

Kredietverlening en herstel externe positie GIPS-landen

De externe positie van de GIPS-landen (Griekenland, Ierland, Portugal en Spanje) heeft verdere verbetering. Herstel van de kredietverlening kan dit proces zowel vertragen als versnellen. Cruciaal is hierbij niet de hoeveelheid krediet, maar de allocatie ervan. De krimpende kredietverlening aan huishoudens en de vastgoedsector is deels onvermijdelijk en hoeft niet problematisch te zijn. Tegelijkertijd is het zorgelijk dat ook het krediet aan de exportgeoriënteerde sectoren is afgenomen, waar productie juist moet toenemen en de basis van economische groei moet liggen.

NIELS GILBERT
Econoom bij De
Nederlandsche Bank

JASPER KIEFT
Econoom bij De
Nederlandsche Bank

Volgend op de financiële crisis van 2008–2009, zijn binnen de EMU enkele landen (Griekenland, Ierland, Portugal en Spanje – in het vervolg de GIPS-landen) dusdanig in de financiële problemen geraakt dat financiële noodsteun noodzakelijk bleek. Griekenland, Portugal en Ierland kregen een volledig EU-IMF-aanpassingsprogramma. In Spanje beperkte het EU-IMF-programma zich tot de financiële sector. Een belangrijke gemeenschappelijke deler van deze economieën is dat voorafgaand aan de crisis de netto externe financiële positie van deze landen door een stapeling van tekorten op de lopende rekening sterk was verslechterd. De sterke terugval van de binnenlandse vraag in de GIPS-landen heeft eraan bijgedragen dat deze tekorten inmiddels zijn omgeslagen in bescheiden overschotten, waarmee het netto-schuldniveau is gestabiliseerd op het (hoge) niveau van gemiddeld honderd procent bbp (figuur 1). Het is echter de vraag of de aanpassing die heeft plaatsgevonden duurzaam en voldoende is. Volgens het IMF (2013) is een deel van de verbetering van het saldo op de lopende rekening conjunctureel van

aard. Voor een verdere verbetering van de externe positie van de GIPS-landen is een verbetering van het saldo op de lopende rekening nodig. Dit zal in de praktijk vooral via de handelsbalans moeten plaatsvinden.

ECONOMISCH HERSTEL VIA EXPORTGROEI

De terugval van de binnenlandse vraag in de GIPS-landen is gepaard gegaan met een sterke toename van de werkloosheid. Deze ligt in de GIPS-landen momenteel op gemiddeld twintig procent van de beroepsbevolking, tegen gemiddeld acht procent in de periode 2004–2008. Economische groei is noodzakelijk voor het terugdringen van de werkloosheid. Als de groei vooral voortkomt uit een toename van de binnenlandse vraag, leidt dit echter tot extra importen en een hernieuwde verslechtering van de externe positie van deze landen. Om de werkloosheid terug te dringen zonder dat de externe positie verslechtert, moet de economische groei daarom vooral worden gedreven door een toename van de export. De prikkels voor deze aanpassing moeten voortkomen uit een interne devaluatie (EC, 2011), waarbij lonen en prijzen dalen ten opzichte van hun concurrenten. Een reductie van de arbeidskosten per eenheid product helpt om exportgoederen goedkoper te maken: zo kunnen op de wereldmarkt meer van dezelfde producten worden verkocht.

Ook het introduceren van nieuwe productsoorten, en daarmee het aanpassen van de exportmix, kan een belangrijke bijdrage leveren aan het versterken van de externe positie. Het overschakelen op nieuwe, gewildere, producten heeft als belangrijk voordeel dat dit doorgaans de benodigde omvang verkleint van de maatschappelijk pijnlijke reductie van de arbeidskosten per eenheid product die nodig is om de externe positie weer in evenwicht te brengen (Corsetti *et al.*, 2013).

DE ROL VAN KREDIETVERLENING

Bij een aanpassing van de productie naar exportgoederen kan kredietverlening een belangrijke rol spelen, zowel in positieve als in negatieve zin. Cruciaal is daarbij niet zozeer de hoeveel-

heid krediet, als wel de allocatie hiervan.

