



# De crisisgevoeligheid van Nederland

De Nederlandse economie blijkt gevoeliger voor de financiële crisis dan de meeste andere EU-landen. Maar het vermogen tot herstel is juist sterker dankzij een flexibele arbeidsmarkt, een betere uitgangspositie voor de overheidsfinanciën en een goede netto positie op het gebied van buitenlands kapitaal.

**MAARTEN MASSELINK EN PAUL VAN DEN NOORD**

Economisch analist en economisch adviseur bij de Europese Commissie, Directoraat-Generaal voor Economische en Financiële Zaken

De eerste oprispingen van de financiële crisis deden zich voor in de zomer van 2007 in het Amerikaanse financiële systeem, maar het werd gaandeweg duidelijk dat ook de meeste EU-landen de gevolgen zouden voelen. Financiële instellingen bleken op grote schaal te hebben geïnvesteerd in riskante beleggingen zoals *subprime* hypotheekleningen en daarvan afgeleide producten, en bovendien waren die gedeels gefinancierd met kortlopende schuld.

Het vertrouwen van banken in elkaar viel weg, en dit leidde tot grote problemen in de markt voor interbancaire leningen. Na het faillissement van de Amerikaanse investeringsbank *Lehman Brothers* ruim een jaar later zakten door gedwongen liquidatie van posities en een algemene vertrouwenscrisis de koersen van een breed scala van financiële activa in elkaar. Niet alleen de liquiditeit maar ook de solvabiliteit van de financiële instellingen was nu in het gedrang. Banken beperkten noodgedwongen hun kredietverlening en de wereld-economie raakte in een ernstige recessie. De Europese Unie kent nu de sterkste krimp sinds de jaren dertig van de vorige eeuw, met snel oplopende werkloosheid, afkoelende huizenmarkten en uit de hand lopende overheidstekorten. De situatie was zonder twijfel

nog ernstiger geweest als de centrale banken, regeringen en supranationale instellingen, in Europa en elders, niet hard hadden ingegrepen. De rente is sterk verlaagd, banken hebben vrijwel onbeperkt toegang tot liquiditeiten bij hun centrale banken en zijn van vers kapitaal en overheidsgaranties voorzien; garanties voor spaartegoeden zijn afgegeven en overheden stimuleren hun economieën door meer uitgaven of lagere belastingen. Regeringsleiders in veel Europese landen wijzen doorgaans op de sterkere positie van hun land in vergelijking tot andere landen. Ook in Nederland zijn dit soort geluiden wel te horen. Maar in sommige opzichten stond Nederland juist zwakker dan zijn Europese buurlanden door zijn grotere gevoeligheid voor de internationale conjunctuur, het belang van de aandelenkoersen voor de pensioenvoorziening en de sterke afhankelijkheid van bankkrediet. Toch kan Nederland de groeilijn sneller weer oppakken als straks de crisis voorbij is, dankzij een betere marktwerking, een betere uitgangspositie voor de overheidsbegroting en een geringere afhankelijkheid van buitenlands kapitaal.

### Transmissiekanalen van de crisis

Zoals vrijwel iedere grote financiële crisis in de geschiedenis is ook deze voorafgegaan door een lange periode van sterke economische groei en uitbundige kredietverlening (IMF, 2008). Het optimisme werd gevoed door een zeker geloof dat macro-economische instabiliteit voorgoed was uitgebannen, dankzij een beter voorraadbeheer door bedrijven, een grotere stabiliteit van het macro-economische beleid, het grotere gewicht van weinig cyclische diensten zoals gezondheidszorg in het nationaal product, een betere geografische risicospreiding van beleggingen en de gegroeide financiële buffers van bedrijven en gezinnen (Elmeskov, 2009). Bovendien hielden de spaaroverschotten van China, Japan en de olieproducerende landen de reële rente laag terwijl de lage inflatie centrale banken in de wereld ertoe aanzette een betrekkelijk ruim monetair beleid te voeren ondanks de hoogconjunctuur. De uitbundige kredietverlening van de laatste jaren heeft echter ook te maken

