

# Financiële crises en recessies

Recessies die het gevolg zijn van een financiële crisis zijn doorgaans diep en hardnekkig. Dat geldt ook voor de huidige recessie. Om eruit te raken is herstel van de financiële sector cruciaal. Overheden dienen zich daarom te richten op versterking van de balansen van de banken, waardoor de bankensector in staat wordt gesteld om bij te dragen aan een conjunctuurherstel door middel van een verantwoorde groei van de kredietverlening.

## NEELTJE VAN HOREN

Senior onderzoeker  
bij De Nederlandse  
Bank

## JAKOB DE HAAN

Hoofd onderzoek  
van De Nederlandse  
Bank en  
hoogleraar aan de  
Rijksuniversiteit  
Groningen

**H**et is relatief gemakkelijk om de goedkeuring van belastingbetalers te krijgen voor het gebruik van publieke middelen om openbare werken, belastingverlagingen, werkgelegenheidsmaatregelen en dergelijke te financieren. Het is veel moeilijker om belastingbetalers te laten inzien waarom hun geld gebruikt zou moeten worden om, alweer, een bank te redden. Maar is dit terecht? Worden publieke middelen verkeerd gebruikt door banken te redden, of anderszins te steunen, in de nasleep van een financiële crisis?

Het is niet moeilijk om te beargumenteren dat gemeenschapsgeld goed wordt besteed wanneer het redden van één bank voorkomt dat het hele financiële stelsel instort. De kosten van het instorten van het financiële stelsel kunnen zo groot zijn dat er goede redenen zijn om systeembanken overeind te houden. Het is echter veel moeilijker om het publiek ervan te overtuigen dat het verstandig is overheidsmiddelen te gebruiken om banken te redden die niet of minder essentieel zijn voor het voortbestaan van het financiële stelsel.

Maar het gezichtsveld is mogelijk te smal als de steun aan banken die in de kern gezond zijn alleen wordt bekeken vanuit het perspectief van handhaving van financiële stabiliteit. Een ander aspect dat van belang zou kunnen zijn, is de rol die de toestand van het bankwezen speelt tijdens de periode van conjunctuurherstel na een recessie. Uit onderzoek is gebleken dat kredietverlening door banken belangrijk is voor economi-

sche groei (De Haan *et al.*, 2012). Een cruciale vraag is dan ook of de economie, onder de huidige omstandigheden, weer zal gaan groeien zonder dat het bancaire stelsel eerst gezond wordt gemaakt. Als het weer gezond maken van de banken het herstelproces versnelt, dan kan het redden van banken, of het op een andere manier verlenen van overheidssteun aan banken, uiteindelijk ook in het belang zijn van de belastingbetaler. De academische literatuur heeft aan dit onderwerp weinig aandacht besteed. Van het onderzoek tot nu toe en van de ervaringen van andere landen kan echter veel geleerd worden.

## RECESSIES EN CRISES

Om de vraag te beantwoorden of de economie ook zonder een gezond bancaire stelsel zou kunnen groeien, moet eerst de aard van de huidige recessie worden begrepen, omdat economisch herstel voor elk soort recessie een andere beleidsreactie vergt. Uit onderzoek van Claessens en Kose (2013) blijkt dat recessies die volgen op een ernstige financiële crisis een ander karakter hebben dan 'normale' recessies. Het onderzoek heeft betrekking op OESO-landen over de periode 1960–2011. Kader 1 toont dat recessies die samenvallen met een ernstige financiële crisis veel langer duren, gepaard gaan met een veel sterkere productieafname, en leiden tot een veel groter cumulatief inkomensverlies dan 'normale' recessies en recessies die samenvallen met een minder ernstige financiële crisis.

De huidige recessie is uitzonderlijk omdat deze in diverse landen samenvalt met een kredietcrisis en een scherpe daling van de huizenprijzen. Omdat deze recessie volgde op een financiële hausse tegen de achtergrond van een lage en stabiele inflatie, zijn de schuldenlast en negatieve vermogensvorming van bedrijven en huishoudens erg groot en is bovendien de financiële sector zwaar beschadigd. Dit wordt ook wel een 'balansrecessie' genoemd, verwijzend naar een ongunstige verhouding tussen bezittingen en verplichtingen op balansen.

Uit economische literatuur valt op te maken dat het herstel van een dergelijke recessie doorgaans erg hoge kosten met zich meebrengt en vaak resulteert in een permanent inkomensverlies (Reinhart en Rogoff, 2009; Reinhart en Reinhart, 2010). De economische groei komt misschien wel weer terug op het eerdere niveau, maar het inkomensverlies tijdens de crisis wordt niet volledig goedge maakt.

