

Implosie wereldhandel niet door beperkte kredietverlening

Tussen oktober 2008 en februari 2009 dook het wereldhandelsvolume met ongekende snelheid naar beneden. Beperkte kredietverlening wordt onterecht als veroorzaker daarvan gezien. Onderzoek wijst juist op geen of slechts een beperkte bijdrage van de kredietverlening aan de wereldhandelsimplosie.

Als onderwerp van economisch onderzoek was de conjunctuur in het wereldhandelsvolume lange tijd onderbelicht. Enigszins begrijpelijk, want de schommelingen in het wereldhandelsvolume zijn de afgelopen decennia vrij bescheiden geweest en regelrechte krimp werd niet vaak waargenomen. Het wetenschappelijke economische onderzoek richtte zich dan ook vooral op de vraag wat die sterke groeitrend kon verklaren (Baier en Bergstrand, 2001), maar kredietverlening speelde daarin tot nu toe geen rol.

De belangrijkste drijvende kracht achter de aanhoudende handelsgroei van de afgelopen decennia is de economische groei geweest. Groeiende inkomens en volumes bruto binnenlands product (bbp) deden de vraag naar buitenlandse producten steeds maar toenemen, waardoor het handelsvolume mee omhoog

ging. Aanhoudende internationale economische integratie zorgde er zelfs voor dat de wereldhandelsgroei de economische groei decennialang kon overtreffen (Feenstra, 1998). Die aanhoudende economische integratie werd versterkt door de gestage afbouw van allerlei handelsbarrières. Na de Tweede Wereldoorlog is het handelsbeleid in het Westen enorm versoepeld. Dit kwam in de jaren tachtig voor Zuid-Amerika en Zuidoost Azië op gang. Technologische vooruitgang en verticale specialisatie zijn twee andere veelgenoemde factoren achter de bijna onstuitbare handelsgroei. Technologische vooruitgang maakt lagere, internationale, transportkosten en efficiëntere logistieke afhandeling van handelsstromen mogelijk (Hummels, 2007). Verticale specialisatie veroorzaakt opsplitsing van de productieketen (Berghuis en Den Butter, 2009). Hierdoor kunnen onderdelen van het productieproces nu in het daarin meest gespecialiseerde of goedkoopste land plaatsvinden en worden de resulterende halffabricaten via extra handelsstromen naar de volgende schakel in de productieketen gebracht. Verticale specialisatie vergroot *en passant* ook de totale omvang van de voorraden binnen de productieketen,

SINDS 1916

GERARD VAN
LEEUWE EN ALLARD
BRUINSHOOFD

Stagiair en senior econoom
bij de Rabobank

omdat elke schakel zijn eigen voorraadpositie in het oog houdt.

Op basis hiervan kunnen al lessen worden getrokken voor wat betreft de factoren achter de scherpe handelsrecessie van eind 2008 tot begin 2009 (figuur 1). Het bbp-volume viel mondiaal namelijk flink terug, wat op basis van de resultaten uit het verleden een deel van de handelsrecessie kan verklaren. Handelsbeleid, technologische vooruitgang en verticale specialisatie kennen een veel minder scherpe conjunctuur en hebben aan de acute handelsimplosie waarschijnlijk niet of nauwelijks bijgedragen.

Rol van kredietverlening

Kredietverlening is bij uitstek een factor die de handel op de korte termijn hard kan raken, vooral in de hoogspanningsmaanden in het financiële systeem na de val van Lehman Brothers. Kredietverlening en handel komen het dichtst bij elkaar in de vorm van handelsfinanciering. Als de markt voor handelsfinanciering wordt beschreven aan de hand van de belangrijkste verstrekkers van dit type krediet, dan kunnen drie dragende spelers worden onderscheiden. Banken zijn de belangrijkste aanbieders van handelskrediet. Van de verschillende vormen die zij aanbieden, is de voorwaardelijke bankgarantie (*letter of credit*) de meest bekende. Daarnaast verlenen bedrijven elkaar handelskrediet. Normaliter wordt ongeveer 25 procent van de internationale handelstransacties op deze wijze bilateraal gefinancierd. Exportverzekeraars ten slotte stellen bedrijven in staat zich te verzekeren tegen situaties waarin de importeur niet betaalt.

