

# Het groeiscenario na een financiële crisis

Als gevolg van de financiële crisis is het bbp in veel landen sterk teruggevallen. Japan en Zweden illustreren dat er uiteenlopende groeiscenario's denkbaar zijn. De beleidsreactie maakt in ieder geval verschil en verrassingen zijn niet uitgesloten.

**D**at een forse bbp-terugval niet per definitie betekent dat het oude groeipad uit het zicht verdwijnt, blijkt uit de ontwikkelingen in Zweden in de afgelopen decennia. Na een kunstmatig hoge bbp-groei in de jaren tachtig, doordat de private sector zich na de liberalisatie van de financiële sector massaal in de schulden stak, viel het bbp begin jaren negentig weer terug. Door sterke prijsdalingen van onroerend goed en andere bezittingen, en faillerende kredietnemers leed het Zweedse bankwezen grote verliezen. Maar Zweden pakte de problemen in de financiële sector voortvarend aan (Bijlsma, 2009) en midden jaren negentig trad een zeer sterk herstel op. Uiteindelijk was de schade van de Zweedse financiële crisis in termen van bbp per capita van voorbijgaande aard, al duurde het tot na de eeuwwisseling voordat het verlies was goedge maakt, zoals figuur 1 laat zien. Pas toen kwam het reële bbp per capita weer uit boven de trendlijn over de jaren 1970–1990. Hoewel elementen uit de Zweedse aanpak van de problemen in de financiële sector nu andere landen ter inspiratie dienen, is het Zweedse groeiscenario in zijn geheel niet zo eenvoudig te kopiëren. Een belangrijk onderdeel van de Zweedse beleidsstrategie was eind 1992 de stap uit het Europese Monetair Stelsel. Daardoor deprecieerde de Zweedse kroon in effectieve termen bijna dertig procent en kon de monetaire beleidsrente worden verlaagd. In reactie daarop kwam een exportgedreven herstel op gang dat samen met de lagere rente een einde maakte aan de activaprijsdalingen en de faillissementsgolf indamde. Dit herstel reduceerde de onzekerheid in het bankwezen over wat precies de goede activa waren en wat de slechte, wat de reorganisatie van de financiële sector vergemakkelijkte. Nu ligt een exportgedreven herstel voor veel landen een stuk lastiger omdat de gehele wereld-economie in een neergang verkeert en veel landen het wisselkoersinstrument niet meer tot hun beschikking hebben. Bovendien is het onvermijdelijk dat de onzekerheid over de kredietkwaliteit van de bancaire bezitting nog aanhoudt, zo lang er in de meeste landen nog geen sprake is van een robuust herstel. Het huidige angstbeeld is dat de financiële crisis tot een oplopend welvaartsverlies leidt doordat de eco-

nomie op een pad met een lagere trendgroei terecht komt. Deze situatie deed zich in Japan voor tijdens het decennium van de jaren negentig, dat volgde op een ineenstorting van grond- en onroerendgoedprijzen begin jaren negentig en een bijgaande verzwakking van de balansen van het bedrijfsleven. Figuur 2 laat zien hoe de trendmatige groei van het reële bbp per capita terugviel van drie procent per jaar in de jaren zeventig en tachtig tot nauwelijks een procent tussen 1990 en 2008. Ter relativering kan worden opgemerkt dat Japan zich sowieso op een onhoudbaar hoog pad bevond en dat de groei afname demografisch gezien onvermijdelijk was vanwege het afnemende aandeel van de beroepsgeschikte bevolking in de totale bevolking. Maar deels was de malaise ook een gevolg van een ongelukkig beleidsaanpak. De monetaire beleidsreactie op de deflationaire prijscrisis was traag en de overheid stelde geen orde op zaken in de financiële sector, waardoor de kredietverlening zeer inefficiënt bleef. Japanse banken hielden insolvable, inefficiënte failliete bedrijven overeind om afschrijvingen op de uitstaande bedrijfsleningen te voorkomen. Tegelijkertijd was het voor nieuwe, efficiëntere bedrijven moeilijk om bancaire krediet te krijgen vanwege de verzwakte bankbalansen. Aldus bleven in Japan op veel markten inefficiënte bedrijven actief, waardoor een onontkoombaar saneringsproces werd verstoord (Caballero *et al.*, 2008).

