

# Internationale verknoping aan basis van krediet- en coronacrisis

Zoals in 2008 de kredietproblemen zich al snel hadden verspreid over de financiële wereld, zo verspreidt nu ook het coronavirus zich razendsnel over de wereldbevolking. Wat zijn de overeenkomsten tussen de krediet- en de coronacrisis? En wat kunnen beleidsmakers daarvan leren?

## IN HET KORT

- Vanwege de onderlinge verknoping van financiële markten kon een kleine schok uitgroeien tot een wereldwijde kredietcrisis.
- Door de verknoping van internationale product- en dienstenmarkten kon het coronavirus de wereldeconomie besmetten.
- Het beleid ter beperking van de gevolgen van de coronacrisis mag niet, zoals bij de kredietcrisis, tot een schuldencrisis leiden.

**FRANK DEN BUTTER**

Hoogleraar aan de Vrije Universiteit Amsterdam

Aan de huidige coronacrisis ligt het zelfde economische mechanisme ten grondslag als aan de kredietcrisis van 2008, namelijk dat van besmetting. De economische besmettingstheorie en de daarbij gehanteerde begrippen bieden een verklaring voor zowel de kredietcrisis als de coronacrisis. In beide crises is de complexiteit van het systeem de besmettingsoorzaak. Ook de gevolgen van de besmetting vertonen in beide crises overeenkomst. Een vergelijking tussen het ontstaan van en de reactie op beide crises kan helpen om fouten uit het verleden niet nogmaals te maken.

## Besmetting

Forbes (2012) laat in een overzichtsartikel zien dat er diverse manieren zijn om het economische begrip ‘besmetting’ te omschrijven, en dat een besmetting langs verschillende kanalen verlopen kan. Twee van die kanalen zijn de handel en de onderlinge verknoping van financiële instellingen. Volgens Forbes betekent besmetting in dit verband dat een grote negatieve schok in de ene financiële instelling, of in het ene land, zich snel uitbreidt naar andere financiële instellingen of naar andere landen.

Het is duidelijk dat deze beschrijving de wijze waarop de crisis is ontstaan goed weergeeft, zowel wat betreft de krediet- en schuldencrisis als de coronacrisis. Zo zette een negatieve schok op de Amerikaanse huizenmarkt in de

kredietcrisis het besmettingsmechanisme in gang. Doordat pakketjes met hypotheekleningen waren gebundeld (‘securitisatie’) en via de financiële markten werden doorverkocht, ontstond er door de schok onzekerheid over de waarde van deze pakketjes, hetgeen tot een algemene vertrouwenscrisis tussen de financiële instellingen leidde. Vanwege de onderlinge verknoping van de financiële markten groeide zo de Amerikaanse schok uit tot een wereldwijde crisis. Ik heb die de ‘grote besmetting’ genoemd (Den Butter, 2011).

Eigenlijk is de coronacrisis volgens een soortgelijk draaiboek verlopen. Via de overdracht van dier op mens op een voedselmarkt met levende have (de initiële schok) heeft het virus zich eerst over de miljoenenstad Wuhan uitgebreid. Vervolgens heeft de Chinese overheid niet kunnen verhinderen dat het virus zijn weg vond naar de rest van China, en zich vervolgens wereldwijd kon verspreiden.

Anders dan in Forbes’ definitie van besmetting, was de initiële schok die het besmettingsmechanisme in de beide crises in gang zette helemaal niet zo groot. In een van de besmettingsdefinities van de Wereldbank wordt er gesproken van tijden van crisis versus rustige tijden (Dornbusch et al., 2000; Gallegati et al., 2008; Den Butter, 2011).

## Complexiteit

Het is vooral de steeds groter wordende onderlinge verknoping en internationalisering van relaties in de economie – de *complexiteit* – waardoor het besmettingsmechanisme wordt aangezwengeld. Bij zowel de kredietcrisis als de coronacrisis heeft de complexiteit een cruciale rol in de besmetting gespeeld. En was zodoende een kleine schok voldoende om de besmetting in gang te zetten.

Bij de kredietcrisis hebben financiële innovaties geleid tot een grote onderlinge verstrengeling van het financiële systeem. Door deze complexiteit ontstond er onzekerheid over verborgen risico’s (Caballero en Simsek, 2013). Bovendien werden veel financiële instellingen *‘too interconnected to fail’* – oftewel ‘systeemrelevant’ – waarbij ze de risico’s op de maatschappij konden afwentelen. De overheid kon niet anders dan zulke financiële instellingen redden wanneer deze in moeilijkheden raakten, omdat anders de economische gevolgen van de besmetting nog veel groter zouden zijn geworden.

