 2.1). De besparingen van gezinnen – die gedaald waren tot 2% – stegen begin 2003 tot ongeveer 3½%.

⁹ Fisher (1933) gebruikte dit effect in zijn schulddeflatietheorie om de Grote Depressie te verklaren. Zie tevens Bernanke en Gertler (1989), Kiyotaki en Moore (1997) en Bernanke, Gertler en Gilchrist (1998) voor een moderne versie van dit effect.

¹⁰ Het IMF noemt als redenen hiervoor onder meer:

- Het vrijwel gelijk opgaan van de groei van het aantal huishoudingen (7,1 miljoen) met de groei van de huizenvoorraad (7,3 miljoen eenheden).
- Het bereikbaar worden van huizenbezit voor meer mensen. Hogere inkomens en lagere hypotheekrentes bevorderen koop in plaats van huur.

Figuur 2.8 **Besparingen gezinnen, 1952-2003**



Bron: Board of Governors of the Federal Reserve System, Tabel F.100 Line 1 Personal income, line 5 Personal Saving (NIPA), Tabel F.6, line 1 Gross Domestic Product.

2.2 Bedrijven

Deze paragraaf analyseert de financiële gezondheid van de sector bedrijven. Zijn in de VS de huidige schuld- en vermogensposities van bedrijven hoog in historisch perspectief en daarmee een belemmering voor economisch herstel? Hoe zit het met de rente- en aflossingsbetalingen door bedrijven? De beoordeling van financiële gezondheid van het bedrijfsleven is meestal gebaseerd op een drietal groepen van indicatoren: schuldindicatoren (paragraaf 2.2.1), liquiditeits- en solvabiliteitsindicatoren (paragraaf 2.2.2) en indicatoren voor marktwaardering en winstgevendheid (paragraaf 2.2.3). Paragraaf 2.2.4 gaat in op de huidige financiële positie bedrijven. Paragraaf 2.2.5 bespreekt de gevolgen daarvan voor de reële economie.

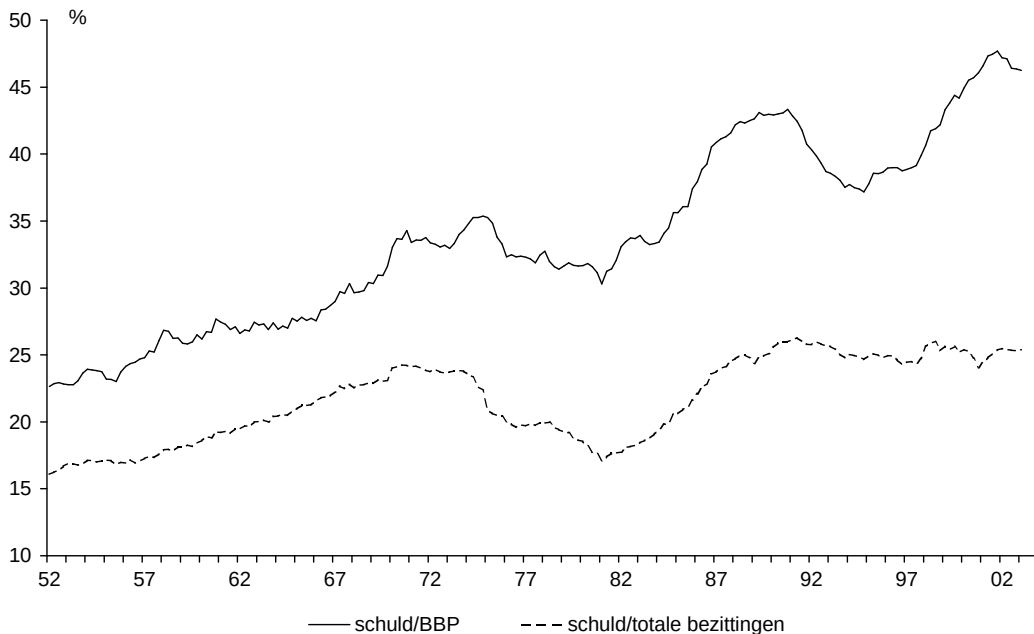
2.2.1 Schuldindicatoren

Klassieke schuldindicatoren in het bedrijfsleven zijn de schuld/BBP ratio, de schuld/totale bezittingen ratio, en de schuld/eigen vermogen ratio. De uitstaande schulden van bedrijven als percentage van het BBP zijn, net als die van gezinnen, sinds midden 2000 sterk opgelopen (zie figuur 2.9).¹¹ Sinds eind 1994 is de totale schuld van bedrijven toegenomen van circa 37% tot 47% van het BBP in het vierde kwartaal van 2001. De totale schuld van bedrijven daalde licht

¹¹ Meer vreemd vermogen is aangetrokken onder meer om fusies en overnames te financieren.

in 2002 en stabiliseerde zich in begin 2003. De stijging van de schuld in verhouding tot de waarde van de totale bezittingen was relatief beperkt. Dit kwam vooral door de grote uitgifte van nieuwe aandelen door bedrijven.

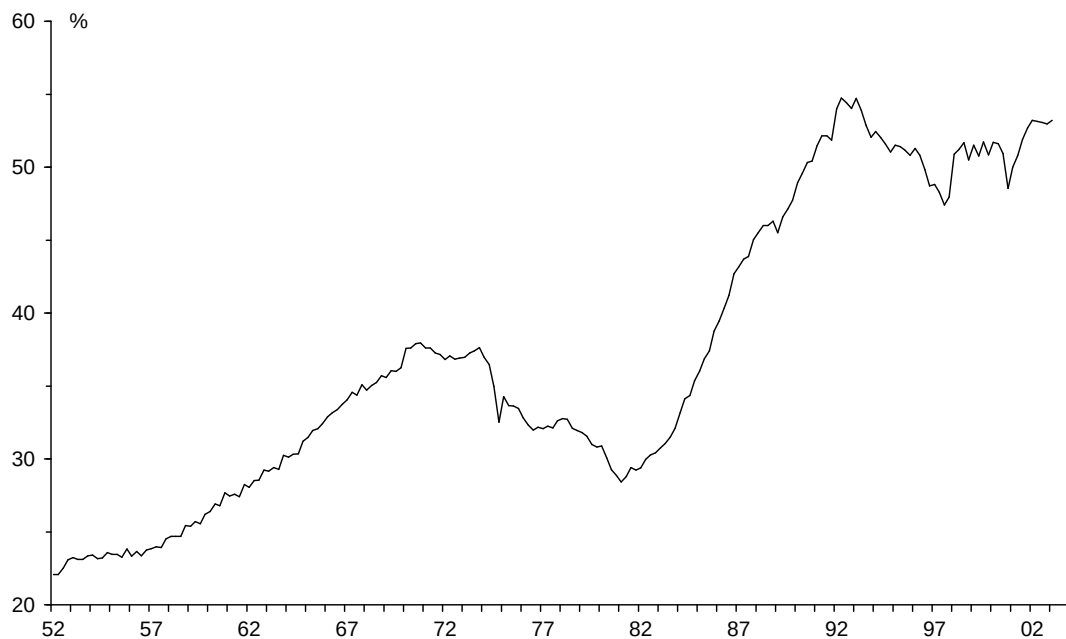
Figuur 2.9 **Schuld bedrijven, 1952-2003**



Bron: Board of Governors of the Federal Reserve System, Tabel D.3 Debt Outstanding by Sector en Tabel F.6, line 1 Gross Domestic Product, Tabel B.102 line 1 Assets.

De schuld van bedrijven uitgedrukt in de marktwaarde van het eigen vermogen is gestegen tot het historisch hoge niveau van 53,2% in maart 2003 (figuur 2.10). Dit hoge ratio impliceert dat de financiële fragiliteit van het Amerikaanse bedrijfsleven groot is. Bedrijven met veel schulden zijn bijzonder kwetsbaar tijdens een economische teruggang omdat de schuldendienst niet snel kan worden verminderd (Osler en Hong, 2000).

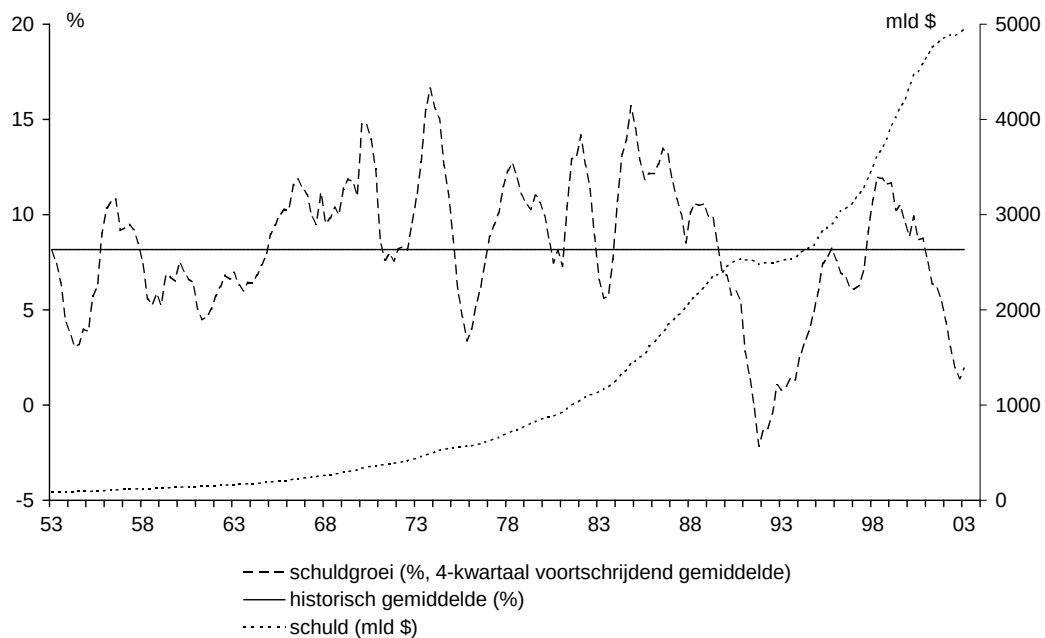
Figuur 2.10 De ratio van schulden en eigen vermogen van bedrijven, 1952-2003



Bron: Board of Governors of the Federal Reserve System, Tabel B.102, Line 21 Credit market instruments en Line 31 Net worth (market value).