met moreel gevaar: banken zijn enorm gegroeid en werden gezien als te groot en ook te veel met elkaar verweven om failliet te laten gaan. Voorts liet de regelgeving toe dat banken de vermogenswinst op beleggingen onmiddellijk inboekten waardoor hun balansen er te gunstig uit kwamen te zien, en leidden ook het gebrek aan doorzichtigheid van zeer ingewikkelde beleggingsconstructies, de hoge beloningen en het geringe risico van de topmanagers van banken en de twijfelachtige rol van kredietbeoordelaars tot riskant gedrag. Al deze factoren hebben in meerdere of mindere mate mondiaal een rol gespeeld, en dus niet alleen in de Verenigde Staten.

Doordat banken, via hun beleggingen in derivaten van elkaars producten, sterk met elkaar verweven waren, had dit al snel mondiale gevolgen toen de huizenzeepbel in de Verenigde Staten uiteenspatte. Doordat vervolgens handelskrediet duur en schaars werd, en bovendien industriële bedrijven hun afzet zagen inzakken en voorraden opliepen, kwamen productie, invoer en uitvoer vanaf de herfst van 2008 bijna stil te liggen, ook al lijkt dit effect nu af te zwakken omdat de Nationale Rekeningen voor het eerste kwartaal laten zien dat de voorraden weer zijn geslonken. Voorts is het vertrouwen van consumenten en bedrijven sterk geslonken, ook al begint dit zich volgens de maandelijkse enquête van de Europese Commissie eveneens weer enigszins te herstellen.

### De effecten van de crisis op Nederland

Er zijn drie transmissiekanalen waarlangs de financiële crisis op Nederland inwerkt: balansproblemen bij financiële instellingen, wereldwijde vraaguitval en het teruggelopen vertrouwen van producenten en consumenten. De Nederlandse economie is voor elk van deze kanalen gevoelig in vergelijking met andere landen in Europa. Eind 2008 daalde de wereldhandel met bijna zes procent kwartaal-op-kwartaal en over het eerste kwartaal van 2009 was het wereld-

Figuur 1

Uitvoer van goederen en diensten in procenten van het bbp in 2007.



<sup>1</sup> Luxemburg komt op 179,9% en valt buiten de schaal.

Bron: Eurostat

handelsvolume zelfs elf procent lager dan in het laatste kwartaal van 2008. Dergelijke dalingen hebben belangrijke gevolgen voor exporterende open economieën zoals Nederland. Binnen Europa is Nederland een van de meest open economieën (figuur 1). Export van goederen en diensten bedragen hier bijna tachtig procent ten opzichte van het bbp: veel hoger dan het Europese gemiddelde van iets meer dan veertig procent. De absolute cijfers zijn nog trefender: na Duitsland en Frankrijk is Nederland de grootste exporteur van Europa. Het is dan ook niet verwonderlijk dat de export een belangrijke drijfveer was van economische groei in de afgelopen decennia.

De Nederlandse economie is dus zo gezien ook gevoeliger voor een daling in de wereldhandel dan die in andere Europese landen. De gevoeligheid van een economie voor balansproblemen in de financiële sector kan worden bepaald aan de hand van indicatoren zoals de omvang en samenstelling van de financiële sector, het belang van de aandelenmarkten en de woningmarkt.

Figuur 2 laat de buitenlandse tegoeden zien van de bankensector ultimo 2007. Geen enkel ander land binnen de EU had bij aanvang van de crisis een dergelijk grote claim uitstaan op het buitenland in termen van bbp: meer dan driehonderd procent van het bbp. Alleen de Belgische en Ierse bankensector hadden een vergelijkbare positie. Het Europees gemiddelde kwam met 135 procent van het bbp uit op minder dan de helft van het Nederlandse cijfer. Het Nederlandse financiële stelsel was daarmee relatief gevoelig voor ontwikkelingen in het buitenland.