De globalisering heeft de complexiteit op de product- en dienstenmarkten in de wereldeconomie vergroot. Mensen uit

alle windstreken hebben persoonlijk contact met elkaar voor het produceren en verhandelen van producten en diensten, en reizen als toerist de wereld rond. Dat is, net als bij de kredietcrisis, een belangrijke oorzaak dat de initiële coronabesmetting tot een pandemie heeft kunnen uitgroeien

### Externe effecten

De complexiteit, zowel van de financiële markten als van de internationale product- en dienstenmarkten, betekent dat een schok in één bedrijf of een beslissing van de overheid in één land gevolgen heeft voor andere bedrijven en landen. Zo roept een negatieve schok via de onderlinge verwevenheid negatieve externe effecten op.

Caballero en Simsek (2013) laten in dit verband zien hoe, bij een betrekkelijk geringe initiële schok, een complexiteitsexternaliteit tot een crisis kan leiden. Bij de krediet- en schuldencrisis was het duidelijk dat deze externe effecten op de overheid, en daarmee op de belastingbetaler werden afgewenteld.

Maar ook in de coronacrisis brengen de negatieve effecten van de besmetting nu al flinke welvaartskosten met zich mee. De uitbraak van het virus in één land heeft gevolgen voor andere landen, die dan een verdere verspreiding moeten indammen. En het gedrag van de ene inwoner heeft directe gevolgen voor andere inwoners.

Anders dan de kredietcrisis heeft de coronacrisis daarbij, via de gezondheid, een directe invloed op de welvaartsbeleving. In de coronacrisis leidt het gedrag van individuen tot negatieve externe effecten. Onverantwoord gedrag van degenen die zich niet aan de regels van contactvermijding houden, zorgt ervoor dat zijzelf een groter besmettingsgevaar lopen, maar ook dat het besmettingsrisico voor anderen, vooral de kwetsbaren, groter wordt.

### Beleid tegen verspreiding

Bij zo'n besmettingscrisis is het onmogelijk om de initiële schok te voorkomen. Het beleid moet daarom in eerste instantie gericht zijn op het wegnemen van de verspreidingsoorzaak. De complexiteit en het systeemrisico moeten worden afgebouwd, maar dat is niet altijd zonder meer mogelijk.

#### *Kredietcrisis*

Ter voorkoming van een toekomstige kredietcrisis kan het niet worden verboden dat financiële instellingen onderling zaken doen, of dat ze financiële innovaties doorvoeren. Wel kan het besmettingsgevaar worden verkleind door allerlei voorschriften te verbinden aan de mate waarin financiële instellingen van elkaar afhankelijk zijn, en worden meegeleurd wanneer een dergelijke instelling niet meer kan voldoen aan de aangegane verplichtingen. Daarmee wordt het systeemrisico ingedamd.

In reactie op de kredietcrisis is het macroprudentieel toezicht op de banken aangescherpt. Volgens Gai et al. (2011) draagt deze aanscherping naar de regels van Bazel III bij aan minder besmettingsgevaar, en zo aan een grotere stabiliteit van het financiële systeem (Aldasoro et al., 2017). Deze regels betekenen onder meer dat banken voldoende buffers moeten aanhouden om zelf de gevolgen van een negatieve schok op te kunnen vangen, zodat ze die dus niet op anderen (waaronder de overheid) hoeven af te wentelen.

#### *Coronacrisis*

Evenzeer kan men, in het geval van virusuitbraken, niet verbieden dat bedrijven bij hun productie en dienstverlening gebruikmaken van internationale productketens, en dat ze de onderdelen uit die ketens laten produceren waar dit het goedkoopste is. De welvaart is juist gebaat bij een onbelemmerde wereldhandel. Maar het is wel gewenst om tijdens een virusuitbraak het systeemrisico te beperken door bij de internationale handel persoonlijke contacten zo veel mogelijk te vermijden, bijvoorbeeld door meer gebruik van ICT. Dat geldt evenzeer voor het internationale toerisme – ook een vorm van handel. In die zin is er een analogie met het indammen van het systeemrisico bij de kredietcrisis: eigenlijk is ook hier internationale regelgeving en coördinatie nodig.

### Gevolgenbeleid

Naast het beleid om de verspreidingsoorzaak weg te nemen, is het belangrijk om op de juiste manier met de gevolgen van de besmetting om te gaan.