De groei van de schuld nam sinds 1999 sterk af (zie figuur 2.11).

Figuur 2.11 Schuldgroei bedrijven, 1953-2003



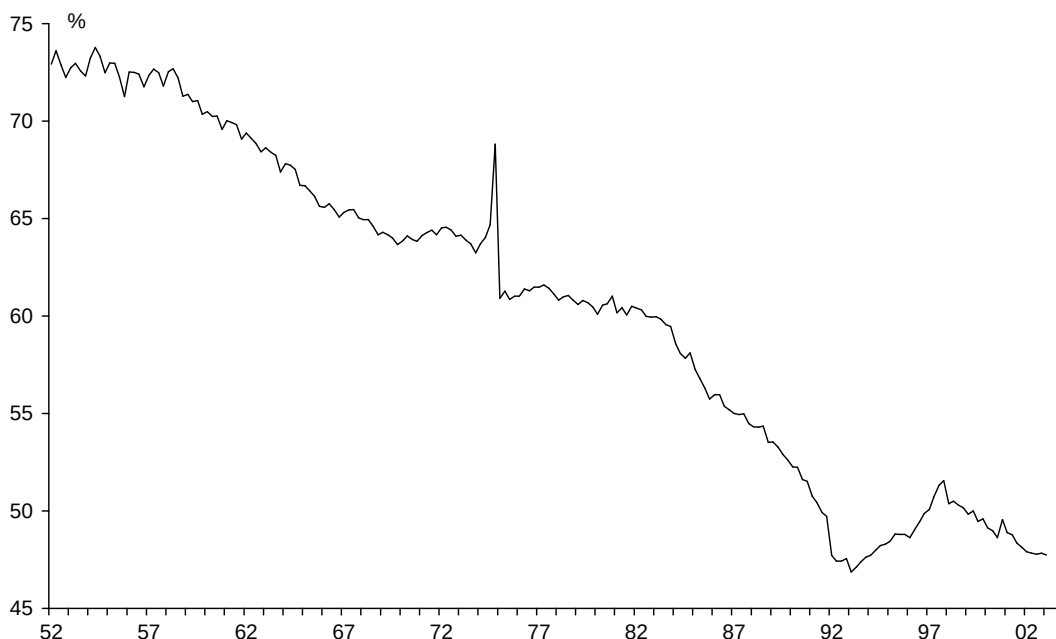
Bron: Board of Governors of the Federal Reserve System, Tabel D.1 Debt Growth by Sector

2.2.2 Liquiditeits- en solvabiliteitsindicatoren

Een bedrijf staat drie inkomstenbronnen ter beschikking om de schuld af te lossen en de rente op schuld te betalen: (i) lopende inkomsten, dat wil zeggen de winsten uit normale bedrijfsactiviteiten, (ii) nieuwe leningen of nieuwe uitgifte van schuldtitels, en (iii) opbrengsten uit de verkoop van bezittingen¹². Het opdrogen van (een combinatie van) deze drie bronnen zou liquiditeits- of solvabiliteitsproblemen van bedrijven kunnen inluiden

De recente forse afname van de aangroei van de schuld is niet voldoende om de voortdurende daling van de solvabiliteitsratio te stoppen. Deze verhouding tussen de marktwaarde van het eigen vermogen en het totale vermogen (het balanstotaal) bereikte door de val van de aandelenkoersen begin 2003 een dieptepunt (zie figuur 2.12). Alleen in de periode '92-'93 was de solvabiliteitsratio nog iets lager. Door de stijgende beurskoersen werd tot voor kort nog voorkomen dat de solvabiliteitsratio van bedrijven te sterk verminderde. Maar de dalende aandelenkoersen sinds 2000 en de terugval van de winsten tastten de solvabiliteit van het bedrijfsleven aan. Het uitstaande aandelenkapitaal van bedrijven is minder waard geworden. En de dalende winsten beperken de mogelijkheid om via ingehouden winsten de aangroei van het eigen vermogen te vergroten en daarmee de solvabiliteit te versterken.

Figuur 2.12 De solvabiliteitsratio van het Amerikaanse bedrijfsleven, 1952-2003



Bron: Board of Governors of the Federal Reserve System, Tabel B.102, Line 1 Assets en Line 31 Net worth (market value).

¹² Er rest debiteuren soms weinig anders dan activa te verkopen, wat het gevaar van koersdalingen (activadeflatie) oproept.

In de kredietvoorwaarden van banken is de rentedekkingsratio een veel gebruikte maatstaf voor de betaalcapaciteit van bedrijven (figuur 2.13).¹³ Dit is de ratio van de winsten voor aftrek van rente en belastingen plus voorraadherwaardering ten opzichte van de rente-uitgaven. De rentedekkingsratio geeft aan of bedrijven in staat zijn de schuldendienst te betalen. De ratio geeft dus ook een indicatie voor de liquiditeitspositie van een bedrijf. De rentedekkingsratio is de afgelopen jaren geleidelijk verslechterd, aanvankelijk door de sterke schuldopbouw en meer recentelijk tevens door de daling van de winsten. In 1996 stond de ratio nog op 7,8. Dat kwam door de grote winsten en de lage reële rentes. Al tijdens de aandelenhausse zette de ratio evenwel een dalende lijn in. Deze daling van de rentedekking was al ruim voor de conjuncturele neergang zichtbaar, wat mogelijk het vooruitlopende karakter van deze indicator aangeeft. De scherpe daling van de rentedekking vanaf 2000 werd voornamelijk veroorzaakt door de daling van de bedrijfswinsten. Ondanks de winstval schommelt de rentedekking met een factor 2,8 in 2001 (het laatste jaar waarvoor cijfers beschikbaar zijn) rond het niveau dat gebruikelijk is op het dieptepunt van een neergang. Dit is mede te danken aan het lage renteniveau, dat de forse rente-uitgaven nog enigszins verlichtte.

Figuur 2.13 Rentedekkingsratio, 1987-2001

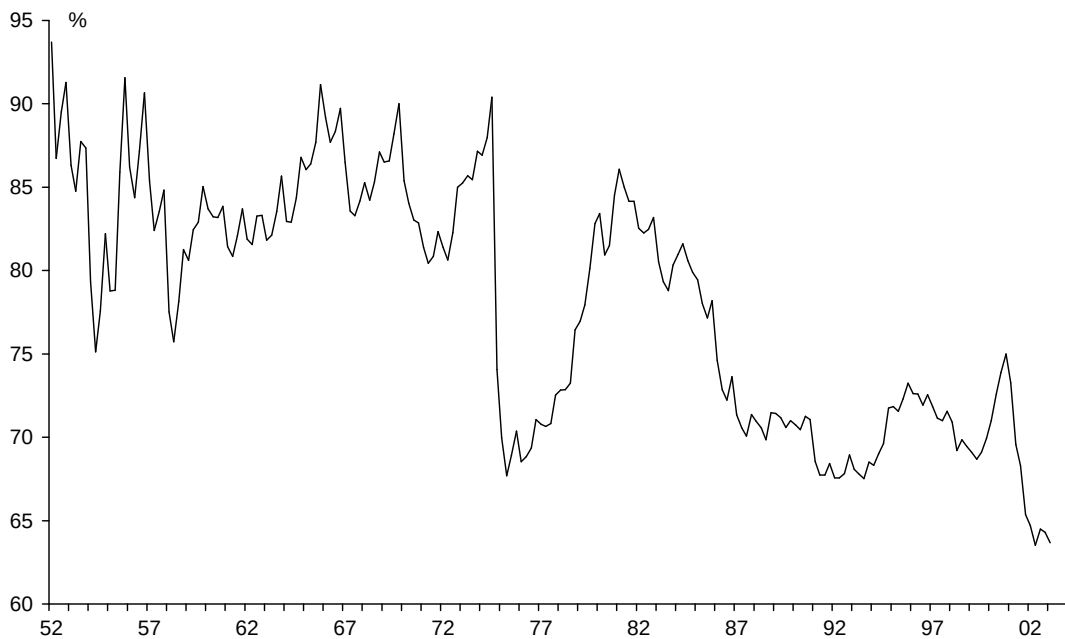


Bron: Bureau of Economic Analysis, Table 8,20, Interest Paid and Received by Sector and Legal Form of Organization, line 60, Net interest Corporate business, en Table 6.17C. Corporate Profits Before Tax by Industry, line 1.