Onderzoek naar de handelskredietverlening gedurende de Azië-crisis wijst uit dat al deze aanbieders hun aanbod beperkten (Love *et al.*, 2007). Maar de jongste handelsrecessie laat zien dat bijvoorbeeld de bilaterale handelsfinanciering tussen bedrijven geen enkele rol heeft gespeeld in de verklaring van de handelskrimp (Levchenko *et al.*, 2009).

Belang van kredietverlening

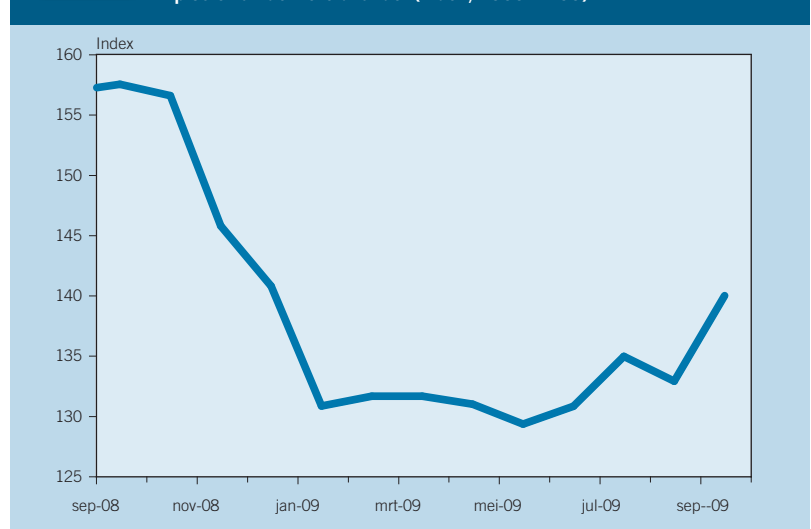
Om het oorzakelijke verband van handelskredietverlening op handelsvolumes vast te kunnen stellen, kan worden gekeken naar de invoervolumes van de Verenigde Staten, 's werelds grootste importeur. In de Verenigde Staten ging een daling van het invoervolume hand in hand met een aanscherping van de kredietstandaarden; niet alleen gedurende de huidige kredietcrisis, maar ook al tijdens de dotcomcrisis aan het begin van deze eeuw (figuur 2). De vraag is of het een oorzakelijk verband is of het resultaat van een derde factor waarvoor in de analyse niet wordt gecontroleerd. In het laatste geval kan de invoerdaling door andere factoren veroorzaakt zijn, die ook nog tegelijkertijd een aanscherping van de kredietstandaarden in de hand werken, bijvoorbeeld een scherpe verslechtering in de economische vooruitzichten. Door middel van een uitgebreide regressieanalyse kan deze vraag worden beantwoord.

De invoer wordt hierin als errorcorrectie-proces gemodelleerd, waarbij het invoervolume op de lange termijn wordt verklaard uit het bbp-volume, de hoogte van de invoerrechten, de technologische vooruitgang en verticale specialisatie. Tabel 1 presenteert de regressie-uitkomsten (kolom 1). Opvallend is het resultaat dat hogere invoerrechten en technologische vooruitgang een handelsbevorderend, respectievelijk handelsremmend effect hebben. Theoretisch zijn die verbanden juist het tegenovergestelde, maar waarschijnlijk zijn zij beter te identificeren door middel van een cross-sectie vergelijking tussen landen dan in de hier toegepaste tijdreeksanalyse. Het bbp-volume en verticale specialisatie hebben het verwachte, handelsbevorderende effect, waarbij het bbp-volume de grootste statistische en economische significantie heeft.

