

# Verschillen in de kracht van het westerse herstel verklaard

Nu de wereldeconomie aantrekt na de crisis, verschilt de geraamde kracht van het herstel sterk per land. Zo herstellen de Verenigde Staten opvallend snel, terwijl het eurogebied achterblijft. De kracht van het geraamde herstel hangt samen met de omvang van de financiële schok, de gevoeligheid voor de wereldhandel, de macro-economische stimulering en de flexibiliteit van de economie.

**D**e geraamde economische groei tijdens het herstel na de financiële crisis verschilt aanzienlijk tussen westerse landen. Dat blijkt uit de meest recente raming voor 2010 en 2011 van de OESO van november 2009 (figuur 1). Op zich is de grootte van de verschillen niet uitzonderlijk: de standaarddeviatie van de economische groei in 2010 is met 1,1 procentpunt vergelijkbaar met de periode 2003–2007. Opvallend is echter welke landen goed en minder goed presteren. De Verenigde Staten, het epicentrum van de financiële crisis, herstellen in 2010 en 2011 erg snel, terwijl de groei in het eurogebied naar verwachting het laagst is van alle grote westerse economieën. Binnen de eurozone herstellen Duitsland en Frankrijk behoorlijk voorspoedig, terwijl Ierland, Griekenland en Spanje nog nauwelijks groeien. Deze verschillen in de kracht van het herstel in 2010 en 2011 kunnen niet worden verklaard door de diepte van de neergang in 2008 en 2009: de correlatie tussen neergang en opkomst is slechts 0,13. De vraag is waarom sommige westerse landen het tijdens en na de crisis zoveel beter doen dan andere.

Vier mogelijke verklaringen voor dit verschil worden bekeken: de omvang van de financiële schok, de gevoeligheid voor de wereldhandel, de monetaire en budgettaire stimulering en de flexibiliteit van de economie. Het doel is om te bepalen in hoeverre deze verklaringen invloed hebben op de neergang en het herstel van landen. Per verklaring zijn meerdere indicatoren geselecteerd, waarvan de samenhang met de economische groei wordt geanalyseerd (tabel 1). In een steekproef van 22 westerse landen is voor achttien indicatoren de correlatie berekend met de cumulatieve groei of de cumulatieve groei bijdrage in de neergang (2008–2009) en in de herstelfase (2010–2011). Beide fasen worden apart beschouwd, omdat de correlaties in deze cross-sectie-analyse kunnen verschillen tussen neergang en herstelfase. Dit is bijvoorbeeld het geval als de mate van variatie tussen landen verandert in de tijd, of als een variabele negatief doorwerkt in de neergang en positief in het herstel.

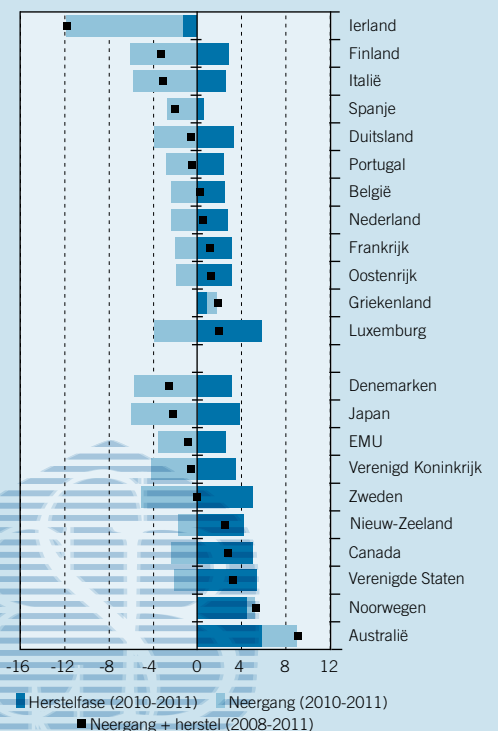
De analyse voor de herstelfase is noodgedwongen gebaseerd op de geraamde groei, volgens de macro-economische modelraming van de OESO. Het herstel is nog maar kort aan de gang, zodat er nog onvoldoende realisatiecijfers zijn voor een betrouwbare analyse. De variabelen die zijn uitgedrukt als percentage van het bbp, zijn gemeten vóór de crisis, in 2007, of zijn geschoond voor conjuncturele invloeden. De conclusies gelden onder enig voorbehoud. Door de bescheiden steekproef van 22 landen is het onmogelijk om de invloed van alle achttien verklarende variabelen tegelijk te analyseren. Daarom heeft de analyse noodgedwongen een partieel karakter en kan geen rekening worden gehouden met de invloed van andere variabelen.