¹³ Deze figuur is gemaakt met jaarcijfers en eindigt in 2001. Kwartaalcijfers en langere reeksen zijn niet beschikbaar.

Een andere indicator voor de liquiditeitspositie van het bedrijfsleven is de ratio van de korte schuld ten opzichte van de totale schuld (zie figuur 2.14). Veel bedrijven hebben sinds de tweede helft van 20002 geprofiteerd van de lage lange rente door korte schulden om te zetten in langlopende schulden.

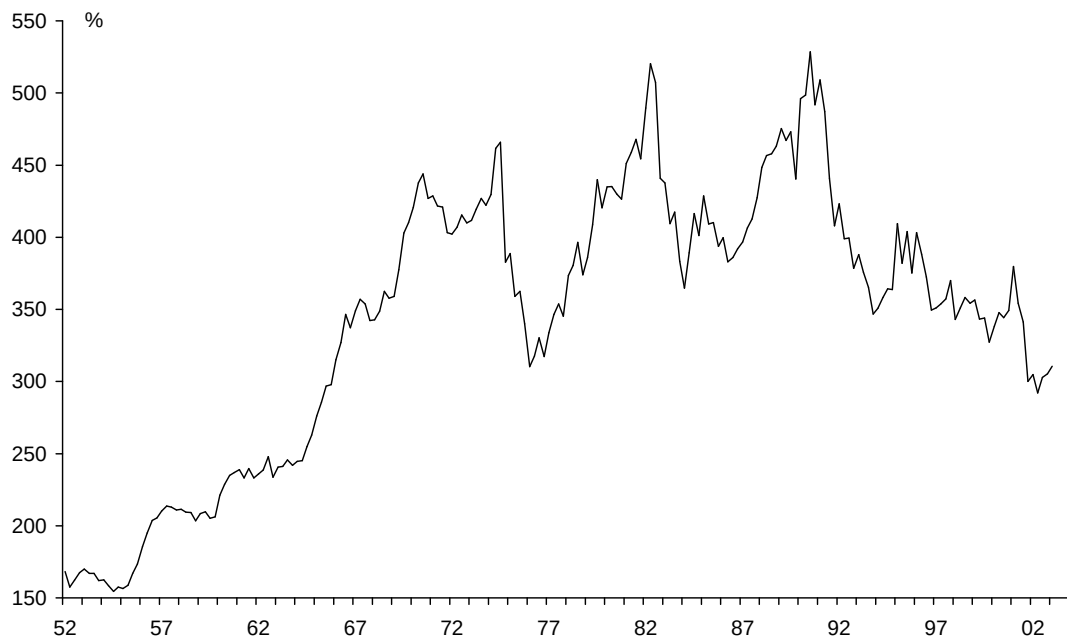
Figuur 2.14 Korte schulden/totale schulden ratio bedrijven, 1952-2003



Bron: Board of Governors of the Federal Reserve System, Tabel L.102, Line 44 Total short-term liabilities en line 20 Total liabilities.

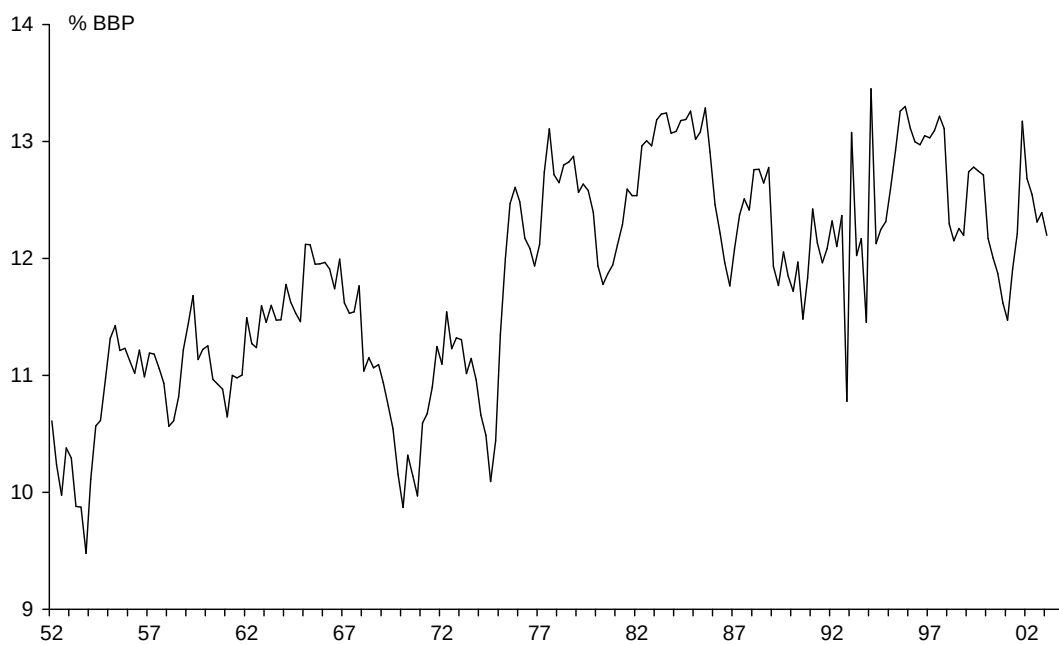
De ratio van korte schulden ten opzichte van liquide activa is eveneens een indicator voor de liquiditeitspositie van het bedrijfsleven (zie figuur 2.15). De daling van dit ratio weerspiegelt echter niet alleen een sterke toename van de aangehouden liquide activa maar ook een terugval in de korte schulden. Bedrijven trachten door korte schulden te verminderen het herfinancieringsrisico's zoveel mogelijk te beperken. Het herfinancieringsrisico is het risico dat kredietverstrekkers na het vrijvallen van de korte schuld deze niet meer herfinancieren. De besparingen van bedrijven zijn vrij stabiel en geven geen aanleiding tot bezorgdheid over het liquiditeitsrisico van bedrijven (zie figuur 2.16)

Figuur 2.15 Korte schulden/liquide activa ratio bedrijven, 1952-2003



Bron: Board of Governors of the Federal Reserve System, Tabel L.102, Line 44 Total short-term liabilities en Line 45 Total liquid assets.

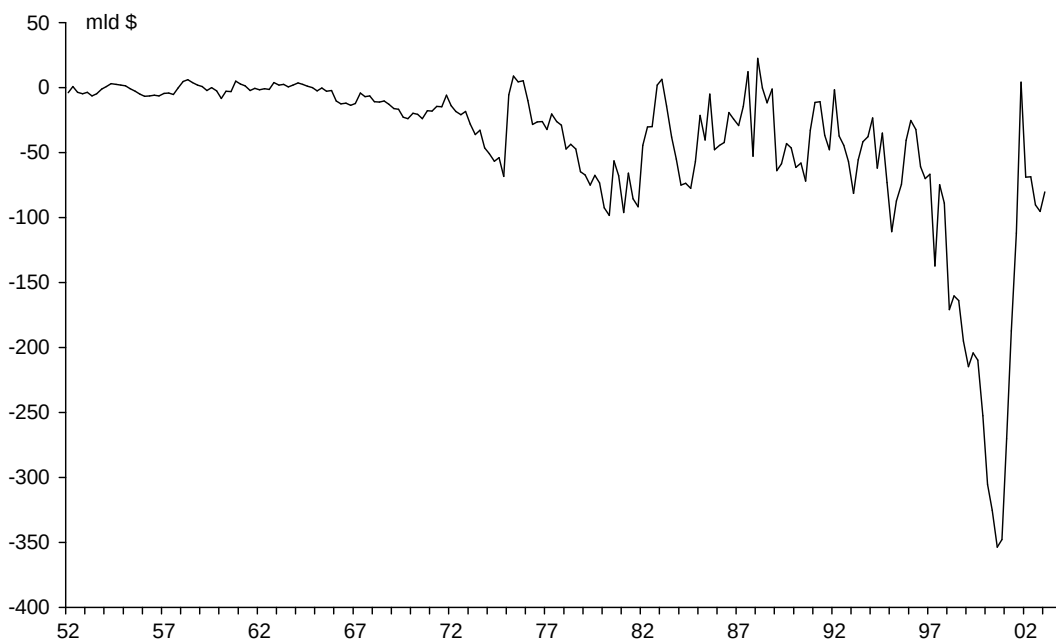
Figuur 2.16 Besparingen bedrijven, 1952-2003



Bron: NIPA.

Het Amerikaanse bedrijfsleven had eind maart 2003 een financieringstekort van 82,3 mld dollar (zie figuur 2.17). Dit tekort is gelijk aan het verschil tussen de interne middelen minus de totale bruto investeringen in vaste activa en voorraden. Bedrijven financierden dit tekort grotendeels door de uitgifte van nieuwe bedrijfsobligaties, door de verkoop van liquide middelen, door meer rood te staan op de rekening courant bij de bank en door nieuwe hypothecaire leningen. De posten nieuw bankkrediet en nieuwe aandelen waren per saldo negatief.¹⁴ Bedrijven lopen natuurlijk meer risico's als hun financieringstekort toeneemt. Maar de toename van het financieringstekort duidt ook op een toenemende financieringsbehoefte van bedrijven, een teken dat bedrijven de economische vooruitzichten weer wat rooskleuriger inzien. Hier.

Figuur 2.17 Financieringssaldo, 1952-2003



Bron: Tabel F.102, Nonfarm nonfinancial corporate business, Line 58 Financing gap.