Abiad *et al.* (2013) laten zien dat zowel in opkomende economieën als in ontwikkelde landen een kredietloos herstel inderdaad voorkomt, maar dat een dergelijk herstel over het algemeen traag verloopt en niet erg krachtig is, met een relatief sterk negatief effect op de groei van bedrijven in industrieën die afhankelijk zijn van extern krediet. Bovendien moet voor een kredietloos herstel worden voldaan aan een aantal voorwaarden. De belangrijkste is dat huishoudens bereid moeten zijn om meer te gaan consumeren, aangezien tijdens een conjunctuurherstel meestal niet bedrijfsinvesteringen maar de particuliere consumptie de belangrijkste bijdrage levert aan de groei van de economie. Bovendien moeten bedrijven in staat zijn om over te schakelen op externe financiering uit andere bronnen dan commerciële banken.

Op basis van deze voorwaarden is een kredietloos herstel onwaarschijnlijk in de huidige situatie. Ten eerste zijn huishoudens bezig met schuldafbouw en ze voeren hun consumptieve bestedingen dan ook niet op (DNB, 2013). En zonder deze motor is een kredietloos herstel veel problematischer, zo niet onmogelijk.

Ten tweede kunnen, zoals Ongena *et al.* (2013) aantonen, alleen bepaalde soorten bedrijven de klap van een afname van bankkrediet enigszins opvangen door gebruik te maken van alternatieve bronnen van externe financiering. Zij constateren bijvoorbeeld dat een verminderde beschikbaarheid van bankkrediet heeft geresulteerd in een significante daling van de winstgevendheid en de activa- en omzetgroei van kleine bedrijven en bedrijven met beperkt onderpand voor leningen; grote bedrijven en bedrijven met onderpand hadden hier echter geen last van. Dit impliceert dat vooral het mkb zwaar zal worden getroffen wanneer een herstel van de financiële sector te langzaam verloopt. Ook in ons land is het mkb in belangrijke mate afhankelijk van kredietverlening door banken. Volgens cijfers van de Rabobank (2013) trekt ruim driekwart van het mkb vreemd vermogen aan via zijn huisbank.

Overigens komen Takáts en Upper (2013) tot een meer optimistische conclusie. Op basis van een analyse van 39 crises in opkomende en ontwikkelde landen die vooraf gingen door uitbundige kredietgroei concluderen zij dat beperkte kredietgroei de economische groei na de crisis niet afremt. Een herstel zonder krediet lijkt gezien de vele literatuur die erop wijst dat dit wél het geval is, in de huidige situatie echter lastig. Dit werpt de vraag op wat beleidsmakers kunnen doen om het proces te versnellen.

### GROEIEN NA EEN BALANSRECESSIE

Belangrijke lessen kunnen worden geleerd uit de crises in Japan en in de Scandinavische landen Finland, Noorwegen en Zweden aan het begin van de jaren negentig van de vorige eeuw, waarmee de huidige situatie overeenkomsten vertoont. Zo was er niet alleen een bankencrisis, maar daalden de huizenprijzen ook fors, nadat deze eerder sterk waren gestegen, mede onder invloed van genereuze fiscale aftrekregels (figuur 2). De recessie als gevolg van de bankencrisis in deze landen was diep. Er zijn uiteraard ook diverse verschillen tussen de huidige en de toenmalige situatie, zoals de eurocrisis en het wereldwijde karakter van de huidige crisis, maar dit neemt niet weg dat uit de ervaringen van deze landen lessen kunnen worden getrokken.

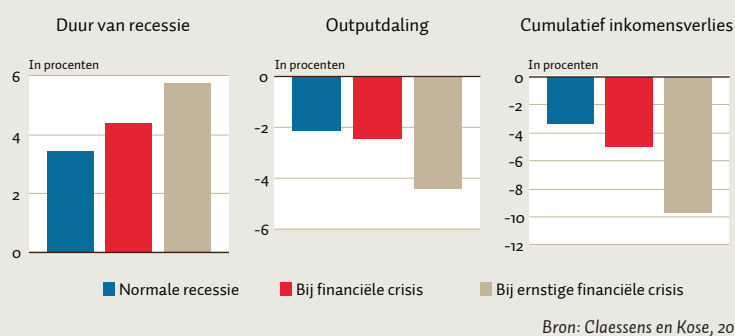
In reactie op de crisis gaven de Scandinavische overheden