Om de effecten van de crisis beter te kunnen duiden, kan nog worden gekeken naar de geografische verdeling van de claims. In dat geval valt op dat ook de blootstelling van Nederlandse banken aan de Verenigde

## Het is dus duidelijk dat bij aanvang van de financiële crisis er grote financiële risico's bestonden in de Nederlandse financiële sector

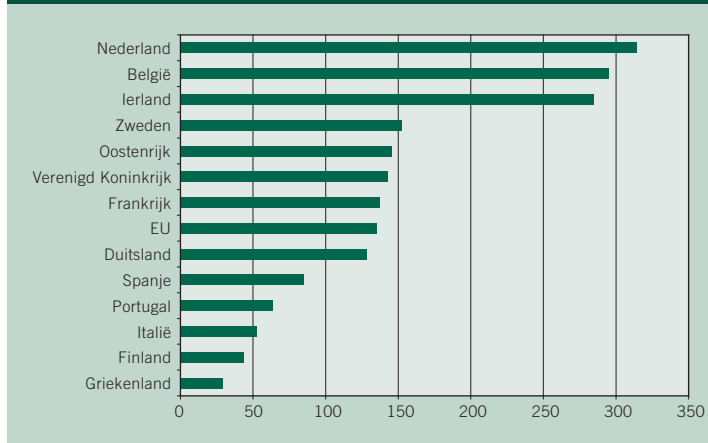
Staten met 66 procent van het bbp het hoogste was in Europa. België en het Verenigd Koninkrijk hadden met iets boven de veertig procent van het bbp ook omvangrijke risico's op de Verenigde Staten uitstaan. Het gemiddelde voor Europese banken bleef echter beperkt tot minder dan dertig procent van het bbp. De Nederlandse

claims op het hard getroffen Oost-Europa waren slechts in beperkte mate hoger dan het Europese gemiddelde, respectievelijk met elf procent en acht procent van het bbp. Vooral Oostenrijkse (69 procent van het bbp) en Belgische banken (25 procent van het bbp) hadden grote risico's uitstaan op deze regio. Een extra complicerende factor is de hoge concentratie van banken in Nederland en de daarmee gepaard gaande grote systeemrisico's. Eind 2007 was het aandeel van de vijf grootste banken van Nederland meer dan tachtig procent van de totale activa, het hoogste in Europa. Het is dan ook niet verwonderlijk dat de interventies van de Nederlandse Staat ter bescherming van de financiële sector tot de omvangrijkste van Europa behoorden. In totaal bedroegen deze interventies, afgezien van garantieverleningen, in 2008 meer dan tachtig miljard euro, veertien procent van het bbp.

Het is dus duidelijk dat bij aanvang van de financiële crisis er grote financiële risico's bestonden in de Nederlandse financiële sector en dat deze risico's tot op zekere hoogte ook zijn gematerialiseerd. Hiermee is echter nog niet gezegd wat precies de invloed was op de reële economie. Om dat te kunnen bepalen kan onder meer worden gekeken naar de toegevoegde waarde van de financiële sector. De totale bruto toegevoegde waarde van de financiële dienstverlening in Nederland was in 2007 ongeveer zes procent van het totaal. Dit is slechts marginaal boven het Europees gemiddelde, dat uitkomt op 5,5 procent van de totale toegevoegde waarde. In termen van reële economie is de financiële sector van

Figuur 2

Geconsolideerde claims van Nederlandse banken op het buitenland in procenten van het bbp eind 2007.