2.2.3 Marktwwaardering- en winstgevendheidindicatoren

Het tekortschieten van de winsten als inkomstenbron voor de betaling van rente en aflossing kan problemen opleveren (liquiditeitsmoeilijkheden). De bedrijfswinsten bedroegen op hun piek in 1997 circa 10% van het Amerikaanse BBP (zie figuur 2.18).¹⁵ Maar de winsten in de ICT-sector en later in de gehele bedrijvensector stonden sterk onder druk door de sterke concurrentie en de overcapaciteit die ondernemingen tot prijsverlagingen dwong. Na het inzakken van de

¹⁴ Het financieringstekort in de tweede helft van de jaren '90 werd voornamelijk gefinancierd met aandelen en niet met bedrijfsobligaties en bankkrediet.

¹⁵ Volgens het Amerikaanse Bureau for Economic Analysis is de winst voor aftrek van rente en belastingen plus voorraadherwaardering een goede maatstaf voor de echte winsten van bedrijven.

aandelenhausse bleven sommige bedrijven zitten met hoge schulden in combinatie met overcapaciteit.

Figuur 2.18 Winsten bedrijven, 1952-2003



Bron: NIPA, Distribution of National Income: Corporate profits with inventory valuation adjustment, (Mil. \$, SAAR).

De winsten zijn tevens belangrijk voor de aangroei van het eigen vermogen (solvabiliteit) en de financiering van nieuwe investeringen. Het verminderde vermogen om investeringen te financieren uit ingehouden winsten is des te nijpender, omdat alternatieve financieringsbronnen eveneens moeilijker zijn aan te spreken dan in de jaren van hoogconjunctuur. Door de beursmalaise is het uitgeven van aandelen niet erg aantrekkelijk. Het aantal aandelenemissies van niet-financiële bedrijven op de Amerikaanse beurs is dan ook sterk teruggelopen. In het eerste kwartaal van dit jaar zijn er amper emissies geplaatst. Bedrijven zouden de investeringen ook kunnen financieren door extra te lenen bij banken. Banken zijn momenteel echter minder geneigd kredieten te verstrekken. Sinds vorig jaar groeit het aantal bankleningen aan bedrijven amper.¹⁶ Uit de kwartaalenquête kredietverlening van de Board of Governors of the Federal Reserve System¹⁷ blijkt evenwel dat de Amerikaanse banken in april de criteria voor kredietverlening aan bedrijven iets hadden verzacht.

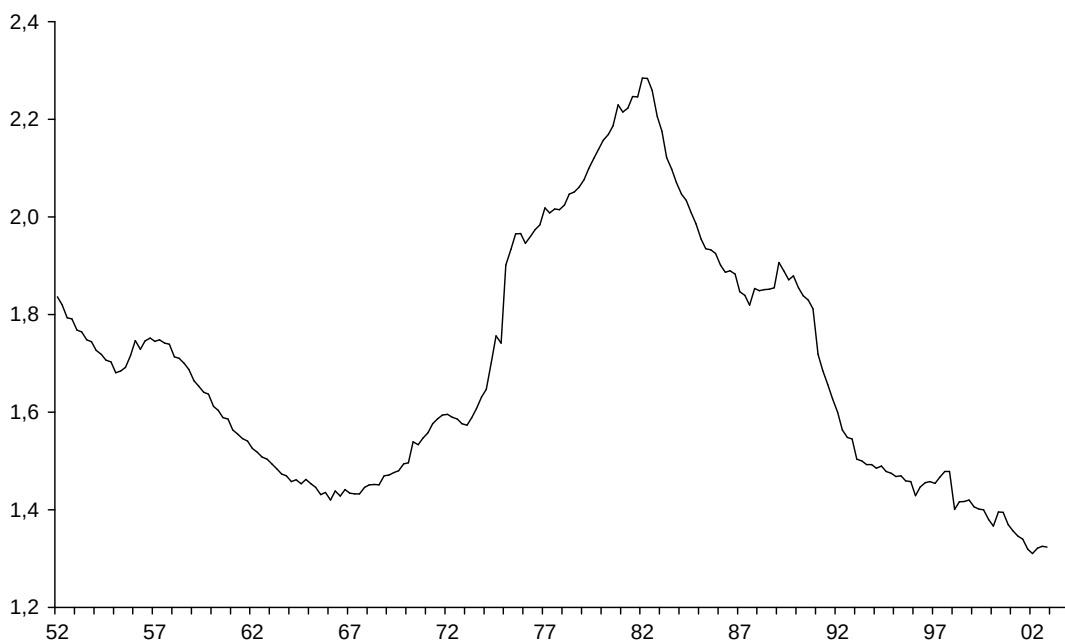
De winstgevendheid van toekomstige investeringen, zoals aangegeven door Tobin's q , dat wil zeggen de verhouding tussen de marktwaarde van het eigen vermogen en de boekwaarde van

¹⁶ Natuurlijk wordt dit ook veroorzaakt door een verminderde vraag naar kredieten door bedrijven.

¹⁷ The April 2003 Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices.

het eigen vermogen, is ook een cruciaal getal voor investeringen. Voor een ondernemer in een markt met volledige mededinging geldt dat deze (bij afnemende meeropbrengsten en afwezigheid van aanpassingskosten) investeert zolang de waarde van het geïnvesteerd kapitaal groter is dan de waarde van de kapitaalgoederenvoorraad, dat wil zeggen zolang Tobin's q groter is dan één. De Tobin's q is aanmerkelijk gedaald en heeft in historisch perspectief een zeer lage waarde bereikt (zie figuur 2.19). Beleggers schatten de verwachte winsten van toekomstige investeringen blijkbaar laag in. Daarmee daalt de netto contante waarden van nieuwe investeringsprojecten (tellereffect). Dit zou kunnen leiden tot uitstel van nieuwe investeringen die (toekomstige) inkomsten genereren (Byrne en Davis, 2002, Davis, 2003).

Figuur 2.19 Tobin's q ratio, 1952-2003



Bron: Board of Governors of the Federal Reserve System, Tabel B102, line 31 net worth (market value) en line 43 Net worth (historical cost).

2.2.4 Beoordeling huidige financiële positie bedrijven

De zware schuldenlast van bedrijven levert tot nu toe nog geen grootschalige betalingsmoeilijkheden op. De grootste schuldenlasten blijken gelokaliseerd bij enkele grote ondernemingen en sectoren. De lage rente verlicht de schuldenlast waardoor grootschalige betalingsmoeilijkheden (nog) niet voorkomen. Bedrijven zijn bovendien bezig met een saneringsproces waarin ze het in de jaren '90 opgenomen vreemde vermogen terugbrengen en veranderen van samenstelling.

De stijging van het aantal faillissementen laat niettemin zien dat de kredietwaardigheid van het Amerikaanse bedrijfsleven is verminderd. De daling van de kredietwaardigheid in het Amerikaanse bedrijfsleven is vooral toe te schrijven aan enkele grote bedrijven in de metaal, telecommunicatie, kabel, media, vliegtuig en energiesector. Vliegtuigmaatschappijen en de toeristensector zijn gevoelig voor terroristische aanslagen. De metaalsector kampt met een relatief conjunctuurgevoelig inkomstenpatroon. In de energie- en telecommunicatiesector gingen er recentelijk enkele uitzonderlijk grote bedrijven failliet. Het faillissement van Worldcom in de eerste helft van 2002 is het grootste bedrijfsfaillissement ooit (zie tabel 2.2).

Tabel 2.2 De 10 grootste bedrijfsfaillissementen, 1980-heden

1. Worldcom	21-7-2002
2. Enron Corblz.	2-12-2001
3. Consecro, Inc.	18-12-2002
4. Texaco, Inc.	12-4-1987
5. Financial Corblz. of America	9-9-1988
6. Global Crossing, Ltd.	28-1-2002
7. UAL, Corblz.	9-12-2002
8. Adelphia Communications	25-6-2002
9. Pacific Gas and Electric Co.	6-4-2001
10. MCorblz.	31-3-1989

Bron: Bankruptcydata.com, http://www.bankruptcydata.com/Research/15_Largest.htm.

Problemen in het bedrijfsleven kunnen ontstaan door stijgende rentevoeten. Ondernemingen met veel kortlopende schulden krijgen dan te maken met een hogere periodieke financieringsbehoefte. Gelukkig is de hoeveelheid uitstaande korte schuld gedaald, en hebben bedrijven meer schuld tegen lagere lange rentes kunnen vastleggen. Bedrijven hebben bovendien ruimere liquide activa staan tegenover de korte schulden.