De resultaten tonen daarnaast dat aanscherpingen van de kredietstandaarden op korte termijn een statistisch significant, handelsbelemmerend effect hebben. Scherpere kredietstandaarden remmen dus de invoer, ook als wordt gecorrigeerd voor de economische stand van zaken (bbp-volume, wisselkoersen) en vooruitzichten (vertrouwen van producenten en consumenten). Doorvertaald naar mondiale effecten op de handel zorgt dit door de omvang van de Amerikaanse economie al voor een aanzienlijk effect. Als dit proces in meerdere landen tegelijkertijd opspeelt, zoals mogelijk na de val van Lehman Brothers, kan het helpen om de scherpe val van het wereldhandelsvolume te verklaren.

Figuur 1

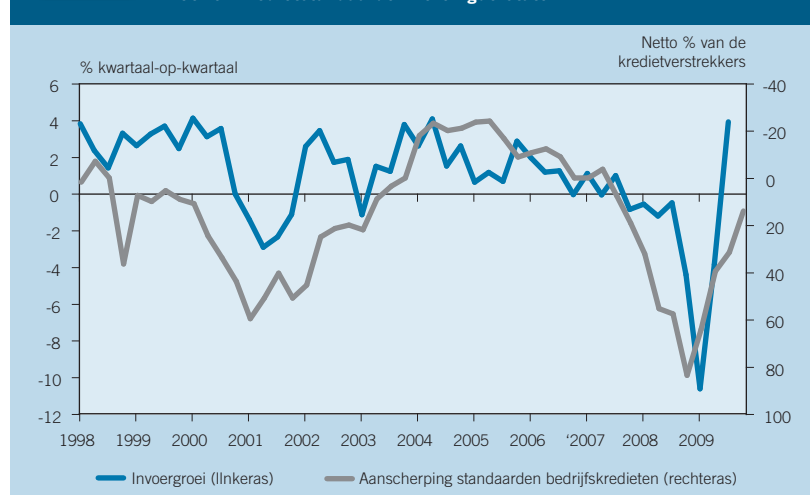
Implosie van de wereldhandel (index, 2000 = 100).



Bron: Centraal Planbureau

Figuur 2

Invoer en kredietstandaarden Verenigde Staten.



