

De dynamiek van schuldreductie

Verregaande beleidsmaatregelen hebben een grotere economische uitval door grootschalige schuldafbouw voorkomen. Nu deze beleidsmaatregelen worden teruggedraaid bestaat de vrees dat verdere vermindering van uitstaande schulden het economisch herstel teniet zal doen. De verbeterde nettovermogenspositie van gezinnen en bedrijven wijst er echter op dat het grootste deel van de benodigde schuldreductie al heeft plaatsgevonden.

Sinds de destijds revolutionaire publicatie *The debt-deflation theory of great depressions* van Irving Fisher in 1933 zijn economisten bekend met de negatieve uitwerking van een grootscheepse schuldafbouw op de economische groei. Deze plotselinge schuldafbouw wordt vaak voorafgegaan door een hausseperiode op de krediet-, effecten- en vastgoedmarkten, die eindigt in een financiële crisis. Wanneer de stijging van de overgewaardeerde vermogensprijzen evenwel omslaat in een prijsdaling breekt er paniek uit op de financiële markten. Als gevolg hiervan stijgt de spaarquote doordat consumenten en bedrijven zich terughoudend opstellen met hun uitgaven. Tezamen met een beperking van de kredietverlening zet dit een rem op de private bestedingen. Keynes maakte in zijn *General theory* duidelijk dat hier een taak is weggelegd voor de overheid: die kan met een compenserende toename van de overheidsuitgaven deze vraaguitval opvangen.

De huidige kredietcrisis komt in grote lijnen overeen met de theorieën van Fisher en Keynes. De crisis vond zijn oorsprong in een hausseperiode op de krediet-, effecten- en vastgoedmarkten. Met de almaar uitbreidende problemen, die hun beginpunt hadden in de *subprime*-vastgoedmarkt in de Verenigde Staten, waren marktpartijen niet langer bereid elkaar van krediet te voorzien en evenmin bedrijven en gezinnen. Zo raakten de westerse economieën in de zwaarste recessie sinds de Grote Depressie. Verregaande beleidsmaatregelen op monetair en begrotingsgebied, zowel in snelheid als omvang, zorgden echter voor een spoedig herstel van de economische groei in 2009. Hoewel het uitstaande krediet in de westerse economieën sindsdien een verdere nettodaling vertoonde (IMF, 2010a), zette het economisch herstel door, mede dankzij de aanhoudende overheidsstimulering. In haar recent gepubliceerde jaarverslag waarschuwt De Nederlandsche Bank echter: "Eerdere crises wijzen uit dat het proces van terugkeer naar normale schuldverhoudingen traag verloopt en de groei van

productie en werkgelegenheid voor lange tijd onder druk zet" (DNB, 2011). Nu de overheden zich gaan richten op het terugdringen van hun begrotingstekorten, is de vraag of de consumptie en bedrijfsinvesteringen voldoende blijven groeien om het effect van de verminderde overheidsbestedingen op de economische groei op te kunnen vangen.

Het toekomstige beloop van consumptie- en bedrijfsinvesteringen hangt nauw samen met de noodzaak van verdere schuldreductie.