De sanering van de bedrijfsbalansen wordt helaas tegengewerkt door de tekorten bij bedrijfspensioenfondsen, die zijn ontstaan door de beurscrisis. Zo ontwikkelden de 'Defined Benefit'-pensioenregelingen van bedrijven in de VS zich van een overschot van 250 mld dollar naar een tekort van 200 à 250 mld dollar tussen 2000 en 2002, in de woorden van Bernanke (2003): "(...) necessitating large contributions to these plans that must be charged against operating profits. Additionally, many firms will be required to change accounting assumptions about expected rates of return in their pension plans, which may raise future contributions further." Het wegwerken van deze tekorten komt hoofdzakelijk voor rekening van de sponsoronderneming (het moederbedrijf). Door de verhoging van de pensioenpremie stijgen de loonkosten en daalt het bedrijfsresultaat van de sponsor (Lemmen, 2003). Sommige bedrijven hebben eenmalige stortingen gedaan in het pensioenfonds, wat ten koste gaat van hun liquiditeits- en vermogenspositie. Tekorten van ondernemingspensioenfondsen zijn nadelig voor

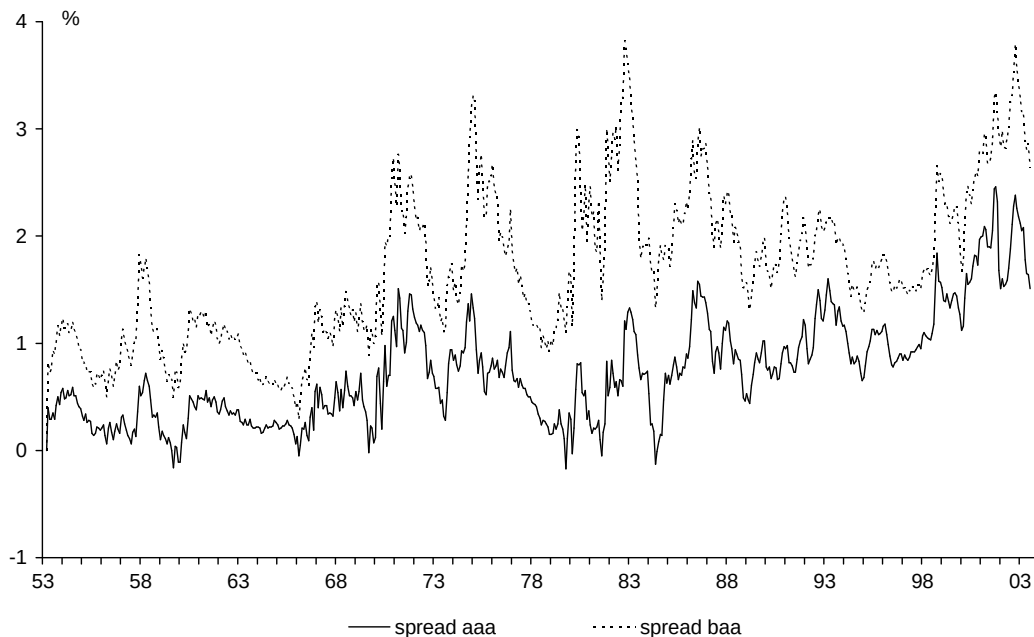
de vermogenskosten van het moederbedrijf. In de VS leggen ratinginstituten namelijk een direct verband tussen de kredietwaardigheid van ondernemingen en pensioentekorten.

Door het lagere vertrouwen van beleggers is de risicopremie aanzienlijk opgelopen. Hierdoor stijgen de vermogenskosten van investeringen. Zo is het verschil tussen het rendement op Aaa of Baa bedrijfsobligaties en het rendement op Aaa staatsobligaties (de renteopslag) historisch gezien niet laag.¹⁸ De renteopslag bedrijven bedraagt 180 respectievelijk 300 basispunten gedurende de eerste zeven maanden van 2003 (zie tabel 2.3 en figuur 2.20). Dit is fors hoger dan het gemiddelde over de afgelopen 10 jaar (75 basispunten respectievelijk 172 basispunten). Hogere risicopremies impliceren hogere disconteringsvoeten waardoor de contante waarden van investeringsprojecten negatief worden (noemereffect). Dit leidt tot uitstel van investeringen, lagere toekomstige winsten, en lagere aandelenkoersen. Hoewel talloze maatregelen worden genomen om de financiële verslaglegging en het toezicht daarop te verbeteren, kunnen nieuwe onthullingen en onverwachte bedrijfsfaillissementen resulteren in een hernieuwde val in het vertrouwen van beleggers.

Tabel 2.3 Gemiddelde renteopslag Aaa respectievelijk Baa bedrijfsobligaties t.o.v. Aaa staatsobligaties, april 1993-juli 2003 (in %)			
	Opslag Aaa bedrijfsobligaties		Opslag Baa bedrijfsobligaties
april 1953-1994	0,6		1,6
1995	1,0		1,6
1996	0,9		1,6
1997	0,9		1,5
1998	1,3		2,0
1999	1,4		2,2
2000	1,6		2,3
2001	0,8		1,7
2002	1,9		3,2
januari-juli 2003	1,8		3,0

¹⁸ Met behulp van drie letters (zoals Aaa en Baa) beoordeelt Moody's de kredietwaardigheid van obligaties.

Figuur 2.20 Het verloop van het 10-jaars renteopslag Aaa respectievelijk Baa bedrijfsobligaties ten opzichte van Aaa staatsobligaties, 1953-2003



Bron: Board of Governors of the Federal Reserve System, Historical interest rates
<http://www.federalreserve.gov/releases/h15/data.htm>.

De volatiliteit van de renteopslag is bovendien aanzienlijk groter dan in het verleden (zie tabel 2.4). Het procyclische 'hedging' beleid van banken en 'agencies' zoals Fannie Mae en Freddie Mac heeft geleid tot verdubbeling van de rentevolatiliteit in de VS. Een hoge rentevolatiliteit is schadelijk voor de economie als geheel vanwege een toename van de onzekerheid over investerings- en beleggingsbeslissingen. Voor marktpartijen betekent dit tevens hogere transactiekosten wanneer het renterisico wordt afgedekt of grotere financiële risico's indien het risico niet of gedeeltelijk wordt afgedekt (DNB, 2003, blz. 17).

Tabel 2.4 Standaardafwijking renteopslag, 1999-juli 2003

	Opslag Aaa bedrijfsobligaties	Opslag Baa bedrijfsobligaties
1999	0,07	0,16
2000	0,26	0,33
2001	0,23	0,23
2002	0,34	0,33
januari-juli 2003	0,25	0,23

2.2.5 Gevolgen financiële positie bedrijven voor de reële economie

Het effect van de financiële gezondheid van het bedrijfsleven op de economie loopt via de bedrijfsinvesteringen in vaste activa en voorraden en via de werkgelegenheidsgroei die daarmee

gepaard gaat. Na drie kwartalen te zijn gedaald, vertoonden de bedrijfsinvesteringen in het vierde kwartaal van 2002 een bescheiden groei. Deze opleving was van korte duur. In het eerste kwartaal van 2003 daalden de bedrijfsinvesteringen met 2,7% ten opzichte van het vorige kwartaal. Voor een overtuigend investeringsherstel is een aantrekkende winstgroei nodig. Dit jaar wordt slechts een voorzichtig winstherstel verwacht, voornamelijk dankzij het aantrekken van de vraag. Winsten worden volgens de Bank of England (2003) bovendien weer meer aangewend voor nieuwe investeringen en niet zo zeer voor het versterken van de balans.

Maar de bedrijfsschulden blijven onveranderd hoog, wat erop duidt dat het balansaanpassingsproces bij bedrijven nog niet volledig is voltooid. Per saldo worden nog te weinig schulden afgelost. De hoge schulden van bedrijven die zij ten tijde van de hausse op de aandelenmarkten zijn aangegaan, zouden een drukkend effect op het herstel van de Amerikaanse economie kunnen hebben. Dit zou vooral het geval kunnen zijn als de geld- en kapitaalmarktrente gaan stijgen en het vertrouwen onderuit gaat.

Bedrijven staan ook bloot aan tekorten bij pensioenfondsen. De noodzaak om de ontstane onderdekking bij sommige pensioenfondsen ongedaan te maken, kan uiteindelijk de kredietwaardigheid en de winstgevendheid van bedrijven aantasten. Maar volgens Bernanke (2003) moeten bedrijfsverliezen vanwege pensioenfondsverplichtingen worden gezien als 'bygones'. Ze zouden niet de bereidheid van bedrijven om nieuwe investeringen te doen mogen beïnvloeden, behalve voor zover hun negatieve invloed op de financiering van die investeringen.

2.3 Financiële sector

De invloed van problemen in de financiële sector op de reële economie is het laatste onderwerp van dit memorandum.¹⁹ Zijn de financiële en vermogensposities van banken en de rest van de financiële sector historisch zwak en daarmee een belemmering voor het economische herstel? Het zwaartepunt van de analyse ligt daarbij op de invloed van de bancaire sector. Hoewel het belang van banken in het financiële systeem van de VS niet zo groot is als in continentaal Europa en Japan, blijven banken de belangrijkste verstrekkers van krediet en durfkapitaal aan gezinnen en kleine en middelgrote ondernemingen.