#### *Kredietcrisis*

Vanwege het grote beroep op overheidsfinanciering door de in moeilijkheden gekomen financiële wereld in de kredietcrisis is, met name in een aantal Europese landen, de overheidsschuld sterk gestegen. Zo werd de kredietcrisis een schuldencrisis, die vervolgens weerslag had op de reële sfeer. Dit leidde indertijd tot een aanzienlijke groeivertraging. Het Centraal Planbureau raamde in september 2008 nog dat in 2009 de groei van de wereldhandel 3,5 procent zou bedragen, terwijl deze uiteindelijk op –13,7 procent uitkwam (Den Butter, 2011).

Omdat een controle-experiment ontbreekt, is het moeilijk te zeggen hoeveel welvaart de crisis ons precies heeft gekost. Bij cumulatie van de negatieve effecten in de jaren na 2008 kom je bij een normale bbp-groei van twee procent flink wat hoger uit dan tien procentpunten groeiverlies. Verder laat de AEX Index zien dat tussen 2007 en 2008 de aandelenkoers in ons land met ruim vijftig procent daalde. Pas in 2017 werd het oude koersniveau weer bereikt.

#### *Coronacrisis*

De beleidsmaatregelen – genomen om het systeemrisico, en daarmee de verspreiding van het coronavirus, in te dammen – betreffen in eerste instantie de rantsoenering van de vraag: horecabezoek, culturele bijeenkomsten, sportwedstrijden, familie-uitjes, internationaal reisverkeer en samenkomsten (zoals theater of georganiseerde evenementen) zijn tijdelijk niet mogelijk, evenmin als groepsvorming, oftewel drie of meer mensen die minder dan 1,5 meter van elkaar staan.

Typerend voor deze vraagrantsoenering is dat, na opheffing van de beperkingen, de vraag weer net zo groot kan zijn als vóór de crisis. Of misschien zal deze nog iets groter zijn wanneer men al het geld dat men bespaard heeft later toch weer uitgeeft. In dat licht zou het uiteindelijke welvaartsverlies nog mee kunnen vallen. Toch zal deze inhaalvraag natuurlijk nooit helemaal de vraaguitval kunnen compenseren.

Om te bewerkstelligen dat, na indamming van de virusuitbraak, de vraag zich weer snel kan herstellen, is

het nodig dat de verdien capaciteit van de getroffen ondernemers en werknemers behouden blijft. Daarom heeft de regering direct verschillende maatregelen aangekondigd om het acute gebrek aan liquiditeit op te vangen. Immers, bij vraaguitval zijn er geen inkomsten maar lopen de meeste uitgaven door.

Het betekent dat dit aanbod van voldoende liquiditeit snel en zonder veel administratieve rompslomp moet worden afgewikkeld. Want een ondernemer die nu geld nodig heeft kan er veelal niet meer dan een maand op wachten. Snel in de liquiditeitsbehoefte voorzien kan als men dit geld het karakter geeft van een voorschot. Dan kan er later worden gecontroleerd of het geld wel echt nodig was, en of er bij de aanvraag niet werd gefraudeerd.

Bovendien beloven de banken om op leningen uitstel te geven van betaling van rente en aflossing, en om snel de benodigde overbruggingskredieten te verstrekken. Daarbij worden de regels voor het aanhouden van buffers afgezwakt. Hopelijk kunnen de banken hierbij hun belofte gestand doen, en deze keer geen onderdeel van het probleem zijn maar van de oplossing.

### Gevaar van een nieuwe schulden crisis

Het is echter de vraag of een snel herstel van de binnenlandse vraaguitval voldoende zal zijn om het negatieve welvaartseffect van de coronacrisis beperkt te houden. De handel vormt zelf een belangrijk besmettingskanaal. Zeker als de vraagtoesneling lang aanhoudt en de productieopshorting wereldwijd negatieve effecten met zich meebrengt, zou de daling van de wereldhandel wel eens net zo groot kunnen zijn als in 2009 na de kredietcrisis.

De daling van de AEX blijkt vooralsnog iets kleiner dan tijdens de kredietcrisis: begin 2020 piekte de AEX Index even op 630 punten terwijl de koers op 16 maart rond de 400 schommelde, een daling van ruim 35 procent. Inmiddels (eind 27 maart) is de koers weer flink gestegen maar de volatiliteit, en dus de onzekerheid, is enorm.

De mogelijke gevolgen voor de wereldhandel en de reactie van de beurzen maken het aannemelijk dat de gevolgen van de coronacrisis verder gaan dan tijdelijke vraaguitval, en een flinke recessie zullen veroorzaken.