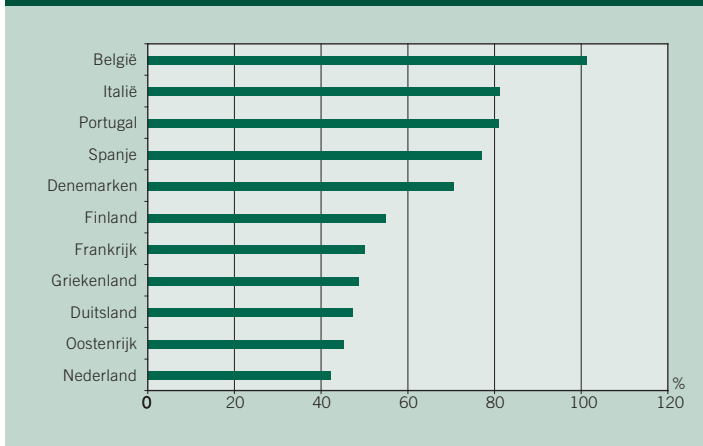
Bron: BIS

Nederland in vergelijking met andere Europese landen dus niet bijzonder belangrijk. Daarbij komt dat door het omvangrijke en tijdige overheidsingrepen eventuele verdere nadelige gevolgen voor de reële economie, bijvoorbeeld via faillissementen van financiële instellingen, tot nog toe zijn voorkomen.

Een tweede belangrijke indicator is de aandelenmarkt. Wereldwijd heeft de financiële crisis geleid tot een sterke daling van de aandelenbeurzen. De meeste gangbare Europese indexen hebben in iets meer dan een jaar tijd zo goed als de helft van hun waarde verloren. De Ierse beurs leverde zelfs bijna tachtig procent van zijn waarde in. Wat echter opvalt is dat het belang van de aandelenmarkt in Nederland veel groter is dan in andere Europese landen. De totale waarde van het aandelenvermogen in Nederland was bijna 350 procent van het bbp in 2007, tegen 250 procent in België, 230 procent in Frankrijk en 190 procent in Duitsland. Voor een groot deel komt dit voor rekening van de pensioenfondsen. Hun totale activa bereikten in 2007 meer dan 130 procent van het bbp, veruit de grootste van Europa. Met het oog op de vergrijzing is het bestaan en de omvang van deze fondsen een groot voordeel: er vindt immers nu al vermogensvorming plaats voor de pensioenlasten van de toekomst. Maar door de crisis is het vermogen van pensioenfondsen in het afgelopen jaar met meer dan zeventig miljard euro (twaalf procent van het bbp) afgenomen, hoofdzakelijk door de sterke daling van de aandelenmarkten. Indirect komt dit vermogensverlies ten laste van de huishoudens in de vorm van hogere premies, dan wel lagere uitkeringen. De daling van de aandelenmarkten hebben ook een direct effect op de vermogens van huishoudens door het bezit van aandelen en andere effecten. Maar Nederlandse huishoudens bezaten in 2007 met iets meer dan veertig procent van het bbp juist relatief weinig aandelen; het restant is in bezit van andere institutionele beleggers, financiële instellingen en bedrijven. In België lag dit percentage boven de honderd procent van het bbp, in Italië boven de tachtig procent en in Frankrijk en Duitsland rond de vijftig procent (figuur 3).

Figuur 3

**Aandelenbezit van huishoudens in procenten van het bbp in 2007.**



Bron: Eurostat

Vermogensdalingen hebben een significant negatief effect op de consumptie en daarmee op de economische groei. De effecten van de vermogensdaling op de consumptie van huishoudens zijn al goed zichtbaar in de cijfers over het eerste kwartaal van 2009. De particuliere consumptie liet daarin een ongekend grote daling zien van 2,7 procent ten opzichte van het vierde kwartaal van 2008.

Nederlandse huishoudens zijn relatief gezien in hoge mate afhankelijk van bancaire kredieten. In totaal hadden zij in 2007 meer dan 120 procent van het bbp aan leningen uitstaan. In Duitsland lag dit percentage op 63 procent, in Frankrijk op 49 procent en in België op 47 procent. Alleen Denemarken scoort met 128 procent hoger dan Nederland. Ook ondernemingen in Nederland zijn relatief zwaar gefinancierd met behulp van kredieten. In totaal hadden zij in 2007 meer dan 83 procent van het bbp aan leningen opgenomen, wat veel hoger is dan in de omringende landen. In Duitsland gaat het bijvoorbeeld om 58 procent van het bbp, in Frankrijk om zestig procent en in België om 66 procent van het bbp. Spanje is in dit geval een uitschieter met meer dan 115 procent van het bbp.