## De beleidsreactie maakt verschil

De Japanse ervaringen onderstrepen het belang van een goed functionerende bancaire sector. Als de kredietverlening aan solvabele huishoudens en bedrijven spaak loopt, wordt de groei onnodig gedrukt. In dat kader is het belangrijk dat banken goed zijn gekapitaliseerd en dat het probleem van de slechte activa adequaat is geadresseerd. Voorts is het belangrijk te voorkomen dat niet-bedrijfseconomische motieven, zoals verdoezeling van verliezen of angst voor werkgelegenheidsverlies, een rol gaan spelen in de kredietverlening vanwege de mogelijke schade aan het proces van creatieve destructie. Ook de beleidsreactie op andere terreinen dan de financiële sector maakt verschil. Overheden dienen ervoor te waken dat op de arbeidsmarkt geen onomkeerbare negatieve dynamiek op gang komt zoals in Nederland, België, Frankrijk en Italië gebeurde na de tweede oliecrisis. Destijds daalde de arbeidsparticipatie van oudere werknemers, die in veel Europese landen met vervroegde uittredingsregelingen de arbeidsmarkt verlieten, en ontstond door de

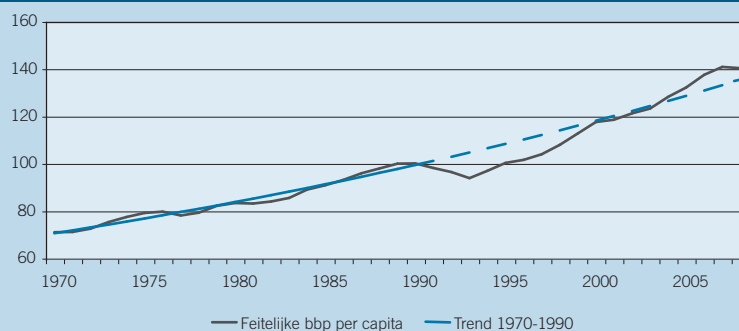
weinig activerende sociale zekerheid een kern van langdurig werklozen die steeds verder van de arbeidsmarkt kwam af te staan. De Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk, twee landen die destijds al over een relatief flexibele arbeidsmarkt beschikten, groeiden al snel weer op de oude voet verder. Verder ligt er een belangrijke verantwoordelijkheid bij de autoriteiten voor het monetaire beleid, en wel om een periode van langdurige prijsdalingen te vermijden, en economieën te behoeden voor een doorschietend aanpassingsproces. Dit is een van de belangrijkste lessen van de Grote Depressie. Alle Europese landen leden in de jaren dertig een bbp-verlies ten opzichte van de oude groeitrend in de jaren twintig. Maar Nederland en andere landen die lang vasthielden aan de Gouden Standaard, zoals Frankrijk en België, maakten een veel moeizamere economische ontwikkeling door dan het Verenigd Koninkrijk, Zweden en andere landen die de Gouden Standaard in 1931 verlieten. Het restrictievere monetaire beleid dat de Gouden Standaard vereiste had een kostbaar aanpassingsproces tot gevolg met een forse deflatie, een grootschalige bestedingsuitval, veel faillissementen en een sterk oplopende werkloosheid. Ten slotte is het van groot belang dat overheden alles op alles zetten om het vertrouwen op de internationale financiële markten te herstellen. De effecten van deze financiële crisis op het mondiale groeipad worden groter naarmate de investeringen langduriger achterblijven. Dit laatste kan gebeuren als het vrije kapitaalverkeer weer aan restricties zou worden onderworpen, als beleggers een te grote liquiditeitsvoorkeur vertonen en als de risicopremies langdurig op hoge niveaus blijven liggen.