Schuldopbouw voorafgaande en tijdens de kredietcrisis

Om een beter inzicht te krijgen in de houdbaarheid van de huidige schuldpositie is het goed de schuldontwikkeling sinds 2000 te beschouwen. Daarbij is het zinvol de schuldafbouw van de Verenigde Staten en Europa beide te bezien vanwege de onderlinge verschillen in schuldniveau en de onderliggende dynamiek. In de aanloop naar de crisis schoot in de Verenigde Staten de totale schuld als percentage van het bruto binnenlands product (bbp) voor de binnenlandse niet-financiële sector omhoog van 180 procent in 2000 naar een hoogtepunt van 245 procent van het bbp in 2009 (Federal Reserve, 2011). De belangrijkste aanjager in dit verband was de hypothecaire kredietverlening. In de eurozone liep dit percentage in dezelfde periode op van 116 procent tot 169 procent, maar hier was de toename vooral het gevolg van de oplopende schuldpositie van niet-financiële ondernemingen (ECB, 2011). In de Verenigde Staten leidde de groeiende schuldenlast met name op de huizenmarkt tot een drastische stijging van de vermogensprijzen. Door de hogere waarde van onderpanden zette dit een zichzelf versterkend proces in werking van almaar hogere prijzen en extra kredietverlening. Dit proces kon echter niet eindeloos doorgaan en in dit geval vormde de overkreditering aan minder kredietwaardige leners op de subprime-markt de spreekwoordelijke druppel. Zodra het slechte nieuws over oplopende betalingsachterstanden de markten in beroering bracht, werd krediet onmiddellijk buitensporig duur. Schuldafbouw werd het credo. De zichzelf versterkende spiraal van voortdurend stijgende prijzen en daarmee een hogere waardering van onderpand, en een verruiming van de kredietvoorwaarden was omgeslagen. Nu volgde een vicieuze cirkel van dalende activaprijzen en kredietvoorwaarden die steeds werden aangescherpt. De daling van het bbp heeft dit proces versterkt. De beleidsacties van autoriteiten hebben deze vicieuze cirkel doorbroken, waardoor de schuldafbouw welis-

MARITZA CABEZAS
Senior econoom bij ABN-AMRO

JOOST BEAUMONT
Econoom bij ABN-AMRO

waar niet is gestopt, maar wel geremd. De totale schuldpositie in de Verenigde Staten is sinds 2009 gestabiliseerd op zijn hoogste niveau op 245 procent van het Amerikaanse bbp, terwijl die in de eurozone eveneens is gestabiliseerd, maar op een lager niveau van 169 procent.

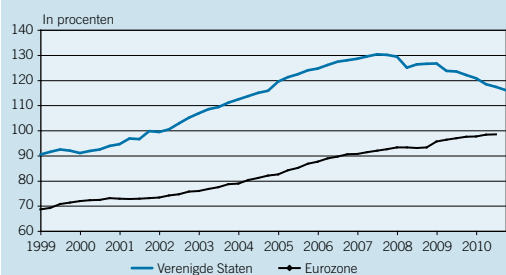
De schuldenlast van gezinnen

De schuldenlast van gezinnen, dat is de schuld gemeten als percentage van het beschikbare inkomen, groeide in de Verenigde Staten en de eurozone tot het begin van de crisis gestaag. Deze bereikte een piek van rond 130 procent in de Verenigde Staten en van 98 procent in de eurozone (figuur 1). In de Verenigde Staten gingen deze niveaus gepaard met wijdverbreide excessen, niet alleen bij de hypothecaire, maar ook bij de consumptieve kredietverlening. Daardoor verliep de schuldreductie onder Amerikaanse gezinnen na het barsten

van de bubbel agressiever en ook enigszins wanordelijker dan in de eurozone, met name bij de hypotheekschuld. De schuldreductie bestond gedeeltelijk uit een gestage toename van de spaarquote, die opliep van 1,8 procent in 2007 tot een piek van 7,2 procent in 2009 (figuur 2), waarmee schulden konden worden afgelost. Schuldaufbouw vormde echter meestal geen eenzijdig besluit van de kant van gezinnen. Dat bleek wel uit het hoge aantal achterstallige leningen en wanbetalingen op hypotheekleningen en de druk die de kredietverstrekkers uitoefenden door middel van aanscherping van de kredietvoorwaarden (Federal Reserve Bank, 2011a). Dit leidde in combinatie met een zwakke arbeidsmarkt tot een afzwakking van de consumentenbestedingen die aanhield van begin 2007 tot halverwege 2009, met negatieve gevolgen voor de economische groei. Het tempo waarin schulden werden verminderd leek gedurende 2010 in de Verenigde Staten af te zwakken. Na twee jaar van daling leek de consumptieve kredietverlening te stabiliseren (Federal Reserve Bank, 2010). Tegelijkertijd hield de daling van hypotheekschulden in het vierde kwartaal van 2010 aan, zij het in een trager tempo. Deze vertraging in de schuldreductie onder gezinnen is hoofdzakelijk het gevolg van de rally op de aandelenmarkten en de daaruit voortvloeiende vermogenstoename. Zolang de huizenmarkt niet herstelt, is een verbetering van de vermogenspositie van gezinnen afhankelijk van de aandelenbeurzen, die sterk profiteerden van de toegenomen winstgevendheid van het bedrijfsleven. Ondertussen hebben gezinnen in eurolanden hun schuldenlast juist vergroot, al ligt deze nog ver onder het niveau van de Verenigde Staten. Voor de eurozone als geheel is er geen probleem op de huizenmarkt, ondanks de lokale problemen in Ierland en Spanje. Een te grote schuldenlast voor gezinnen was dus voornamelijk een probleem in de Verenigde Staten. De negatieve economische gevolgen van de ingezakte huizenmarkt werden de afgelopen twee jaren echter getemperd door stijgende aandelenprijzen.