## Reële effecten financiële crisis.

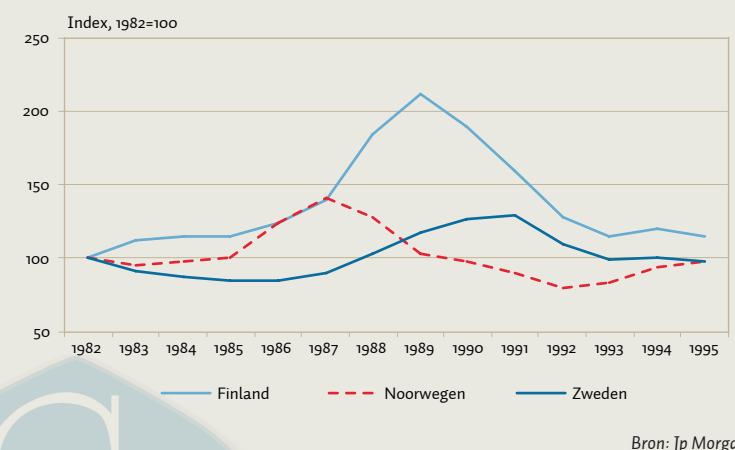
**KADER 1**

Figuur 1 geeft de reële effecten van financiële crisis weer. De duur van de recessie is het aantal kwartalen tussen het hoogste inkomensniveau voor de recessie en het laagste inkomensniveau tijdens de recessie. De outputdaling is de afname in output tussen het hoogste inkomensniveau voor de recessie en het laagste inkomensniveau tijdens de recessie. Het cumulatieve inkomensverlies combineert informatie over de duur en amplitude van de recessie en is een maatstaf voor de totale kosten van de recessie (percentage). Voor “duur van recessie” is het gemiddelde weergegeven, voor “amplitude” en “cumulatief inkomensverlies” de mediaan. Een recessie valt samen met een financiële crisis als de financiële crisis op het zelfde moment begint als de recessie of 1 jaar voor of 2 jaar na de top van de recessie. De ernstige financiële crises zijn de zwaarste vijftig procent van alle financiële crises gemeten aan de hand van de afname in output gedurende de recessie. De dataset bestaat uit data van 23 ontwikkelde landen voor de periode 1960-2011.

## Kenmerken recessies naar type crisis

**FIGUUR 1**


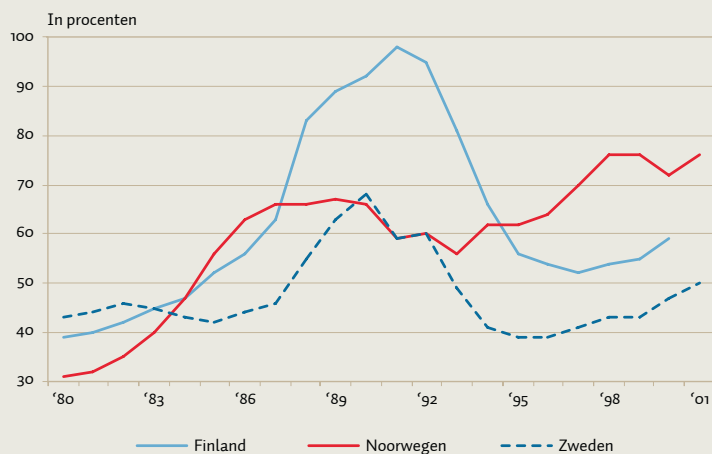
## Reële huizenprijzen in de Scandinavische landen

**FIGUUR 2**


aan balansherstel de hoogste prioriteit. Het aanpakken van de excessieve schuldenlast werd essentieel geacht, in de overtuiging dat alleen hiermee de basis kon worden gelegd voor een zichzelf in stand houdend conjunctuurherstel. In financieel opzicht betekende dit dat de balansen van de banken agressief werden gerepareerd door verliezen te nemen en door verkoop van activa, herkapitalisatie onder strenge voorwaarden

## Bankleningen in procenten bnp, 1980–2001

FIGUUR 3



Bron: Sandal, 2004

en vermindering van overtollige operationele capaciteit. Wat volgde was een relatief snel en zichzelf in stand houdend conjunctuurherstel.

Verder kwam de kredietverlening in Noorwegen, dat op veel grotere schaal banken nationaliseerde dan Finland en Zweden (Sandal, 2004), weer sneller op het niveau van vóór

de crisis. Japan koos een andere koers, waardoor de economie veel meer tijd nodig had om te herstellen (Borio, 2013).

## BEGROTINGSBELEID

Zowel de aangehaalde literatuur als de ervaringen in Japan en Scandinavië lijken ook relevant voor het budgettaire beleid. Zoals Borio (2013) aanvoert, is bij een balansrecessie *pump priming* (het aanzwengelen van de economie door verhoging van de uitgaven en, nog belangrijker, verlaging van de belastingen) mogelijk niet heel effectief. Wanneer de deelnemers aan het economische verkeer te veel schuld hebben, geven zij vaak prioriteit aan het aflossen van schuld, zodat extra inkomsten dus niet aan andere zaken besteed worden. In het meest extreme geval zal de marginale geneigdheid tot consumeren nul zijn.