Een hoge schuldenlast kan op twee manieren nadelig uitpakken. Ten eerste kan het moeilijker worden om aan de aflossingsverplichtingen te blijven voldoen als de conjunctuur verslechtert. Daarnaast kunnen er problemen ontstaan bij de herfinanciering. Nederlandse banken hebben aangegeven dat de leningvoorwaarden de afgelopen tijd zijn aangescherpt en in de toekomst naar alle waarschijnlijkheid verder worden aangescherpt. Hierdoor zal het moeilijker worden bestaande kredieten te herfinancieren of om nieuwe kredieten aan te gaan. Door de relatief grote afhankelijkheid van kredieten is de Nederlandse economie relatief gevoelig voor deze ontwikkelingen. Afgelopen maanden is er al een duidelijke teruggang te zien geweest in de groei van kredietverlening, hoewel het moeilijk is te bepalen of hier, naast de dalende vraag, een verkrapting van het aanbod een belangrijke rol speelt.

SINDS 1916

In enkele Europese lidstaten heeft de vastgoedsector in de periode vanaf 2000 een uitbundige groei doorgemaakt. Huizenprijzen in Spanje, het Verenigd Koninkrijk en Frankrijk hebben over een periode van zeven jaar een stijging laten zien van meer dan tachtig procent in reële termen. De financiële crisis heeft de overwaardering in de huizenmarkt aan het licht gebracht in deze landen. Sinds de piek zijn de reële huizenprijzen in Frankrijk al gedaald met vijf procent, in Spanje met meer dan zes procent, in het Verenigd Koninkrijk met meer dan elf procent en in Ierland zelfs met meer dan 25 procent. De vraag komt dan op of de Nederlandse woningmarkt eenzelfde lot zal treffen. Een recente studie van het CPB (2008) concludeert dat de overwaardering van huizen die eind jaren negentig ontstond in het afgelopen decennium weer is verdwenen. Dat is ook terug te zien in figuur 4: de ontwikkeling van de huizenprijzen is in Nederland relatief gematigd geweest sinds 2000, met een totale reële stijging van 28 procent.

Toch staan ook hier de prijzen onder druk. De Rabobank (2009) verwacht een daling van de nominale huizenprijzen van vijf procent in 2009 en van een procent in 2010. De neerwaartse druk van de prijzen komt met name voort uit een oplopende werkloosheid. Onzekerheid over het toekomstig inkomen, de vermogenspositie en verwachtingen over dalende huizenprijzen zelf hebben ook een negatieve invloed op de huizenprijzen (Van den Noord, 2005).

Het Nederlandse consumentenvertrouwen volgde tot eind 2008 de Europese trend, maar liet vanaf het begin van 2009 een sterkere verslechtering zien dan in de rest van Europa. Het producentenvertrouwen volgt ook de beweging van het EU-gemiddelde, maar is evenals het consumentenvertrouwen de afgelopen jaren in absolute zin juist iets positiever geweest.

Het is niet op voorhand duidelijk wat precies de omvang van de effecten op de reële economie is van deze vertrouwenseffecten en of die omvang in Nederland groter is dan in andere landen. Maar dat het

gedaalde vertrouwen een negatief effect veroorzaakt is wel duidelijk. Zoals reeds gemeld is de particuliere consumptie gedaald met 2,7 procent in het eerste kwartaal. Huishoudens hebben in diezelfde periode hun spaartegoeden verhoogd met tien miljard euro. Investerings hebben in dezelfde periode een daling laten zien van 4,3 procent ten opzichte van het vierde kwartaal van 2008, na een daling van 4,9 procent in dat vierde kwartaal.