## Omvang financiële schok

Een belangrijke mogelijke verklaring is de omvang van de financiële schok in een land. Volgens de theorie heeft een grote financiële schok een langdurig negatief effect op de economische groei (Reinhart en Rogoff, 2009). Huishoudens, bedrijven en banken moeten vermogensverliezen weer aanvullen, en dat kan veel tijd kosten. De resultaten zijn

Figuur 1

Cumulatieve groei bruto binnenlands product.



**JEROEN HESSEL**  
Economist bij De Nederlandse Bank

**JASPER DE WINTER**  
Economist bij De Nederlandse Bank

hiermee in lijn: grote financiële problemen hangen niet alleen samen met een diepere neergang, maar ook met een zwakker herstel. Relatief hard geraakt zijn landen met een grote daling van het financiële huishoudvermogen, zoals Finland, Spanje en België, en landen met een grote daling van de huizenprijzen, zoals de Verenigde Staten, het Verenigd Koninkrijk, Ierland en Spanje. Dit alles blijkt uit de samenhang tussen indicatoren voor de omvang van de financiële schok en de cumulatieve groeibijdrage van de binnenlandse bestedingen (tabel 1). Ten eerste hangt de grootte van het vermogensverlies van huishoudens volgens drie indicatoren negatief samen met de groeibijdrage. De daling van het netto-huishoudvermogen exclusief huizenbezit hangt sterk negatief samen met de diepte van de neergang en met de kracht van het herstel. Vergelijkbare gegevens voor dit financiële vermogen zijn alleen beschikbaar voor een kleine groep EMU-landen. Voor de grote groep is daarom de daling van de aandelenkoersen en huizenprijzen geanalyseerd. De daling van de aandelenkoersen kent geen verband met de diepte van de neergang, maar een groter koersverlies gaat wel samen met een zwakker herstel. Een grote daling van de huizenprijzen gaat samen met een diepere neergang, maar de invloed op de kracht van het herstel is minder duidelijk. Dit komt vooral door verschillen tussen landen met een grote daling van de huizenprijzen. In Ierland en Spanje blijven de binnenlandse bestedingen tijdens het herstel dalen, terwijl deze behoorlijk groeien in het Verenigd Koninkrijk en vooral de Verenigde Staten. Naast de vermogensdaling zorgt ten tweede ook een hoge huishoudschuld voor een diepere neergang en een zwakker herstel (tabel 1). Een hoge schuld maakt huishoudens gevoeliger voor vermogensverliezen, omdat ze hun balansen moeilijker kunnen herstellen (Girouard *et al.*, 2007). Er blijkt verder geen samenhang tussen de omvang van de financiële sector als percentage van het bbp en de neergang of het herstel (tabel 1). Er wordt soms gedacht dat landen met een grote financiële sector, zoals Nederland, de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk, harder geraakt zijn door de crisis, maar dit blijkt niet uit de analyse. Wel gaat een hoge winstgevendheid, gemeten als de kapitaalinkomensquote, samen met een minder diepe neergang. Mogelijk zorgt de hoge kapitaalinkomensquote voor een buffer, waarmee bedrijven de eerste schok kunnen opvangen. Dit heeft echter slechts een tijdelijk effect, want de winstgevendheid heeft geen invloed op het herstel.