Excessieve kredietverlening aan huishoudens en bedrijven, gericht op de binnenlandse markt, zal doorgaans resulteren in een toename van de binnenlandse vraag en additionele importen. Dit heeft ceteris paribus een negatief effect op het saldo lopende rekening en de netto-investeringspositie. Ook vergroot een aantrekkelijke binnenlandse vraag voor bedrijven de prikkel om zich op de binnenlandse markt te (blijven) richten. De empirische literatuur (Lane en McQuade, 2012) vindt dan ook een negatieve relatie tussen binnenlandse kredietgroei en het saldo lopende rekening. Na een periode van overmatige binnenlandse kredietgroei en een verslechterende externe positie hoeft minder kredietverlening gericht op de binnenlandse economie vanuit dit perspectief dan ook niet direct op een probleem te wijzen. Tegelijkertijd is een bepaalde mate van kredietverlening nog steeds nodig om de binnenlandse economie goed te laten functioneren, bijvoorbeeld voor het doen van vervangingsinvesteringen. Wat precies het optimale niveau van kredietverlening is, is moeilijk te bepalen.

Aan de andere kant kan kredietverlening de toename van productie met de nadruk op exportgoederen in de GIPS-landen juist faciliteren door bedrijven in de gelegenheid te stellen hun focus te verleggen van de binnenlandse sector naar de productie van exportgoederen. Het opzetten van nieuwe bedrijven en productlijnen vereist vaak forse investeringen. Hetzelfde geldt, mogelijk in iets mindere mate, voor het uitbreiden van bestaande productiecapaciteit. Het is empirisch aangetoond dat de beschikbaarheid van externe financiering (krediet of aandelenkapitaal) een grote rol speelt bij de investeringsbeslissingen van bedrijven (ECB, 2007). Een bredere beschikbaarheid van externe financiering vergroot hun groeiomvang. In het eurogebied speelt vooral de beschikbaarheid van bancair krediet hierbij een hoofdrol: enkel Duitsland, Frankrijk, Italië, Nederland en België kennen namelijk een voldoende grote en liquide kapitaalmarkt (ECB, 2012), en met name voor kleine bedrijven vormt aandelenfinanciering vaak geen haalbaar alternatief.

Het belang van bancaire kredietverlening bij het faciliteren van bedrijfsinvesteringen wordt onderstrept in recent onderzoek (Buca en Vermeulen, 2012), dat aantoont dat gedurende de kredietcrisis van 2009 de beperktere beschikbaarheid van bancair krediet binnen de eurozone een belangrijke rem vormde op de bedrijfsinvesteringen in de verwerkende industrie, die veel verhandelbare goederen produceert. Vooral het mkb kan moeilijk overstappen op andere financieringsvormen en wordt daarom hard geraakt door een beperktere beschikbaarheid van krediet (Ongena *et al.*, 2013).

Vanwege het belang van kredietverlening voor de investerings- en groeiomvang van bedrijven is de ontwikkeling van de kredietverlening aan exportgeoriënteerde sectoren dan ook relevant voor de benodigde aanpassing van de productie van exportgoederen in de GIPS-landen.

KREDIETVERLENING VOOR EN NA 2008

In de aanloop naar de crisis was de kredietverlening in het eurogebied vooral gericht op huishoudens en bedrijfstakken gerelateerd aan vastgoed. In de GIPS-landen steeg het uitstaande krediet in deze sectoren gedurende de periode 2003–2008 zelfs met gemiddeld dertien procent bbp per jaar. In de overige eurolanden bedroeg deze stijging drie procent bbp (figuur

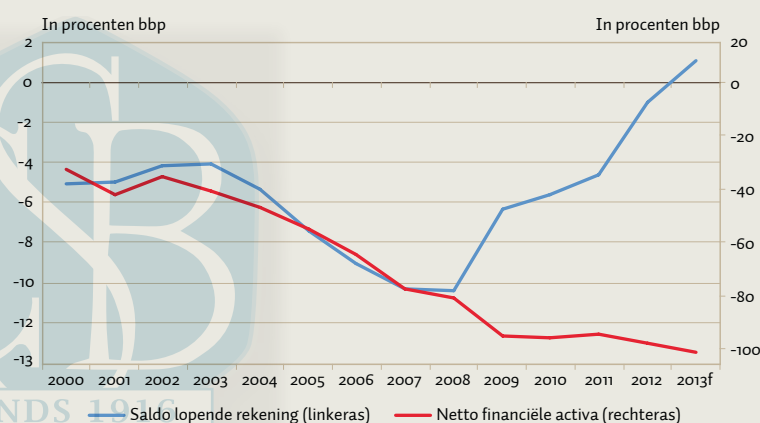
2). Het krediet aan de klassieke exportgeoriënteerde sectoren (landbouw, verwerkende industrie en mijnbouw) nam in de GIPS-landen met jaarlijks 0,7 procent bbp toe, ruim twee keer zo sterk als in de overige eurolanden.