De beoordeling van de financiële gezondheid van de financiële sector is gebaseerd op een viertal groepen van indicatoren: de omvang van de kredietverlening (2.3.1), inkomsten- en rentabiliteitsindicatoren (2.3.2), liquiditeits- en solvabiliteitsindicatoren, en indicatoren voor

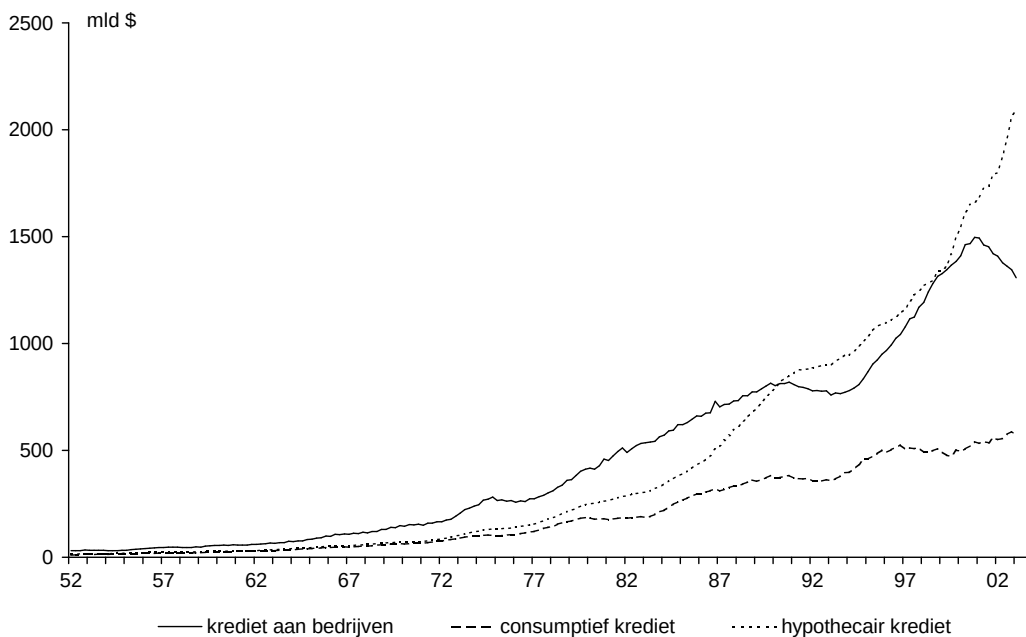
¹⁹ Natuurlijk is het omgekeerde, een invloed van reële problemen op de financiële sfeer, even goed te verdedigen. In een laagconjunctuur verslechtert het economische klimaat en op die manier stijgt het debiteurenrisico vrijwel automatisch.

voorzieningen, afschrijvingen en slechte leningen (2.3.3). Paragraaf 2.3.4 gaat weer in op de huidige situatie in de financiële sector. Paragraaf 2.3.5 bespreekt de gevolgen van de financiële gezondheid van de financiële sector voor de reële economie.

2.3.1 De omvang van de kredietverlening

De bancaire sector kan door het dichtdraaien van de kredietkraan (kredietaanbod) een negatieve invloed hebben op de reële economie, omdat het bankwezen daarmee de huishoudingen die afhankelijk zijn van bancair krediet in financieringsmoeilijkheden brengt. Het (gedeeltelijk) dichtdraaien van de kredietkraan uit zich in een hogere prijs van krediet of een regelrechte weigering tot kredietverstrekking. Een daling van het aantal uitstaande bankleningen aan gezinnen en bedrijven is dan ook een indicatie voor een mogelijk toegenomen risico op wanbetaling in de economie. Maar in economisch mindere tijden is het ook gebruikelijk dat de groei van de kredietvraag afneemt, omdat door overcapaciteit en lage winsten de investeringen afnemen. Vooral bankkrediet aan bedrijven blijkt sinds december 2000 te zijn afgenomen (zie figuur 2.21).

Figuur 2.21 Bankkrediet, 1952-2003



Bron: Board of Governors of the Federal Reserve System, Tabel L.109, Line 12 Bank loans N.e.c., Line 13 Mortgages en Line 14 Consumer credit.

2.3.2 Inkomsten- en rentabiliteitindicatoren

Tabel 2.5 toont enkele belangrijke inkomsten- en rentabiliteitsindicatoren. De stabiele rentemarge van Amerikaanse banken duid erop dat banken fundamenteel gezond zijn (zie tevens Carlson en Perli, 2003). De rentemarge, de primaire inkomstenbron van banken, is afhankelijk van de looptijdenstructuur van de balans, de rentevoeten op geld- en kapitaalmarkten en de opslagen die banken op hun verschillende kredietmarkttuitzettingen kunnen bedingen. Door de steile rentetermijnstructuur in de VS kunnen Amerikaanse banken gemakkelijk de winst op het traditionele bankbedrijf op peil houden. Dit doen ze door kort in te lenen en lang uit te lenen.

Behalve van de rentemarge is de rentabiliteit van het bankbedrijf tegenwoordig ook sterk afhankelijk van de inkomsten uit commissies en provisies. Banken voeren een veelheid van activiteiten uit die niet op de balans tot uitdrukking komen. Gedacht kan worden aan diensten als het uitvoeren van effectentransacties, het vermogensbeheer, het geven van financiële adviezen, het verzorgen van cashmanagement, het verstrekken van kredietgaranties, het begeleiden van beursintroductions, e.d. Voorts is het van belang in hoeverre de risico's die de bank in zijn bedrijf aangaat, vereisen dat er extra voorzieningen worden getroffen om onverwachte tegenvallers te kunnen opvangen (zie paragraaf 2.3.4). Tot slot is kostenbeheersing van belang die Amerikaanse banken hebben doorgevoerd en die vanzelfsprekend in het bedrijfsresultaat doorwerkt.

Tabel 2.5 Inkomens en rentabiliteitsindicatoren bankwezen, 1997-2002

	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Rendement op totale activa (%)	1,23	1,19	1,31	1,19	1,15	1,33
Rendement op eigen vermogen (%)	14,68	13,93	15,31	14,02	13,09	14,47
Netto rente marge (%)	4,21	4,07	4,07	3,95	3,9	4,19
Netto groei operationeel inkomen (%)	12,46	2,24	20,4	1,8	-1,61	10,58

Bron: FDIC.

2.3.3 De liquiditeits- en solvabiliteitsindicatoren

Het liquiditeitsrisico waaraan Amerikaanse banken bloot staan, is beperkt. Amerikaanse banken hebben voldoende kasreserve en tegoeden bij de centrale bank. Bovendien is de interbancaire geldmarkt in de VS goed ontwikkeld zodat banken bij een kastekort zonder moeite kasmiddelen kunnen aantrekken.

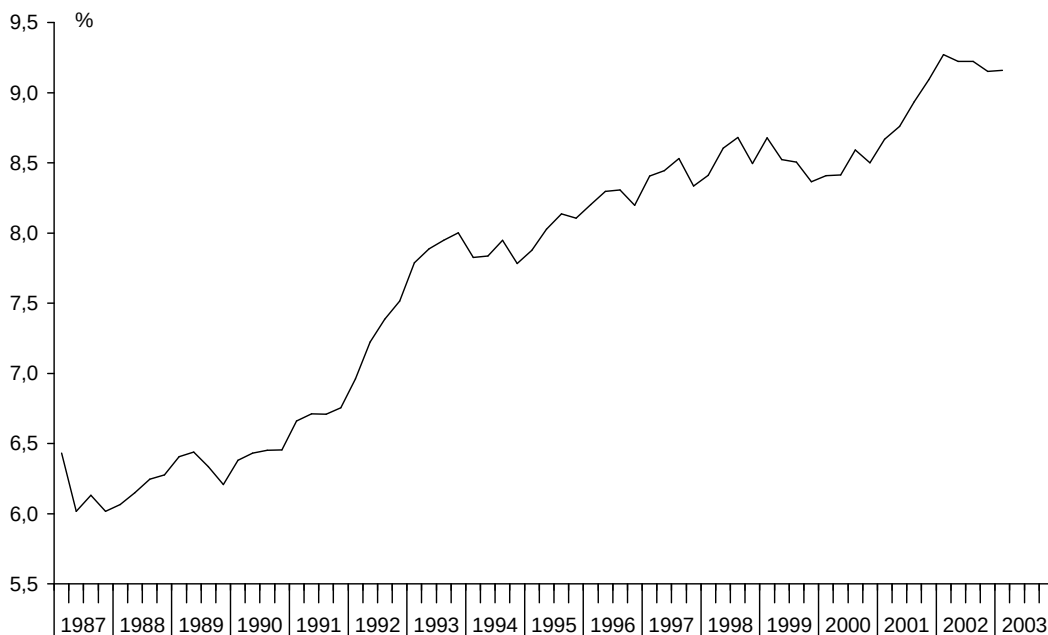
Behalve een liquiditeitsrisico lopen banken ook een kredietrisico en een marktrisico. Het kredietrisico verwijst naar de kans dat debiteuren hun verplichtingen niet nakomen. Het

marktrisico heeft betrekking op de kans dat de bank verliezen leidt door een ongunstige ontwikkeling van rentes, effectenkoersen of wisselkoersen. Een stijging van de rente bijvoorbeeld zal over het algemeen sneller doorwerken in de gemiddelde creditrente dan in de gemiddelde debetrente. Dit hangt samen met de rentetypische mismatch, dat wil zeggen het feit dat een deel van de lange uitzettingen kort gefinancierd is.

Onverwachte tegenvallers moeten worden opgevangen door de buffer van voorzieningen en het eigen vermogen. Anders dan bij liquiditeitsproblemen kan een centrale bank bij solvabiliteitsproblemen in principe niet bijspringen. De banken dienen zelf te zorgen voor voldoende voorzieningen en eigen vermogen.