### Gevoeligheid voor instorten wereldhandel

Een andere potentiële oorzaak is de gevoeligheid voor de wereldhandel, die in 2009 met bijna dertien procent daalde. Vooral de vraag naar industriegoederen daalde sterk, omdat bedrijven en consumenten aankopen van kapitaal- en duurzame consumptiegoederen uitstelden (Baldwin, 2009). Uit de resultaten blijkt dat een grotere gevoeligheid voor de ingestorte wereldhandel bijdraagt aan de diepte van de

Tabel 1

### Correlatieanalyse mogelijke oorzaken economische neergang en herstel<sup>1</sup>.

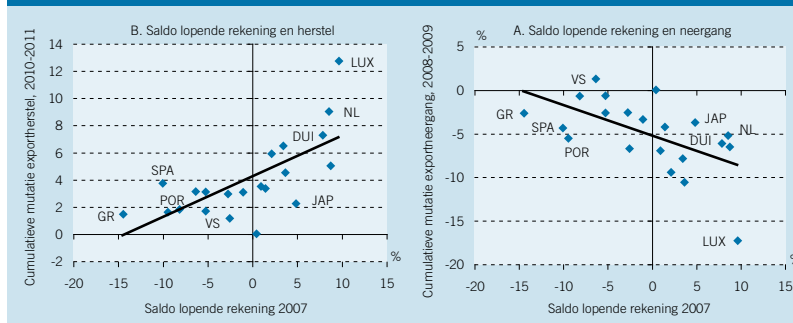
	Neergang 2008-2009 Correlatie	Herstel 2010-2011 Correlatie
<b>I. Omvang vermogensschok</b>		
Daling netto-vermogen (% beschikbaar inkomen)	0,89 <sup>(-)</sup>	0,61 <sup>(-)</sup>
Daling huizenprijzen (van piek tot eind 2009)	0,53 <sup>(-)</sup>	0,18
Daling aandelenprijzen (van piek tot eind 2009)	0,12	0,46 <sup>(-)</sup>
Bruto huishoudschuld 2007 (% beschikbaar inkomen)	-0,39 <sup>(-)</sup>	-0,46 <sup>(-)</sup>
Omvang financiële sector 2007 (% bbp)	-0,10	-0,11
Winst bedrijfsleven 2007 (kapitaalinkomensquote)	0,43 <sup>(+)</sup>	0,23
<b>II. Gevoeligheid instorten wereldhandel</b>		
Openheid voor handel 2007 (in % bbp)	-0,47 <sup>(-)</sup>	0,6 <sup>(++)</sup>
Omvang industriesector 2007 (in % bbp)	0,23	-0,31 <sup>(-)</sup>
Saldo lopende rekening 2007	-0,57 <sup>(-)</sup>	0,69 <sup>(++)</sup>
Verandering prijsconcurrentiepositie	0,04	-0,28 <sup>(-)</sup>
<b>III. Monetair en fiscaal beleid</b>		
Daling beleidsrente (procentpunt van piek tot eind 2009)	0,47 <sup>(++)</sup>	0,28 <sup>(+)</sup>
Verruiming balans centrale bank (sinds begin crisis tot eind 2009)	-0,31 <sup>(-)</sup>	0,14
Budgettaire impuls (mutatie structureel saldo)	0,51 <sup>(++)</sup>	0,38 <sup>(++)</sup>
Niveau staatsschuld 2011	0,11	-0,25 <sup>(-)</sup>
<b>IV. Flexibiliteit economie</b>		
Stijging werkloosheid	-0,70 <sup>(-)</sup>	-0,63 <sup>(-)</sup>
Structurele werkloosheidsvoet 2007	-0,04	-0,58 <sup>(-)</sup>
Arbeidsmarktregulering	0,05	-0,65 <sup>(-)</sup>
Productmarktregulering	-0,01	-0,04

<sup>1</sup> De notatie --en - geeft aan dat de factor een sterk ( $|pl| > 0,4$ ) of redelijk ( $0,25 < |pl| < 0,4$ ) groeiremmend effect heeft. De notatie ++ en + geeft aan dat de factor een sterk of redelijk sterk groeibevorderend effect heeft. Voor groep I is de correlatie bepaald met de bijdrage van de binnenlandse bestedingen aan de groei van het bbp, voor groep II met de groeibijdrage van de export en voor III en IV met de totale bbp-groei. Bij de correlatie-analyse zijn uitbijters verwijderd.