Sinds de crisis neemt in de GIPS-landen de kredietverlening aan met name de bedrijfstakken gericht op vastgoed en constructie sterk af (figuur 2). Het interpreteren van kredietontwikkelingen als deze wordt bemoeilijkt doordat vraag- en aanbodeffecten door elkaar spelen. Een vertraging van de bancaire kredietgroei is niet schadelijk voor de economie zolang deze het gevolg is van een afnemende kredietvraag. Hoewel vraag- en aanbodeffecten moeilijk volledig te scheiden zijn, speelt een dalende kredietvraag bij de krimpende kredietverlening aan bedrijven in de vastgoed- en constructie-sectoren in de GIPS-landen waarschijnlijk een belangrijke rol. Uitstaande leningen die als werkkapitaal ten behoeve van de bouw of als hypotheek zijn verstrekt, worden afgelost of afgeschreven, terwijl er veel minder nieuw krediet nodig is omdat er (vanwege sterk gedaalde vastgoedprijzen) veel minder wordt gebouwd. De kredietafname aan vastgoedgerelateerde bedrijven en huishoudens was dan ook het grootst in Ierland en Spanje, waar de huizenmarkt de grootste klap heeft gekregen. In de niet-programmalanden is bij huishoudens en vastgoedgerelateerde bedrijfstakken per saldo nog steeds sprake van een lichte krediettoename. Het uitstaande krediet aan de vastgoedsector in de GIPS-landen is eind 2012 nog steeds licht hoger dan in de overige eurolanden. In deze landen is het krediet als percentage van het 2012-bbp afgenomen van 43 procent in 2008 tot 24 procent in 2013 tweede kwartaal. In de overige eurolanden is dit gestaag verder gestegen naar bijna 20 procent.

Bij de krimpende kredietverlening spelen echter naar verwachting ook aanbodfactoren een rol. In zowel Ierland als Spanje was een Europees aanpassingsprogramma nodig om de bankensector te ondersteunen. In deze landen behoort het percentage mkb-bedrijven dat aangeeft dat toegang tot financiering een probleem is tot de hoogste in het eurogebied (EC, 2013). In alle eurolanden moesten banken in de crisis hogere risicopremies betalen voor hun financiering. Of ondervonden

Ontwikkeling externe positie GIPS

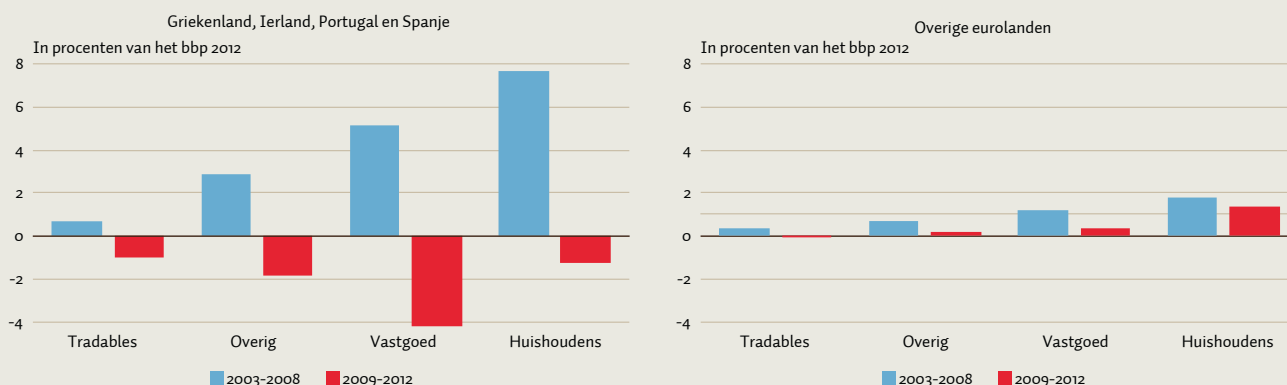
FIGUUR 1



Bron: IMF WEO, ECB

Jaarlijkse mutatie uitstaand krediet

FIGUUR 2



Bron: ECB

ze belemmerde toegang tot kapitaalmarkten. Dit speelde sterker in de GIPS-landen, waar ook de overheid veelal belemmeringen ervoer bij de toegang tot de kapitaalmarkt.