Als rente- en aflossingsbetalingen op verleend krediet niet worden nagekomen, daalt de winst van de bank. Dit betekent een kleinere toevoeging aan het eigen vermogen, waardoor de solvabiliteitsratio daalt. Dit ratio is simpel gezegd het verhoudingsgetal van verstrekte kredieten en eigen vermogen (dat wil zeggen het aandelenkapitaal, de gepubliceerde reserves en een deel van de achtergestelde leningen). De val van de bancaire aandelenkoersen komt ook tot uiting in een verslechtering van de solvabiliteitsratio. De verslechtering vindt dan plaats via een daling van de teller van de breuk. Maar de solvabiliteitsratio's van banken bleven ondanks de val van de aandelenkoersen en de teruggang in de economie stabiel en ruim boven door de toezichthouders minimaal vereiste 8% (figuur 2.22).

Figuur 2.22 Solvabiliteitsratio banken, 1987-2003

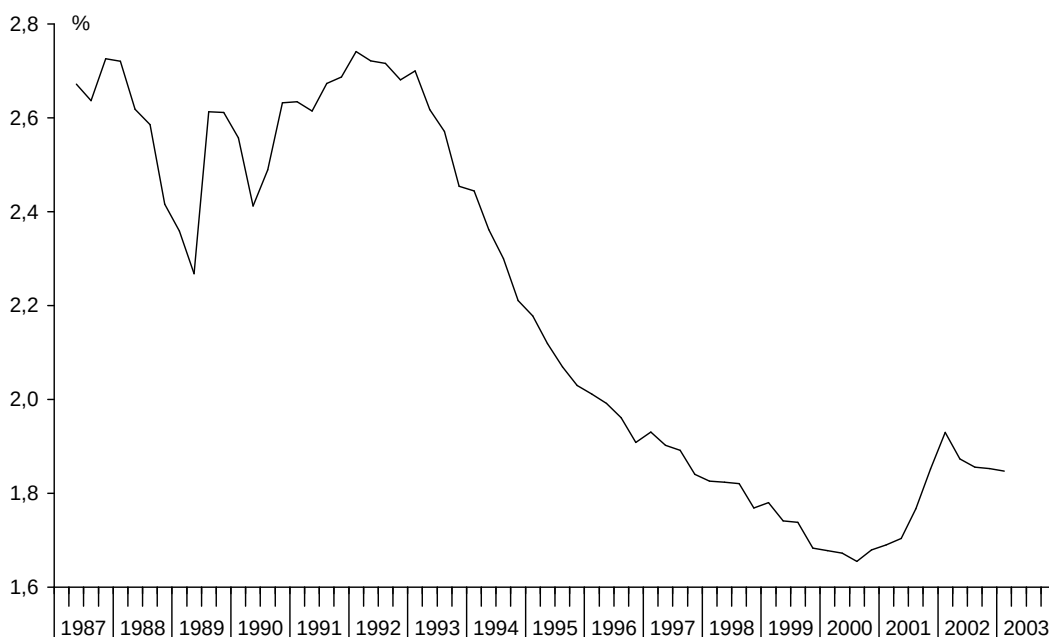


Bron: FDIC Commercial Banks: Total assets, (Mil. \$), Equity capital, (Mil. \$).

2.3.4 Indicatoren voor voorzieningen, afschrijvingen en slechte leningen

Banken treffen ook voorzieningen voor verwachte verliezen. Voorzieningen gaan ten koste van de winsten, en daarmee de aangroei van het eigen vermogen. Onverwachte kredietverliezen gaan meestal direct ten koste gaan van het eigen vermogen, en verwachte verliezen ten koste van gevormde voorzieningen (de stroppenpot). De voorzieningen stegen begin 2002 licht, maar stabiliseerden zich in de tweede helft van 2002 en begin 2003. De voorzieningen blijven historisch gezien laag (figuur 2.23). Voor banken is de herstructurering van de schuld door bedrijven en gezinnen gunstig omdat daardoor het risico van wanbetaling vermindert.

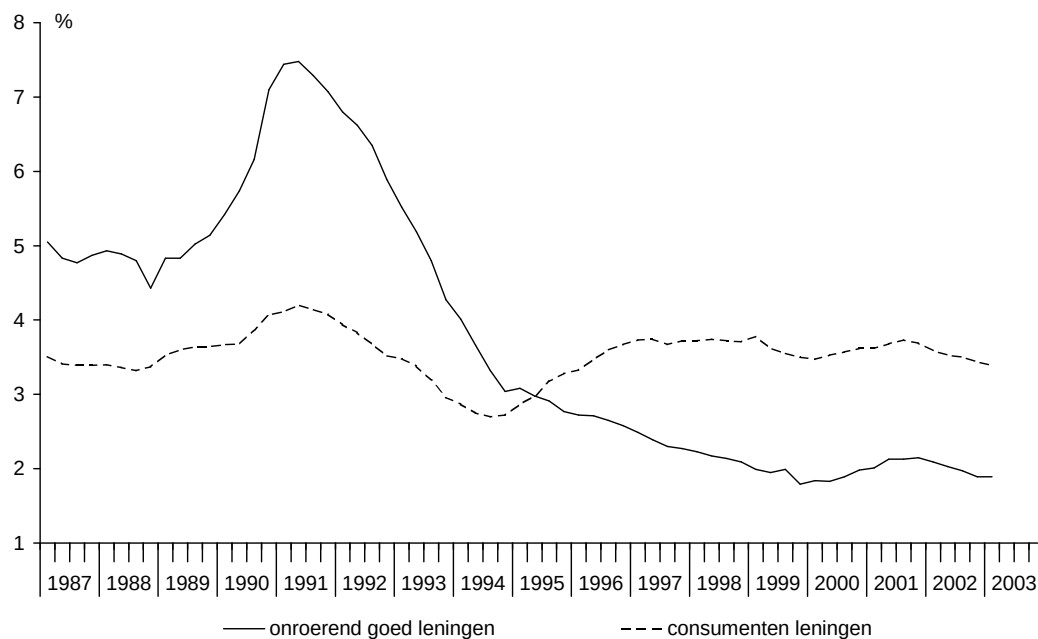
Figuur 2.23 Voorzieningen, 1987-2003
(in % van leningen en leases)



Bron: FDIC Commercial Banks: Total loans & leases, (Mil. \$), Reserve for losses, (Mil.)

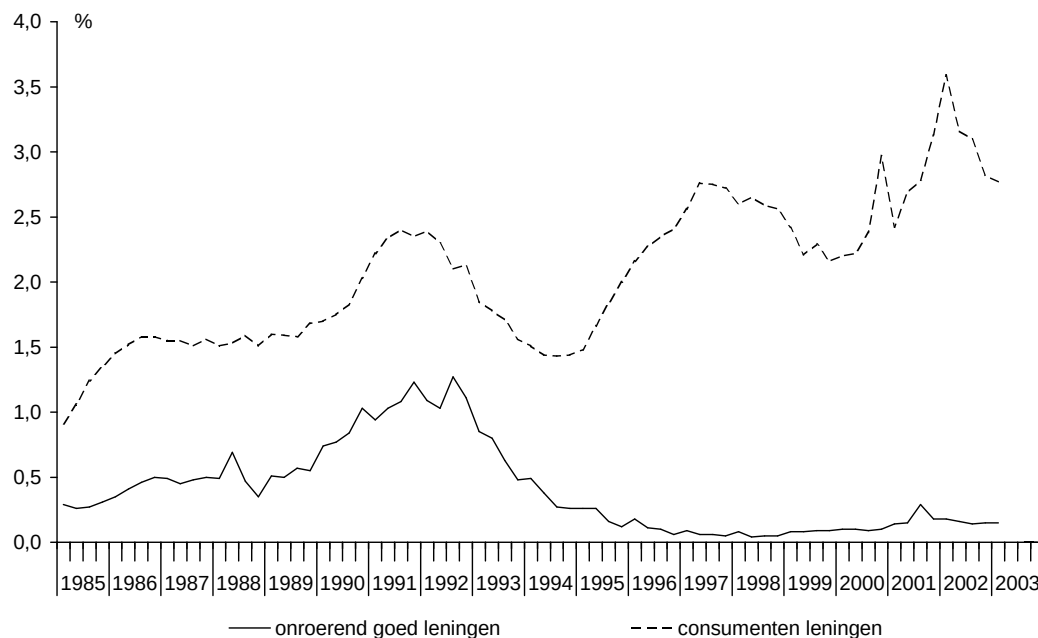
De omvang van de uitstaande slechte leningen bleef stabiel (onroerend goed) of daalde licht (consumptief krediet) (zie figuur 2.24). De omvang van de afschrijvingen op slechte leningen bleef stabiel (onroerend goed) of daalde sterk (consumptief krediet) (figuur 2.23). In vergelijking tot voorgaande periodes van laagconjunctuur is het aantal afschrijvingen en slechte leningen niet verontrustend hoog. Beide indicatoren duiden niet op een verslechterende financiële positie van banken. Wel is een vertraging in de doorwerking van de conjunctuurverzwakking op deze twee indicatoren aannemelijk, zodat niet is uitgesloten dat beide indicatoren in de toekomst zullen oplopen.

Figuur 2.24 Het aantal slechte leningen van banken, 1987-2003
(in % van uitstaande leningen)



Bron: Board of Governors of the Federal Reserve System, http://www.federalreserve.gov/releases/chargeoff/del_all_sa.txt.

Figuur 2.25 Afschrijvingen op slechte leningen van banken, 1985-2003
(in % van uitstaande leningen)



Bron: Board of Governors of the Federal Reserve System, http://www.federalreserve.gov/releases/chargeoff/chg_all_sa.txt.