neergang in landen. De aantrekkende wereldhandel zorgt in deze landen echter ook voor een sneller herstel. Dit blijkt uit de correlaties van vier indicatoren met de cumulatieve groeibijdrage van de export (tabel 1). Als eerste zijn open landen gevoeliger. Open economieën als Nederland, België en Ierland werden in de neergang harder geraakt dan minder open landen als het Verenigd Koninkrijk, de Verenigde Staten en Japan. In de herstelfase is de samenhang tussen openheid en de kracht van het herstel echter juist positief: de open landen profiteren meer van het herstel van de wereldhandel. Ten tweede blijken landen met een overschot op de lopende rekening gevoeliger voor de wereldhandel. Traditionele exportlanden als Nederland, Japan en Duitsland hadden voor de crisis een fors overschot op de lopende rekening, terwijl er vaak een tekort was in landen met een huizenmarkt bubbels, zoals Spanje, Ierland, het Verenigd Koninkrijk

Figuur 2

### Samenhang lopende rekening en economische groei.



Bron: OESO, 2009

en de Verenigde Staten, of landen met een matige concurrentiepositie, zoals Griekenland, Portugal en Italië (figuur 2; tabel 1). Tijdens de neergang bleken de overschotlanden harder geraakt dan tekortlanden. Tijdens het herstel is dit omgekeerd: waar overschotlanden profiteren van de aantrekkende wereldhandel, blijven tekortlanden achter.

Opvallend genoeg heeft de omvang van de industriesector geen invloed op de diepte van de neergang. Vaak wordt gedacht dat industrielanden als Duitsland extra hard zijn geraakt door de terugval van de vraag naar industriële goederen, maar dit wordt niet bevestigd. Wel blijkt dat de verandering van de concurrentiepositie samenhangt met de kracht van het herstel. Deze is gemeten als de vijfjaarsmutatie van de reële effectieve wisselkoers, hier de handelsgewogen wisselkoers gecorrigeerd voor verschillen in de ontwikkeling van exportprijzen. Landen met een slechte concurrentiepositie, zoals Portugal, Italië, Griekenland en Spanje, profiteren in het herstel dus minder van de wereldhandelsgroei.

### Invloed monetair en fiscaal beleid

Wereldwijd hebben centrale banken conventioneel en onconventioneel monetair verruimd, terwijl overheden budgettaire stimuleringspakketten invoerden. Dit beleid is essentieel geweest om de wereldeconomie te stabiliseren, maar biedt vanzelfsprekend slechts tijdelijk soelaas (IMF, 2009). De mate van monetaire en budgettaire stimulering vormt een mogelijke verklaring voor de waargenomen groeiverschillen. Zo was deze in de Verenigde Staten duidelijk groter dan in het eurogebied. Dat blijkt uit de samenhang van vijf indicatoren met de cumulatieve bbp-groei (tabel 1). Als eerste hangt de verandering van de beleidsrente sinds het begin van de crisis enigszins positief samen met de groei. Landen met een sterkere rentedaling kennen een minder diepe neergang (figuur 3) en herstellen ook wat sneller. Daarentegen vertoont de groei geen positieve samenhang met de omvang van de onconventionele monetaire maatregelen, gemeten als de stijging van de activa op de balans van de centrale bank.

Ook de mate van budgettaire stimulering hangt duidelijk positief samen met de economische groei. De budgettaire stimulering wordt afgemeten aan de verandering in het structurele overheidstekort, het tekort geschoond voor de conjunctuur en eenmalige factoren. Landen met een forse budgettaire impuls, zoals de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk, kennen een minder diepe neergang dan landen met een kleinere impuls, zoals het eurogebied en Japan (figuur 3). Deze landen herstellen ook wat sneller. Op zeker moment kan dit stimulerende beleid echter tegen grenzen aanlopen. De geraamde omvang van de staatsschuld in 2011 hangt namelijk negatief samen met de kracht van het herstel (tabel 1). Landen met een hoge schuld, zoals België, Italië, Griekenland en Japan, herstellen dus minder snel. Dit kan zijn omdat deze landen minder ruimte hebben voor stimulering, of omdat deze minder effectief is omdat consumenten en bedrijven meer gaan sparen uit vrees voor hogere toekomstige belastingen (IMF, 2009).