## Het herstellend vermogen van de Nederlandse economie

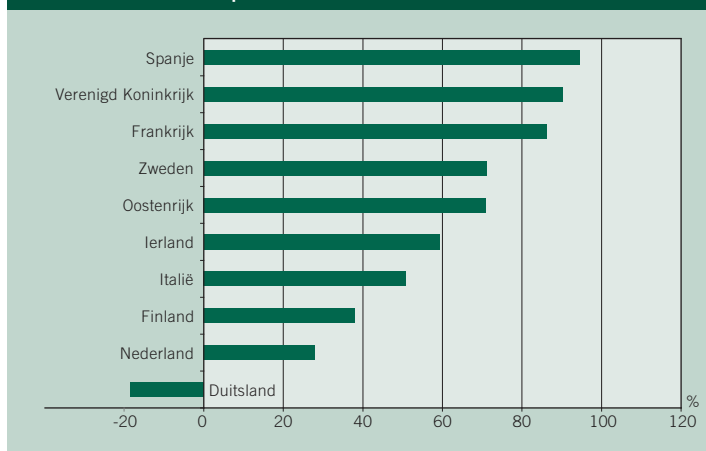
De Nederlandse economie is zowel in absolute als in relatieve zin kwetsbaar gebleken voor de financiële crisis. Een aantal kenmerken van de Nederlandse economie, zoals de omvangrijke exportsector, het internationaal georiënteerde financiële stelsel en de pensioenfondsen maakt nu juist dat Nederland hard wordt getroffen, ook relatief gezien binnen Europa. De situatie na de crisis is echter ook afhankelijk van het vermogen van de Nederlandse economie weer snel te herstellen. Twee factoren zijn hierbij van belang, namelijk de flexibiliteit van de arbeidsmarkt en de fiscale ruimte. Hoe flexibeler de arbeidsmarkt, des te kleiner is de kans dat de snel stijgende werkloosheid structureel wordt en het herstel bemoeilijkt. En hoe groter de fiscale ruimte, des te beter is de overheid in staat een bufferfunctie te vervullen.

De werkloosheid in Nederland was het afgelopen jaar minder dan drie procent en daarmee de laagste in Europa. De vacaturegraad was daarnaast nog bijzonder hoog, in aantallen lag het enkele maanden hoger dan de werkloosheid. De arbeidsmarkt vertoonde daarmee een zekere oververhitting, maar dit heeft niet tot overmatige loonstijgingen geleid omdat het arbeidsaanbod blijf heeft gegeven van een hoge mate van flexibiliteit.

Deze flexibiliteit komt voort uit het grote aantal parttime-werkers en uitzendkrachten. Dit betekent niet alleen een hoge arbeidsparticipatie, gemeten in personen, maar ook dat de werkloosheid zich snel aanpast aan de economische realiteit, zelfs al is de ontslagbescherming van werknemers met een contract voor onbepaalde tijd nog altijd relatief strikt. Daar

Figuur 4

Procentuele groei van de reële huizenprijzen tussen 2000 en 2007 (in procenten).



Bron: OESO





komt bij dat veel bedrijven de afgelopen jaren meer werknemers dan nodig hebben aangenomen om zich in te kunnen tegen de arbeidschaarste, en het is niet duidelijk hoe ze zullen reageren nu de conjunctuur is omgeslagen. Het is aannemelijk dat de meest kwetsbare groepen, zoals jongeren, het zwaarst worden getroffen door de stijgende werkloosheid, aangezien zij de minste ontslagbescherming genieten. Maar deze groepen zullen waarschijnlijk meer dan evenredig profiteren van een herstel op de arbeidsmarkt. De werkloosheid hoeft dus niet structureel toe te nemen en niet als een zware last op het herstel te drukken.