2.3.5 Beoordeling huidige financiële positie financiële sector

De financiële gezondheid van het Amerikaanse bankwezen staat het economische herstel niet in de weg. Ondanks de verschillende grote schokken blijft het Amerikaanse bankwezen goed overeind. De Amerikaanse banken hadden vlak voor de val van de aandelenkoersen en de teruggang in de economische groei een relatief gezonde buffer aan liquiditeit en eigen vermogen (Bernanke, 2003). Amerikaanse banken staan er momenteel beter voor dan tijdens de recessie van begin van jaren '90.

De liquiditeit en solvabiliteit van het bankwezen blijft goed op peil. De kwaliteit van de kredietportefeuille is onverminderd goed. De meeste bedrijven en gezinnen raken nog nauwelijks in moeilijkheden. Banken hebben hun risicomanagement verbeterd en het financiële toezicht op banken is verscherpt. De risico's die banken in de zogenoemde 'off-balance sheet' activiteiten aangaan, worden steeds beter verantwoord, maar nog altijd ontsnappen sommige risico's aan het oog van de toezichthouder.

Bij het verwachte economische herstel zal het aantal wanbetalingen door debiteuren langzaam afnemen, terwijl ook het risico dat het onderpand minder waard wordt, afneemt. De kredietwaardigheid van de Amerikaanse gezinnen en bedrijven zal met de opgaande conjunctuur verbeteren waardoor de vraag naar krediet ondanks de oplopende rente zal stijgen. Daarnaast zullen bij een economisch herstel vermoedelijk ook de aandelenkoersen weer gaan stijgen, wat positief zal uitpakken op de niet-rentebaten van banken. Banken kunnen voorts profiteren van hun passief bedrijf in de vorm van het ruim toevloeien van goedkope middelen bij gebrek aan goede en veilige alternatieven in financiële markten. De grotere volatiliteit in financiële markten biedt nieuwe kansen voor uitbreiding van de dienstverlening door banken bijvoorbeeld ten aanzien van de derivatenhandel.

Maar de (centrale) rol van het bankwezen bij het ontstaan van financiële crises is zoals gezegd niet meer vanzelfsprekend. Institutionele beleggers en financiële markten nemen een steeds belangrijkere plaats in. Veel kredietrisico's van banken komen via effectenmarkten en de markt voor kredietderivaten bij verzekeraars, pensioenfondsen en beleggingsfondsen terecht²⁰ Veel bancaire risico's worden opnieuw verpakt en doorgeschoven naar andere financiële en niet-financiële instellingen. De risico's zijn daarmee niet verdwenen en kunnen later weer boven water komen. De val in de aandelenkoersen heeft bovendien een substantiële invloed gehad op de eigen vermogenspositie van pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen.

²⁰ Zie The Economist (2003, blz. 51-53).

De financiële verplichtingen van zogenoemde kapitaalgedekte pensioenfondsen zijn door de gedaalde rente bovendien toegenomen. Banken beleggen slechts op bescheiden schaal voor eigen rekening in aandelen. Maar de tendens om bank-, verzekerings- en effectentransacties te concentreren in één concern, maakt ook Amerikaanse banken niet helemaal ongevoelig voor de gedaalde aandelenkoersen.

2.3.6 Gevolgen financiële positie financiële sector voor de reële economie

De uitwerking van de financiële gezondheid van de financiële sector op de economie loopt vooral via het in staat zijn en de bereidheid tot financiering van consumptie van gezinnen en investeringen van bedrijven. De zwakke financiële positie van de financiële sector begin jaren '90 (denk aan de crisis in het Amerikaanse spaarbankwezen) maakte dat toen zelfs de laagste rentestanden niet verleidelijk genoeg waren om een kredietexpansie op gang te brengen. Thans lijkt de financiële positie van banken in ieder geval beter dan begin jaren '90 en is het rentekanaal vermoedelijk effectiever.

3 Conclusie

De overwegingen in voorgaande paragrafen geven nog eens aan dat we er niet gerust op mogen zijn dat de reële sfeer geïsoleerd zal zijn van de financiële erfenis van de jaren '90. Deze erfenis bestaat uit de hogere schuldenlasten, de koersverliezen op aandelenbeleggingen, de grotere vermogens in onroerend goed en de grotere volatiliteit in financiële markten. Zowel Amerikaanse gezinnen als bedrijven kampen met verslechterde financiële balansverhoudingen. Amerikaanse gezinnen staan er relatief het slechtste voor. Hun schuldenratio's zijn ruim tweemaal zo hoog als die in het bedrijfsleven, terwijl hun spaarbuffers minstens twee keer zo klein zijn. Maar zolang de rente niet fors stijgt en het inkomen niet fors daalt, zijn geen grootschalige betalingsmoeilijkheden te verwachten. Bovendien is het Amerikaanse bankwezen - de belangrijkste verstrekker van krediet aan de particuliere sector - fundamenteel gezond.

Het economische herstel komt wel trager opgang, en zal ook minder krachtig zijn dan zonder deze financiële erfenis van de jaren '90. Hoe groot de negatieve bestedings- en productie-effecten zullen zijn, is echter moeilijk te calculeren. Het is ook bijzonder moeilijk om het tijdpad dat daarbij verwacht mag worden aan te geven. De schulderfenis van de jaren '90 veroorzaakt op dit moment vooral terughoudendheid bij bedrijven. In de sector bedrijven is nog steeds een saneringsproces gaande. Nieuwe investeringen hebben tot aan het tweede kwartaal van 2003 een lagere prioriteit.

Deze conclusie is gebaseerd op cijfers tot en met het eerste kwartaal van 2003.

Referenties

Aizorbe, A.M., A.B. Kennickell, en K.V. Moore (2003), Recent Changes in U.S. Family Finances: Evidence from the 1998 and 2001 Survey of Consumer Finance, *Federal Reserve Bulletin*, Board of Governors of the Federal Reserve System, januari, blz. 1-32.

Bank of England (2003), *Minutes of Monetary Policy Committee Meeting 6 and 7 August 2003*, publicatie 20 augustus, Londen.

Bernanke, B. en M. Gertler (1989), Agency Costs, Collateral and Business Fluctuations, *American Economic Review*, 79, blz. 14-31.

Bernanke, B., M. Gertler en S. Gilchrist (1998), The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework', *NBER Working Paper No. 6455*, Cambridge.

Bernanke, B.S. (2003), Balance Sheets and the Recovery, *Remarks by Governor Ben S. Bernanke at the 41st Annual Winter Institute*, St. Cloud State University, 21 februari, St. Cloud.

Board of Governors of the Federal Reserve System, *Flow of Funds Accounts of the United States, Flows and Outstandings Fourth Quarter 2002*, release 5 juni 2003, <http://www.federalreserve.gov/releases/>.

Byrne, J.P. en E.P. Davis (2002), Investment and Uncertainty in the G7, *National Institute Economic Discussion Paper No. 198*, juli, Londen.

Carlson, M. en R. Perli (2003), Profits and Balance Sheet Developments at U.S. Commercial Banks in 2002, *Federal Reserve Bulletin*, Board of Governors of the Federal Reserve System, 89(6), juni, Washington.

Case, K.E., J.M. Quigley en R.J. Shiller (2001), Comparing Wealth Effects: The Stock Market versus the Housing Market, *NBER Working Paper No. 8606*, Cambridge, <http://papers.nber.org/papers/W8606>.

CPB (2003a), *Centraal Economisch Plan 2003*, Den Haag.

CPB (2003b), *Macro Economische Verkenning 2004*, Den Haag.

Davis, E.P. (1999), Financial Data Needs for Macroprudential Surveillance – What Are the Key Indicators of Risks to Domestic Financial Stability?, *Handbooks in Central Banking Lecture Series No. 2*, Centre for Central Banking Studies, Bank of England, Londen.

Davis, E.P. (2003), Comparing Bear Markets -1973 and 2000, *National Institute Economic Review No. 183*, januari, Londen. blz. 78-89.

De Nederlandsche Bank (2003), *Kwartaalbericht Juni 2003*, Amsterdam.
Economist, The (2003), *Europe's Speed Restriction s*, 16 augustus, blz. 58-59.

Economist, The (2003), *Special Report Bank Lending, Who's Carrying the Can?*, 16 augustus, blz. 51-53.

Fisher, I. (1933), The Debt-Deflation Theory of Great Depressions, *Econometrica*, 1, blz. 337-57.

IMF (2002), *Global Financial Stability Report*, december, Washington.

IMF (2003a), *Global Financial Stability Report*, maart, Washington.

IMF (2003b), *Global Financial Stability Report*, september, Washington.

IMF (2003c), *World Economic Outlook*, april, Washington.

IMF (2003d), *Article IV Consultation with the United States*, Washington.

Lemmen, J.J.G. (2003), Systeemrisico's van Nederlandse pensioenfondsen, *Tijdschrift voor Pensioenvraagstukken*, augustus, afl. 4, blz. 106-111.

Osler, C. en G. Hong (2000), Rapidly Rising Corporate Debt: Are Firms Now Vulnerable to an Economic Slowdown?, *Current Issues in Economics and Finance*, Federal Reserve Bank of New York, 6 (7), New York.

OECD (2003), *Financial Markets Trends*, No. 84, maart, Parijs

Office of Federal Housing Enterprise Oversight (2003), *Systemic Risk: Fannie Mae, Freddie Mac and the Role of OFHEO*, februari, Washington.