Bron: Reuters EcoWin

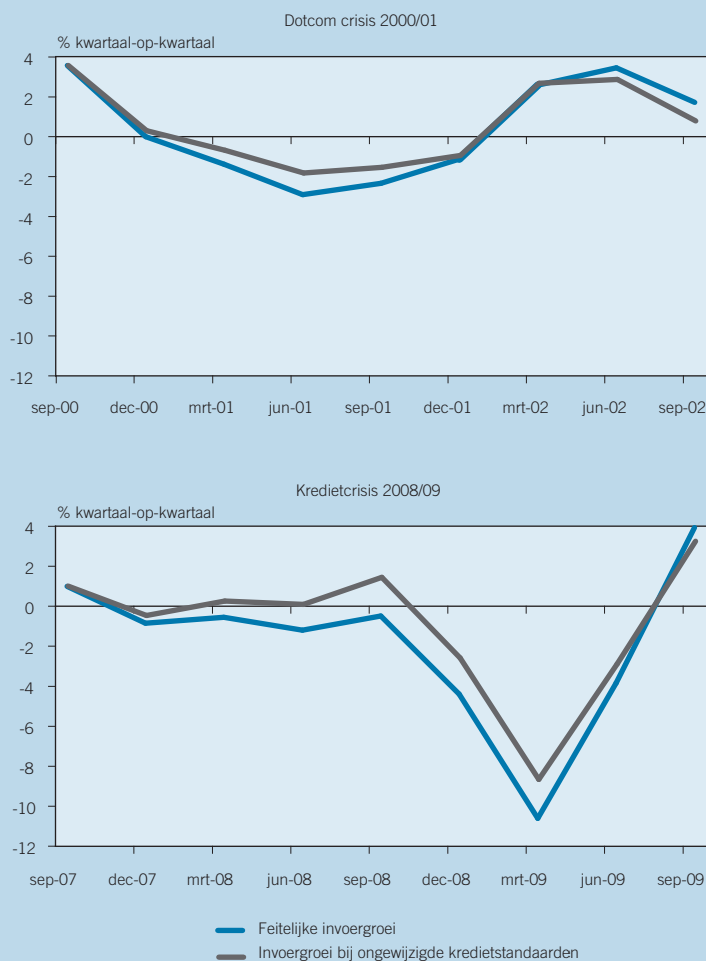
Beperkte bijdrage aan handelsimplosie

Het blijkt dat scherpere kredietstandaarden, hoewel zij handelsremmend werken, allermindst de hele wereldhandelsimplosie kunnen verklaren. Figuur 3 illustreert dit door de feitelijke invoergroei te vergelijken met de groei die genoteerd zou zijn geweest als de kredietstandaarden niet waren aangescherpt. Het betreft hier wederom data voor de Verenigde Staten en bekeken wordt de invoergroei rondom de dotcomcrisis van 2000/2001 en de huidige kredietcrisis. Het gat tussen de twee lijnen geeft telkens de grootte van het effect van scherpere kredietstandaarden weer, op basis van de resultaten uit kolom 1 van tabel 1 (Van Leeuwe, 2009). Figuur 3 toont dat de invoerkrimp zowel rond de dotcomcrisis als ten gevolge van de kredietcrisis geringer was geweest als de kredietstandaarden niet waren aangescherpt. In het tweede kwartaal van 2001 kromp de Amerikaanse invoer bijvoorbeeld met drie procent kwartaal-op-kwartaal (k-o-k) en bij ongewijzigde kredietstandaarden was dat 1,8 procent geweest. In het eerste kwartaal van 2009 bedroeg de Amerikaanse invoerkrimp 10,7 procent k-o-k en dat was bij ongewijzigde kredietstandaarden 8,7 procent geweest. Scherpere kredietstandaarden zijn dus relevant, maar hebben in beide gevallen tegelijkertijd een relatief beperkte impact op de handel. Rondom de dotcomcrisis valt van de maximale invoerkrimp slechts de helft aan de scherpere kredietstandaarden toe te wijzen. Van de handelskrimp in het eerste kwartaal van 2009 16,3 procent jaar-op-jaar is nog niet eens de helft op het conto van scherpere kredietstandaarden te schrijven.

Deze resultaten staan niet op zichzelf. De OESO trok eerder dit jaar op basis van een veel ruwere analyse al een vergelijkbare conclusie; de val van de wereldhandel blijft grotendeels onverklaard, ook als voor scherpere kredietstandaarden

Figuur 3

De handelsgroei met en zonder scherpere kredietstandaarden.



Bron: Reuters EcoWin, eigen berekeningen

wordt gecorrigeerd (OESO, 2009). Levchenko *et al.* (2009) vinden met een veel gedetailleerdere onderzoeks aanpak geen enkel effect van handelskredietverstrekking tussen bedrijven op de Amerikaanse invoer.

De transmissie van kredietverlening naar wereldhandel

De analyse tot nu toe is vooral gericht geweest op het vaststellen van het oorzakelijke verband tussen scherpere kredietstandaarden die de handel beïnvloeden. Het transmissiemechanisme verdient echter ook aandacht.

Veel bedrijven financieren hun werkkapitaal met externe middelen, voornamelijk bancair krediet. Wanneer dat krediet minder beschikbaar wordt, kunnen bedrijven hun bancaire financieringsbehoefte verminderen door het werkkapitaal te reduceren. Voorraden zijn een voor de hand liggende bezuinigingspost, gezien de lage aanpassingskosten.

Tabel 1

Empirische analyse Amerikaanse handelsgroei¹.