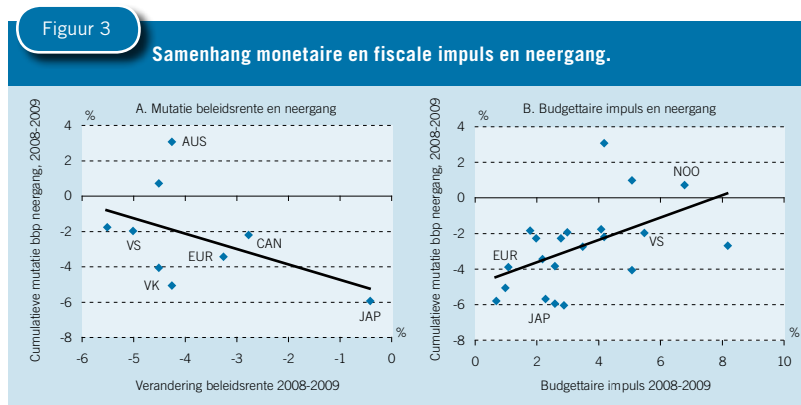
### Flexibiliteit van de economie

Een laatste factor kan het aanpassingsvermogen van economieën zijn. In een starre economie passen lonen en prijzen zich moeilijker aan, waardoor de neer-

gang mogelijk groter wordt en het herstel trager. Het blijkt dat vooral een gebrekkige flexibiliteit van de arbeidsmarkt een negatieve invloed heeft op de kracht van het herstel. Dit wordt bevestigd door de correlatie tussen de economische groei en vijf indicatoren voor het aanpassingsvermogen van landen (tabel 1). Zo hangt de stijging van de werkloosheid negatief samen met de economische groei in de neergang en de opgang. Daarnaast hangen twee indicatoren voor de flexibiliteit van de arbeidsmarkt duidelijk samen met de kracht van het herstel. Dit geldt voor de hoogte van de structurele werkloosheid en de OESO-indicator voor de regulering van de arbeidsmarkt. Het herstel is dus vooral trager in landen met een hoge structurele werkloosheid en met een inflexibele arbeidsmarkt, zoals Portugal, Italië, Griekenland, Spanje, en in mindere mate het gehele eurogebied. De meer flexibele Angelsaksische en Scandinavische landen herstellen sneller.

### Conclusie

De geraamde kracht van het herstel van westerse landen verschilt aanzienlijk. Het meest opvallend is dat de Verenigde Staten snel herstellen, terwijl het eurogebied achterblijft. De verschillen blijken deels verklaarbaar. Allereerst hebben landen met een grote financiële schok doorgaans een langdurig lagere groei van de binnenlandse bestedingen. De daling van huizenprijzen, de verliezen van netto vermogen en de bruto huishoudschuld belemmeren de groei in de neergang en het herstel. Wel is het opmerkelijk dat de Verenigde Staten ondanks grote financiële problemen in veel ramingen een relatief snel en sterk herstel laten zien. Ten tweede kennen landen met een grote gevoeligheid voor de wereldhandel grotere fluctuaties in de groeibijdrage van de export. Open landen als Nederland en exportlanden als Duitsland en Japan werden in de neergang harder geraakt, maar profiteren in het herstel sterker van de aantrekkende wereldhandel. Ook landen met een hoge mate van monetaire en budgettaire stimulering kennen een hogere economische groei tijdens de neergang en het herstel. Opvallend is dat de Verenigde Staten veel meer hebben gestimuleerd dan het eurogebied. Ten slotte herstellen landen met een starre arbeidsmarkt, zoals het eurogebied, minder snel dan de meer flexibele Angelsaksische en Scandinavische landen.



Bron: OESO, 2009

#### LITERATUUR

- Baldwin, R. (2009) *The great trade collapse: causes, consequences and prospects*. Londen: Centre for Economic Policy Research.
- Girouard, N., M. Kennedy en C. André (2007) *Has the rise in debt made households more vulnerable? OECD Economics Department working paper*, 535.
- IMF (2009) *From recession to recovery: how soon and how strong*. In: IMF, *World Economic Outlook – crisis and recovery*. Washington D.C.: Internationaal Monetair Fonds, 103-138.
- OESO (2009) *Economic Outlook nr. 86*. Parijs: Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling.
- Reinhart, C.M. en K.S. Rogoff (2009) *The aftermath of financial crises*, NBER working paper, 14656.