Opmerkelijk zijn de berekeningen van twee Australische economen. Zij hebben in 2006 via een wereldmodel – waarin er twintig landen en gebieden, en zes productie- en consumptiesectoren worden onderscheiden – de macro-economische effecten van een hypothetische griep-pandemie in een aantal scenario's berekend (McKibbin en Sidorenko, 2006; zie ook Gradus, 2020). Het model is gekalibreerd op de parameters en de mate van besmettelijkheid van de SARS-epidemie in 2003. In hun mildste scenario komt het aantal doden op 1,4 miljoen, terwijl de omvang van de wereldeconomie met 0,8 procentpunt zal dalen. Bij de andere scenario's komen de economen uit op veel meer doden en een veel grotere daling van de wereldeconomie.

Recentelijk heeft ook het Centraal Planbureau (CPB, 2020) een viertal scenario's opgesteld voor de gevolgen van de coronacrisis. Deze scenario's bieden een onzekerheidsanalyse aangaande de duur van de contactbeperkingen die er nodig zijn om de verspreiding van het virus in te dam-

men. In het meest gunstige scenario, waarin de contactbeperkingen na drie maanden voorbij zijn, krimpt in 2020 het Nederlandse bbp met 1,2 procent, maar herstelt zich weer in 2021. In de andere scenario's zijn de negatieve gevolgen voor de economie groter dan indertijd bij de krediet- en schulden crisis. In dat geval neemt ook de werkloosheid fors toe.

De kosten van het beleid om de vraaguitval te compenseren zijn hoog, en belasten de begroting. Dat geldt met name voor Europese landen als Italië die zwaar getroffen zijn door het virus en al een veel te grote staatschuld hebben. In combinatie met de lagere buffers van de banken, en het grote opkoopprogramma van de Europese Centrale Bank om renteversillen te beperken, draagt dit de kiem in zich van een nieuwe schulden crisis.

### Besluit

Na de eerste grote besmetting in de vorm van de kredietcrisis beleven we nu de tweede grote besmetting met de coronacrisis. Het beleid in beide crises beoogt het besmettingsgevaar te verkleinen door beperking van het systeemrisico. De vergelijking tussen de krediet- en coronacrisis leert ons dat in de financiële wereld een wereldwijde verknoping van financiële instellingen dient te worden tegengegaan, terwijl in de reële wereld de inperking van het wereldwijde zakelijke en toeristische reisverkeer gewenst is.

In de kredietcrisis waren opeenvolgende overheidsschulden nodig om de schade van de recessie, als resultaat van de besmetting, zo veel mogelijk te beperken. Zo ontstond een schulden crisis. Het compenseren van vraaguitval en inkomensverlies kan er ook in de coronacrisis toe leiden dat staatschulden van overheden en de mate van bankfinanciering flink oplopen. Dit kan ook leiden tot een nieuwe schulden crisis. Het betekent dat er een goede afweging tussen aanvullend stimuleringsbeleid en bezuinigingsbeleid nodig is om bij de coronacrisis een schulden crisis – zoals er bij de kredietcrisis ontstond – te vermijden.

### Literatuur

- Aldasoro, I., D. Delli Gatti en E. Faia (2017) Bank networks: contagion, systemic risk and prudential policy. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 142, 164–188.
- Butter, F.A.G. den (2011) *De grote besmetting: de macro-economie van de krediet- en schulden crisis*. SMO-2010 5/6. Te vinden op [research.vu.nl](http://research.vu.nl).
- Caballero, R.J. en A. Simsek (2013) Fire sales in a model of complexity. *The Journal of Finance*, 68(6), 2549–2587.
- CPB (2020) *Scenario's economische gevolgen coronacrisis*. CPB Scenario's, 26 maart.
- Dornbusch, R., Y.C. Park en S. Claessens (2000) Contagion, understanding how it spreads. *The World Bank Research Observer*, 15(2), 177–197.
- Forbes, K. (2012) *The 'Big C': identifying contagion*. NBER Working Paper, 18465.
- Gai, P., A. Haldane en S. Kapadia (2011) Complexity, concentration and contagion. *Journal of Monetary Economics*, 58(5), 453–470.
- Gallegati, M., B. Greenwald, M.G. Richiardi en J.E. Stiglitz (2008) The asymmetric effect of diffusion processes: risk sharing and contagion. *Global Economy Journal*, 8(3), article 2.
- Gradus, R. (2020) *Macro-economische effecten coronacrisis omvangrijk*. Artikel op [www.mejudice.nl](http://www.mejudice.nl), 4 maart.
- McKibbin, W. en A. Sidorenko (2006) *Global macroeconomic consequences of pandemic influenza*. Centre for Applied Macroeconomic Analysis, The Australian National University. CAMA Working Paper, 2006-26.