	1	2
Mutatie kredietstandaarden (t)	-0,0053 (0,0180)	0,0023 (0,0183)
Mutatie kredietstandaarden (t-1)	-0,0326* (0,0178)	-0,0238 (0,0184)
Mutatie kredietstandaarden (t-2)	-0,0365** (0,0175)	-0,0254 (0,0185)
Mutatie kredietstandaarden (t-3)	-0,0327** (0,0155)	-0,0192 (0,0174)
Mutatie kredietstandaarden (t-4)	-0,0320** (0,0151)	-0,0265* (0,0152)
Mutatie reële effectieve wisselkoers (t)	-0,005 (0,0008)	-0,0004 (0,0007)
Mutatie consumentenvertrouwen (t)	0,0003 (0,0003)	0,0003 (0,0003)
Mutatie producentenvertrouwen (t)	0,0001 (0,0002)	0,0001 (0,0002)
Mutatie transportkosten (t)	1,2223** (0,4663)	1,1348** (0,04612)
Investeren in voorraden (t)	-	0,3611 (0,2266)
Invoervolume (t-1)	-0,3500*** (0,0859)	-0,3482*** (0,0844)
Bbp-volume (t-1)	1,6546*** (0,2596)	1,5031*** (0,2722)
Invoerrechten (t-1)	0,0102 (0,0067)	0,0061 (0,0071)
Technologische vooruitgang (t-1)	-0,3380*** (0,0463)	-0,2956*** (0,0527)
Verticale specialisatie (t-1)	0,8469 (1,0967)	0,0980 (1,1753)
N	57	57
Gecorrigeerde R ²	0,5976	0,6118

¹ Afhankelijke variabele is de kwartaal-op-kwartaal groeivoet van het Amerikaanse invoervolume. Schattingsperiode: 1991 kw4 – 2005 kw4. Standaardfouten tussen haakjes.

* Significant op tienprocent-niveau; ** significant op vijfprocent-niveau; *** significant op éénprocent-niveau.

Kredietruimte kan eenvoudig worden uitgespaard door uit voorraden te leveren en te wachten met het plaatsen van nieuwe orders. De observatie dat eind 2008 al een flinke voorraadafbouw in de Verenigde Staten werd waargenomen is hiermee in overeenstemming.

De invloed van voorraadvorming op de wereldhandels-groei blijkt aanzienlijk te zijn (tabel 1, kolom 2). Statistisch is het belang van voorraadvorming in een tweezijdige toets net niet met negentig procent betrouwbaarheid vast te stellen, maar in economische zin is het aanzienlijk. Bovendien neemt de directe verklaringskracht van scherpere kredietstandaarden op de handelsvolumes af wanneer de voorraadvorming in de analyse wordt meegenomen. Dat ondersteunt ook weer de intuïtie dat een deel van de impact van scherpere kredietstandaarden op de wereldhandel inderdaad via de voorraadvorming loopt. Daarnaast blijkt uit niet gerapporteerde extra regressies dat de voorraadvorming, los van mutaties in voorraadkosten en afzetvooruitzichten, ook door mutaties in de kredietstandaarden wordt beïnvloed. Echter, ook op basis van deze uitgebreidere analyse blijft het aandeel van de kredietverlening in de wereldhandelsimplosie in relatieve zin beperkt.

Vooruitzichten wereldhandel

Naast een beter begrip van ontwikkelingen uit het recente verleden biedt de analyse ook handvatten voor het duiden van het wereldhandelsherstel in de nabije toekomst.

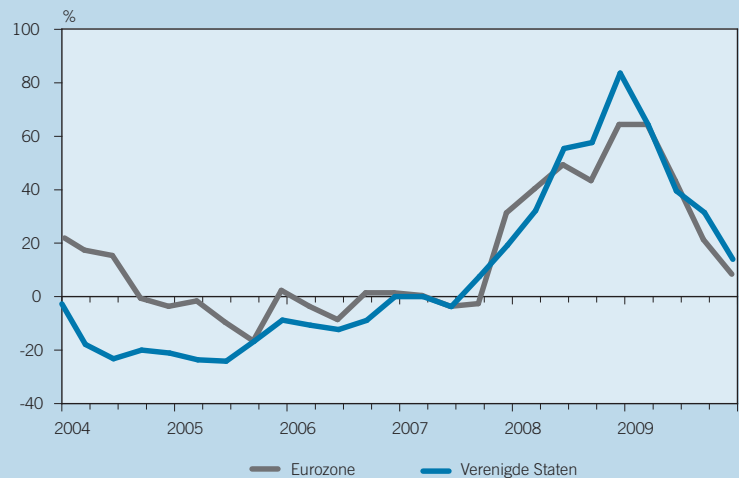
Allereerst is de remmende werking op de wereldhandel van de aanhoudende aanscherping van de krediet-eisen inmiddels achter de rug. Figuur 4 toont de ontwikkeling van de gebruikte maatstaf voor kredietstandaarden: het netto percentage van *senior loan officers* dat aangescherpte kredietstandaarden rapporteert. Hoewel strikt genomen de kredietstandaarden volgens de senior loan officers dus nog steeds worden aangescherpt, neemt het remmende effect ervan op de handelsgroei al zo sterk af dat het kan bijdragen aan het wereldhandelsherstel.