Zorgelijk is dat in de GIPS-landen sinds 2009 ook het krediet aan de exportgeoriënteerde sectoren afneemt. In deze sectoren was het krediet voorafgaand aan de crisis weliswaar iets sneller toegenomen dan in de rest van het eurogebied, maar deze toename was veel gematigder dan in de bedrijfstakken gerelateerd aan vastgoed. Volgens de laatste ECB-cijfers (2013 tweede kwartaal) is het uitstaande krediet in deze sectoren teruggezak tot gemiddeld negen procent bbp. Dit is nog slechts een fractie boven het niveau van tien jaar eerder, en weinig boven het niveau in de overige eurolanden. Bovendien neemt het uitstaande krediet tot en met 2013 tweede kwartaal in de GIPS-landen als geheel nog steeds af. Dit terwijl de exportproductie in de GIPS-landen juist relatief sterk door de crisis gekomen is. Tussen 2009 en 2012 nam de exportwaarde met ongeveer dertig procent toe, terwijl in de

zelfde periode het nominale bbp in de GIPS-landen juist met vier procent kromp. Dit wijst erop dat (gebrek aan) vraag in de exportsectoren waarschijnlijk een minder grote rol speelt dan in andere bedrijfstakken binnen de GIPS-landen.

Hiernaast neemt in bijna alle GIPS-landen ook de kredietverlening aan de overige sectoren af. Omdat dit krediet aan bedrijven in zeer uiteenlopende sectoren betreft, is dit niet eenvoudig te duiden. Gegeven de afname van de binnenlandse consumptie zou een afname van krediet aan bijvoorbeeld de detailhandel niet automatisch op een probleem bij de kredietverlening hoeven te duiden. Tegelijkertijd zijn veel binnenlandse bedrijven ook instrumenteel in het bevorderen van de groei van de export. Daarvoor zou bijvoorbeeld misschien juist meer krediet nodig zijn aan bedrijven in de transportsector.

CONCLUSIE

De economische groei in de GIPS-landen moet worden gerealiseerd in combinatie met een verbetering van de externe positie. Hiervoor is verdere exportgroei een vereiste. Dit betekent dat deze landen hun productiestructuur moeten aanpassen naar de productie van exportgoederen. Kredietverlening kan de benodigde aanpassing zowel vertragen als versnellen. De aanpassing kan vertragen als overmatige kredietverlening aan huishoudens en binnenlands georiënteerde bedrijven de binnenlandse vraag en de importen sterk stimuleert. Kredietverlening kan daarentegen de aanpassing versnellen als het wordt gebruikt om het bedrijven mogelijk te maken de noodzakelijke investeringen te doen om bij te dragen aan de toename van de productie van exportgoederen. Cruciaal is daarom niet de hoeveelheid krediet, maar vooral de allocatie hiervan. Vóór de crisis was kredietgroei in het eurogebied vooral gericht op huishoudens en bedrijfstakken gerelateerd aan vastgoed. Beide droegen bijvoorbeeld bij aan hogere huizenprijzen en een toename van bouwactiviteit. Minder kredietverlening aan binnenlandse sectoren hoeft dan ook niet direct te duiden op een probleem. Tegelijkertijd krimpt in de programmalanden echter ook het krediet aan de exportgeoriënteerde sectoren, terwijl hier de productiecapaciteit in het algemeen juist verder moet toenemen en hier ook de basis van de economische groei moet liggen.

LITERATUUR

- Buca, A. en P. Vermeulen (2012) Corporate investment and bank-dependent borrowers during the recent financial crisis. *Society for Economic Dynamics 2012 Meeting Papers*, 695.
- Corsetti, G., P. Martin en P. Pesenti (2013) Varieties and the transfer problem. *Journal of International Economics*, 89(1), 1–12.
- Deutsche Bank B (2013) Corporate bond issuance in Europe. *DB Research EU Monitor*. Frankfurt: Deutsche Bank.
- EC (2011) Internal devaluation and external imbalances: a model-based analysis. *Quarterly Report on the Euro Area*, 10(3).
- EC (2013) 2013 SMEs' access to finance survey. *EC Analytical Report*, november.
- ECB (2007) Corporate finance in the euro area. *ECB Occasional Paper Series*, juni.
- ECB (2012) Financial stability review. *Financial Stability Review*, juni.
- IMF (2013) Euro area policies – 2013 article IV consultation. Selected issues paper. *IMF Country Report*, 13(232).
- Lane, P. en P. McQuade (2014) Domestic credit growth and international capital flows. *Scandinavian Journal of Economics*, te verschijnen.
- 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*, 385.