In het geval van een balansrecessie kan dus worden bepleit dat gemeenschapsgeld effectiever wordt gebruikt door de reparatie en versterking van de balans van de private sector, waaronder ook die van financiële instellingen, te helpen financieren.

Door de balansen van de banken te versterken, stelt de overheid de bankensector in staat om bij te dragen aan een conjunctuurherstel met krediet. Dit kan de huishoudens die geen hoge schuldenlast hebben, helpen om hun uitgaven weer te verhogen. Kleine en middelgrote bedrijven die nu moeilijk aan financiering kunnen komen, kunnen hiervan profiteren, wat een noodzakelijke impuls aan de reële economie geeft. Bovendien is het belangrijk om te beseffen dat de overheid, en derhalve de belastingbetaler, als eigenaar of mede-eigenaar op lange termijn zelfs koerswinst kan boeken. Na de Noorse bankencrisis, bijvoorbeeld, heeft de Noorse overheid geleidelijk haar bankaandelen verkocht. Hiervan heeft de Noorse belastingbetaler per saldo geprofiteerd, doordat de gerealiseerde winst groter was dan de financiële steun die de overheid aan de banken had gegeven (Honkapohja, 2009).

Cruciaal is hierbij dat het nemen van verliezen als strenge voorwaarde wordt gehanteerd voor het toepassen van deze maatregelen. Als niet alle verliezen worden genomen, blijft er twijfel bestaan over de kwaliteit van de balans van banken en zullen de kosten van eigen vermogen en financiering dus niet dalen. Bovendien horen deze maatregelen uiteraard te leiden tot extra kredietschepping.

## CONCLUSIES

Recessies als gevolg van een ernstige financiële crisis zijn doorgaans diep en langdurig, zoals de recessies begin jaren negentig in Japan en Scandinavië illustreren. Hoewel de literatuur niet geheel eenduidig is, lijkt conjunctuurherstel zonder kredietverlening niet erg waarschijnlijk wanneer er sprake is van een balansrecessie. Dergelijke bijzondere omstandigheden vragen om bijzondere maatregelen en originele ideeën. Door hun vaak wankelende financiële positie zijn overheden niet in de positie om hun uitgaven sterk te verhogen. Als banken echter over weinig kapitaal beschikken, kan een relatief beperkte herkapitalisatie van banken een potentieel sterke stijging van de kredietverlening tot gevolg hebben. Hoewel het misschien niet mee zal vallen om het publiek ervan te overtuigen dat 'meer geld voor de banken' in hun eigen belang is, zijn er zeker goede economische redenen om deze aanpak toe te passen.

## LITERATUUR

Abiad, A.R., G. Dell'Ariccia en B. Li (2013) What have we learned about creditless recoveries? In: Claessens, S., M.A. Kose, L. Laeven en F. Valencia (red.) *Financial crises, consequences and policy responses*, te verschijnen.

Borio, C. (2013) The financial cycle and macroeconomics: what have we learnt? *BIS Working Paper*, 395.

Claessens, S. en M.A. Kose (2013) Financial crises: explanations, types, and implications. *IMF Working Paper*, 13(28).

Claessens S., M.A. Kose en M. Terrones (2009) *A recovery without credit: possible, but ...* *Opinie op vox.eu.org*, 22 mei.

DNB (2013) *Economische ontwikkelingen en vooruitzichten*, juni.

Haan, J. de, D. Schoenmaker en S. Oosterloo (2012) *Financial markets and institutions: a European perspective*. Cambridge: Cambridge University Press.

Honkapohja, S. (2009) The 1990's financial crises in Nordic countries. *Bank of Finland Research Discussion Papers*, 2009(5).

Ongena, S., J.L. Peydro en N. van Horen (2013) Shocks abroad, pain at home? Bank-firm level evidence on financial contagion during the recent financial crisis. *DNB Working Paper*, te verschijnen.

Rabobank (2013) *Visie op 2013. Financieren voor groei*. Utrecht: Rabobank.

Reinhart, C. en K. Rogoff (2009) *This time is different: eight centuries of financial folly*. Princeton: Princeton University Press.

Reinhart, C. en V. Reinhart (2010) After the fall. *NBER Working Paper*, 16334.

Sandal, K. (2004) The Nordic banking crises in the early 1990s – resolution methods and fiscal costs. In: More, T.G., J.A. Solheim en B. Vale (red.) *The Norwegian banking crisis. Norges Banks Occasional Paper*, (2004)33, 77–115.

Takáts E. en C. Upper (2013) Credit and growth after financial crises. *BIS Working Papers*, 416.

SINDS 1916