Figuur 1

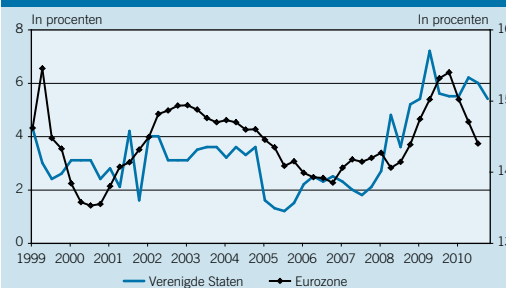
Schulden gezinnen in procenten van het beschikbare inkomen.



Bron: Thomson Reuters Datastream

Figuur 2

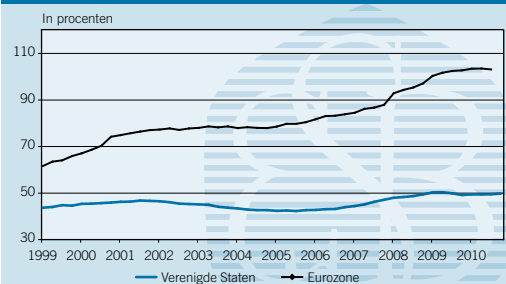
Spaarquote in procenten.



Bron: Thomson Reuters Datastream

Figuur 3

Schuldenlast bedrijfsleven in procenten van het bbp.



Bron: Thomson Reuters Datastream

Schuldopbouw door bedrijven

In voorgaande schulden crises beperkte de reductie van schulden zich niet alleen tot gezinnen; ook het bedrijfsleven kent afwisselende periodes van schuldopbouw en plotselinge schuldafbouw die veelal synchroon lopen aan de cycli bij gezinnen. In de eurozone laten de uitstaande schulden van bedrijven in de laatste tien jaar een opwaartse trend zien van 73 procent van het bbp naar 113 procent (figuur 3). De schuldenlast nam met name toe tussen 2004 en 2006, gestimuleerd door het economisch herstel en een sterke toename van fusies en overnames. Tegelijkertijd liet de verhouding tussen schuld en bbp van Amerikaanse bedrijven de afgelopen tien jaar een gematigde stijging zien vanaf 43 procent naar een historisch hoogtepunt van 51 procent in 2009. De reden is dat het Amerikaanse bedrijfsleven zich al tijdens de vorige recessie in 2001 gedwongen zag zijn schuld in hoog tempo te verminderen en daardoor de afgelopen jaren voorzichtiger opereerde.

Voor de eurozone en de Verenigde Staten is de schuld van bedrijven als percentage van het bbp gedurende de crisis gestabiliseerd, maar de samenstelling is wel gewijzigd. In de eurozone geschiedt de financiering traditioneel grotendeels op basis van bankkredieten. In de Verenigde Staten daarentegen is de uitgifte van obligaties de primaire financieringsbron. Tijdens de crisis gingen bedrijven in de eurozone zich eveneens veel meer financieren op de obligatiemarkt, terwijl bij Amerikaanse bedrijven hun al hoge gebruik van obligaties als financieringsbron verder toenam. Hierdoor werden de bedrijven minder geraakt door de krediet-schaarste. Bedrijven profiteren daarnaast van de extreem lage rentes, waardoor hun rentelasten fors zijn gedaald en ze zich nauwelijks genoodzaakt zagen om hun schulden te verminderen.