## Verrassingen niet uitgesloten

Hoe goed de beleidsaanpak ook moge zijn, er is geen ruimte voor overdreven optimisme. Na de Latijns-Amerikaanse schuldencrisis en na de Aziëcrisis kwamen de meeste getroffen landen uiteindelijk op een groeipad terecht evenwijdig aan, maar lager dan het oude groeipad (Cerra en Saxena, 2008). De ervaring leert dat financiële crises het niveau van de beschikbare productiefactoren gedurende een zekere tijd negatief beïnvloeden, en soms, zoals in Japan, ook de efficiëntie waarmee de productiefactoren in onderlinge samenhang worden ingezet. Groepen werknemers verlaten voorgoed de arbeidsmarkt terwijl de kapitaalgoederenvoorraad naar een lager niveau terugvalt, doordat bedrijven investeringen afblazen, overcapaciteit afschrijven die in voorgaande jaren op basis van te optimistische afzetverwachtingen is gecreëerd of gewoonweg failliet gaan. Niettemin is een positieve verrassing nooit uitgesloten. Zo groeide bijvoorbeeld het Nederlandse bbp per capita in de jaren negentig veel sterker dan op basis van de trend in de voorgaande twee decennia kon worden verwacht, omdat de vrouwenparticipatie sterk steeg. Mogelijk dat nu in Nederland draagvlak ontstaat voor een nieuwe verrassing, in de vorm van een verdere verhoging van de ouderparticipatie,

Figuur 1

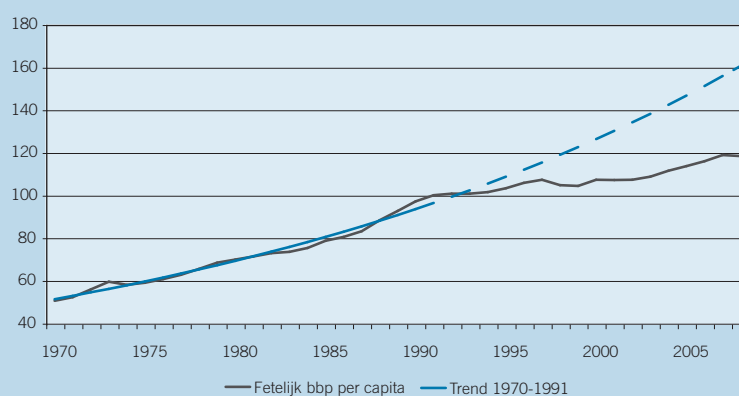
Trend en feitelijk bbp per capita Zweden, index (1990 = 100).



Bron: OESO

Figuur 2

Trend en feitelijk bbp per capita Japan, index (1991 = 100).



Bron: OESO

zoals tijdens de economische crisis van begin jaren tachtig ook ineens ruimte ontstond voor verregaande beleidsingrepen. En ook op de technologische vooruitgang mag enige hoop worden gevestigd. Hoe diep de Grote Depressie ook was in de Verenigde Staten, eind jaren dertig volgde een zeer krachtig herstel waardoor de Amerikaanse economie al snel boven de oude trend uit de jaren 1910–1929 uitkwam. Dit was mede het gevolg van allerlei proces- en productinnovaties tijdens de jaren dertig, welk decennium nu zelfs te boek staat als het meest innovatieve decennium uit de vorige eeuw (Field, 2003).

## Conclusie

De geschiedenis leert dat er na een financiële crisis meerdere groeiscenario's denkbaar zijn. Dat bijna de gehele wereld is geraakt, maakt dat de traditionele beleidsstrategie van een exportgedreven groei moeilijker te verwezenlijken is. Niettemin zijn er wel andere aangrijpingspunten voor het beleid om de permanente schade voor het bbp te beperken, zoals een goed functionerende financiële sector. Het is belangrijk om niet het vertrouwen in de marktwerking te verliezen. Bij goed werkende markten is er een grotere kans op een positieve verrassing in de vorm van belangrijke proces- en productinnovaties.

### LITERATUUR

- Bijlsma, M. (2009) Nederland neemt Zweedse crisislessen onvoldoende serieus. *Me judice*, 2, 19 april 2009.
- Caballero, R., T. Hoshi en A. Kashyap (2008) Zombie lending and depressed restructuring in Japan. *American economic review*, 98(5), 1943–1977.
- Cerra, V. en S. Saxena (2008) Growth dynamics: the myth of economic recovery. *American economic review*, 98(1), 439–457.
- Field, A. (2003) The most technologically progressive decade of the century. *American economic review*, 93(4), 1399–1413.