Daarnaast neemt de voorraadafbouw van de eerste helft van 2009 in steeds meer landen sterk af en slaat deze in een aantal landen zelfs al om naar voorraadopbouw (Rabobank, 2009). Ook dat steunt het handelsherstel, al zal dat voor een deel afhangen van de snelheid waarmee de handelskredietverlening weer op gang kan komen. Want de financiële sector blijft de komende tijd belast met het afbouwen van zijn schuldeffboom en het versterken van de kapitaalbuffers, waardoor er minder ruimte kan zijn voor snelle uitbreiding van de handelskredietverlening en de financiering van werkkapitaal.

Het herstel van de handelsgroei hangt verder nauw samen met het tempo van het economische herstel, aangezien de omvang van de economische activiteit de belangrijkste determinant is van het wereldhandelsvolume. Als een deel van het door de recessie geleden verlies aan economische activiteit ook op termijn niet meer wordt ingelopen, zal dat

Figuur 4

Netto percentage kredietverstrekkers dat de standaarden voor bedrijfskredieten aanscherpte, 2004-2009.



Bron: Reuters EcoWin

ook resulteren in een onvolledig handelsherstel. Ten slotte zijn er protectionistische reflexen geobserveerd die de wereldhandelsgroei op de middellange termijn kunnen remmen (Evenett, 2009).

Conclusie

De aanscherping van kredietstandaarden viel samen met de wereldhandelsimplosie van eind 2008 tot begin 2009, maar kan slechts voor een deel worden gezien als de veroorzaker ervan. Scherpere kredietstandaarden verklaren namelijk minder dan de helft van de recente handelsimplosie. De transmissie loopt deels via voorraadafbouw: afnemende beschikbaarheid van krediet resulteert in voorraadafbouw door bedrijven om middelen vrij te spelen. Nu inmiddels kredietstandaarden in steeds geringere mate worden aangescherpt, vervaagt wel het remmende effect ervan op de voorraadvorming en de wereldhandel.

LITERATUUR

- Baier, S. en J. Bergstrand (2001) The growth of world trade: tariffs, transport costs, and income similarity. *Journal of international economics*, 53(1), 1–27.
- Berghuis, E. en F. den Butter (2009) Veranderende wereldhandelspatronen door globalisering. *ESB*, 94(4555), 134–137.
- Evenett, S. (2009) *Broken promises: a G20 summit report by Global Trade Alert*. Londen: Center for Economic Policy Research.
- Feenstra, R. (1998) Integration of trade and disintegration of production in the global economy. *Journal of economic perspectives*, 12(4), 31–50.
- Hummels, D. (2007) Transportation costs and international trade in the second era of globalization. *Journal of economic perspectives*, 21(3), 131–54.
- Leeuwe, G. van (2009) *Do changes in credit availability lead to short-run deviations from the long-run growth rate in trade? Evidence from the U.S.* Werkdocument. Utrecht: Utrecht School of Economics.
- Levchenko, A., L. Lewis en L. Tesar (2009) *The collapse of international trade during the 2008-2009 crisis: in search of the smoking gun*. RSIE discussieartikel nr 592, Ann Arbor: University of Michigan.
- Love, I., L. Preve en V. Sarria-Allende (2007) Trade credit and bank credit: evidence from recent financial crises. *Journal of financial economics*, 83(2), 453–469.
- OESO (2009) *Economic outlook interim report*. Maart. Parijs: OESO.
- Rabobank (2009) *Globalisering op een kruispunt*. Utrecht: Rabobank.