Voorgaande crises

Tijdens de huidige crisis zijn de schuld ratio's in de eurozone dus slechts gestabiliseerd en in de Verenigde Staten licht gedaald. Uit een vergelijking met andere recente bankencrisis in geavanceerde economieën kan ook een indruk worden verkregen van de vraag in hoeverre voor de huidige crisis verdere schuldafbouw valt te verwachten. De crises in Zweden, Noorwegen, Finland en Japan in de afgelopen twee decennia bieden goed vergelijkingsmateriaal omdat deze zijn

voorafgegaan door liberalisering in de financiële sector, die uiteindelijk leidde tot een versoepeling van kredietvoorwaarden en onderschatting van risico. De huidige crisis is voorafgegaan door financiële innovatie, met eenzelfde effect op kredietvoorwaarden en risicobeleid. Daarnaast werden de voorgaande crises ook voorafgegaan door excessieve kredietverlening en opbouw van prijshauses in bepaalde markten zoals die voor onroerend goed. Alle crises ontaarden ook in paniek bij marktparticipanten. Aan deze ontwikkelingen kan daarom voorspellende waarde worden ontleend ten aanzien van de ontwikkeling van enerzijds de kredietverlening en schuldafbouw en anderzijds economische groei na prijshauses.

De Scandinavische en Japanse bankencrisis tonen aan dat de schuldratio's bij recente crises terugvielen naar de niveaus van vóór de crisis of tot onder deze niveaus (Kounis *et al.*, 2008). Dit zou voor de huidige crisis een langdurige periode van schuldafbouw betekenen waarin zowel gezinnen als bedrijven hun schuld niveaus nog drastisch moeten verlagen. Indien echter ook de balansen van huishoudens en ondernemingen in ogenschouw worden genomen, ontstaat een meer bemoedigend beeld: de schuld ratio's zullen waarschijnlijk niet teruglopen naar de niveaus van vóór de crisis. De stijging van de actiefzijde van de balans vermindert de noodzaak om schulden te verminderen, aangezien hierdoor het nettovermogen stijgt. Het nettovermogen van gezinnen (activa minus passiva) daalde sterk gedurende de crisis maar bleef nog altijd boven het niveau van in de jaren tachtig en negentig. In de eurozone bleef de netto waardedaling beperkt, waarbij het nettovermogen als percentage van het bbp ook nog eens op een relatief hoog niveau is gebleven (ECB, 2011). Een vergelijkbare maatstaf voor het Amerikaanse bedrijfsleven – de ratio van schulden en totale activa – laat eenzelfde beeld zien (Federal Reserve Bank, 2011b). Ondanks de stijging van deze ratio in de afgelopen jaren is gestegen, is de ratio veel lager dan in de jaren tachtig en negentig. In de eurozone lijkt de situatie in het bedrijfsleven minder gezond, maar de situatie is de afgelopen kwartalen al aan de beterende hand. Gezien de vermogenspositie van gezinnen en bedrijven heeft de schuldafbouw al grotendeels gedurende de huidige crisis plaatsgevonden. In haar jongste jaarverslag heeft ook de Bank voor Internationale Betalingen de schuldvermindering na eerdere bankencrisis geanalyseerd (BIS, 2010). Bij de onderzochte 24 bankencrisis bleek dat de initiële schuldreductie bestond uit een daling van het uitstaande kredietbedrag met gemiddeld 39 procentpunt van het bbp. In de daaropvolgende jaren bleek de opgetreden schuldreductie voornamelijk samen te hangen met de bbp-groei. Een doorzettende economische groei kan de noodzakelijke vermindering van schulden dus fors verminderen.