Bij aanvang van de financiële crisis was het begrotingsaldo van de overheid gunstig in vergelijking met de meeste EU-landen. Over de periode 2006–2008 zijn begrotingsoverschotten geboekt, in 2008 zelfs een procent van het bbp. Met een voor conjunctuur gecorrigeerd tekort van een half procent van het bbp in 2008 scoorde Nederland ook met zijn structurele saldo relatief goed, aangezien het Europese gemiddelde uitkwam op een structureel tekort van rond drie procent van het bbp. Dit gaf de Nederlandse overheid de ruimte om de economie te stimuleren via het laten oplopen van het tekort. Enerzijds via de automatische stabilisatoren, anderzijds via discretionaire maatregelen. Naar verwachting komt het nominale begrotingssaldo in 2009 al boven het toegestane tekort van drie procent van het bbp uit en zal het in 2010 zelfs boven de zes procent uitkomen (Europese Commissie, 2009). Daarmee verslechtert het saldo in totaal met meer dan zeven procent in amper twee jaar tijd, wat wel voor een sterke vraagimpuls zorgt, maar ook vraagt om een pijnlijke aanpassing daarna.

De overheidsschuld was in Nederland ook erg laag. Eind 2007 lag het schuldniveau rond 45 procent van het bbp en viel daarmee ruimschoots binnen de Europese norm van zestig procent; het was daarmee ook lager dan het Europees gemiddelde van bijna 59 procent van het bbp. De uitstekende startpositie van de Nederlandse overheidsfinanciën was een van de belangrijke factoren die het mogelijk maakte voor de overheid om met zware mid-

delen in te grijpen om de financiële markten te stabiliseren, zonder noemenswaardig verlies van kredietwaardigheid. In totaal werd voor meer dan negentig miljard euro aan reddingsoperaties uitgegeven. Daarnaast werden er nog voor vele miljarden garanties afgegeven, onder meer aan ING ter hoogte van 21 miljard euro.

Bij de bepaling van de fiscale ruimte van een land kan ook worden gekeken naar de lopende rekening van de betalingsbalans, van belang voor zover overheidsschuld wordt gefinancierd met buitenlands kapitaal of deze de privésector *de facto* dwingt hierop een beroep te doen. De positie van de lopende rekening van Nederland was ook uitstekend. In 2007 kwam die zelfs uit op een overschot van bijna tien procent van het bbp en behoorde daarmee tot de hoogste in Europa. In tegenstelling tot enkele andere Europese landen is de netto positie ook positief en is er dus geen netto externe behoefte aan kapitaal.

## Conclusie

De Nederlandse economie is relatief gevoelig voor de financiële crisis gebleken en zal dus door een diep dal gaan, mogelijk dieper dan het EU-gemiddelde. Maar het vermogen van de Nederlandse economie tot herstel is juist sterker dan in andere EU-landen. Er is een flexibele arbeidsmarkt met een laag startniveau van werkloosheid, en een hoge participatiegraad. Daarnaast maakte het begrotingsoverschot van de overheid het mogelijk de automatische stabilisatoren sterker te laten werken en extra maatregelen te nemen. Ook was de publieke schuld laag, wat het stabiliseren van de financiële markten vergemakkelijkte. Ten slotte was er een groot overschot op de lopende rekening. De Nederlandse economie is dus netto niet afhankelijk van buitenlandse financiering, zoals wel het geval is in andere zwaar getroffen eurolanden, zoals Spanje en Ierland, en heeft dus weinig te vrezen van het opdrogen van internationale kapitaalstromen.

## LITERATUUR

Centraal Planbureau (2008) *Is de huizenprijs in Nederland overgewaardeerd?* CPB memorandum nr 199. Den Haag: CPB.

Elmeskov, J. (2009) *The general economic background to the crisis*. Paper gepresenteerd op de G20 Workshop on the causes of the crisis: Key lessons, Mumbai, 24–26 mei.

Europese Commissie (2009) *Economic forecast spring 2009*. Brussel: Europese Commissie.

Internationaal Monetair Fonds (2008) *World Economic Outlook, chapter 4, financial stress and economic downturns*, 129–158. Washington: IMF.

Noord, P. van den (2005) *Tax incentives and house price volatility in the euro area: Theory and evidence*. *Économie internationale*, (101), 29–45.

Rabobank (2009) *Kwartaalbericht huizenmarkt*, mei. Utrecht: Rabobank.