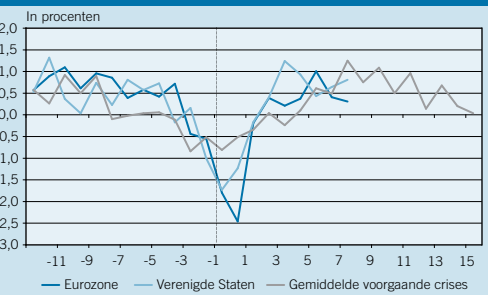
De vraag die overblijft, is welke gevolgen een proces van schuldafbouw kan hebben voor de economische groei. Ook daarvoor is het interessant te kijken naar eerdere bankencrisis die gelijkenis vertonen met de huidige. Hoewel de causaliteit tussen schuldafbouw en economische groei niet eenduidig blijkt te zijn, leren voorgaande bankencrisis dat reductie van uitstaande schulden in het verleden economische groei niet in de weg heeft gestaan. Figuur 4 en 5 laten zien dat het economische herstel destijds doorzette ondanks een nauwelijks groeiende en soms zelfs krimpde kredietverlening in de eerste vier jaar na het moment waarop deze crises hun hoogtepunt bereikten. Dit lijkt aan te geven dat hoewel de schuldafbouw na een bankencrisis een langetermijnproces is, dit het economisch herstel niet in de weg hoeft te staan. Ranchhod (2010) komt tot een vergelijkbare conclusie als hij stelt dat het door hem verwachte gematigde economisch herstel niet noodzakelijkerwijs betekent dat de economische groei beneden trendgroei ligt, maar eerder dat de groei nu niet de hoge groeicijfers tijdens de voorgaande herstelperiodes zal evenaren.

Conclusie

Bij beleidsmakers bestaat de vrees dat het economisch herstel na de kredietcrisis wordt gehinderd door schuldafbouw. Ook klassieke theorieën zoals die van Fisher en Keynes wijzen op de economische terugval die optreedt bij schuldvermindering na een crisis. Ervaringen met bankencrisis eind vorige eeuw laten echter zien dat schuldafbouw het economisch herstel niet hoeft te belemmeren. Bovendien is de vermogenspositie van gezinnen en bedrijven gunstiger dan bij

Figuur 4

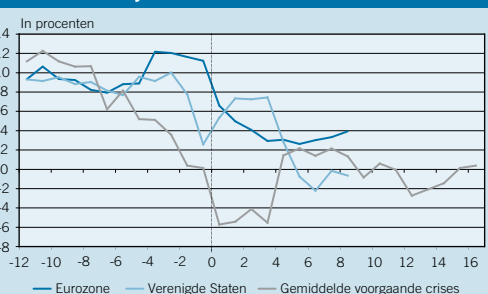
bbp voor en na systeemshok in procenten kwartaal-op-kwartaal (0 is kwartaal van systeemshok).



Bron: Thomson Reuters Datastream

Figuur 5

Kredietverlening voor en na systeemshok in procenten jaar-op-jaar (0 is jaar van systeemshok).



Bron: Thomson Reuters Datastream

eerdere bankencrisis waardoor minder schuldreductie is vereist. Deze bevindingen wijzen erop dat de schuldafbouw al grotendeels heeft plaatsgevonden waardoor het onwaarschijnlijk is dat de resterende reductie het economisch herstel teniet zal doen. Europese gezinnen blijken beter af te zijn dan Amerikaanse, die vanwege hun schuldenlast en de zwakke huizenmarkt nog steeds erg kwetsbaar zijn.

LITERATUUR

- BIS (2010) *80th annual report*. Basel: BIS.
- DNB (2011) *Jaarverslag 2010*. Amsterdam: De Nederlandsche Bank.
- ECB (2011) *Statistical data Warehouse*. Gegevens op www.ecb.int.
- Federal Reserve Bank (2010) *Consumer credit statistical release*. Statistisch bericht op www.federalreserve.gov.
- Federal Reserve Bank (2011a) *Senior loan officer opinion survey on bank lending practices*. Enquête resultaten op www.federalreserve.gov.
- Federal Reserve Bank (2011b) *Flow of funds*. Kwartaalstatistieken voor het vierde kwartaal van 2010 op www.federalreserve.gov.
- Fisher, I. (1933) *The Debt-deflation theory of great depressions*. *Econometrica*, 1(4), 337–357.
- IMF (2010a) *Global financial stability report*. GFSR, oktober.
- IMF (2010b) *World Economic Outlook, World economic outlook*, april.
- Keynes, J.M. (1936) *The general theory of employment, interest and money*. Londen: McMillan.
- Kounis, N., A. Schuiling en J. Beaumont (2008) *Bank rescue packages to limit length of recession*. *Fortis Bank Nederland International Economic Outlook*, 6 november, 15–20.
- Ranchhod, S. (2010) *Lessons from previous US recessions and recoveries*. *Reserve Bank of New Zealand Bulletin*, 73(1), 50.