

A low-angle, upward-looking photograph of several modern skyscrapers with glass facades, reaching towards a bright, overcast sky. The perspective creates a sense of height and scale. A thin blue diagonal line is visible in the upper right quadrant of the image.

SAMENLEVING EN FINANCIËLE SECTOR IN EVENWICHT

WRR

Samenleving en financiële sector in evenwicht

De Wetenschappelijke Raad voor het Regeringsbeleid werd in voorlopige vorm ingesteld in 1972. Bij wet van 30 juni 1976 (Stb. 413) is de positie van de raad definitief geregeld. De huidige zittingsperiode loopt tot 31 december 2017.

Ingevolge de wet heeft de raad tot taak ten behoeve van het regeringsbeleid wetenschappelijke informatie te verschaffen over ontwikkelingen die op langere termijn de samenleving kunnen beïnvloeden. De raad wordt geacht daarbij tijdig te wijzen op tegenstrijdigheden en te verwachten knelpunten en zich te richten op het formuleren van probleemstellingen ten aanzien van de grote beleidsvraagstukken, alsmede op het aangeven van beleidsalternatieven.

Volgens de wet stelt de WRR zijn eigen werkprogramma vast, na overleg met de minister-president die hiertoe de Raad van Ministers hoort.

De samenstelling van de raad is:

prof. dr. A.W.A. Boot

prof. dr. mr. M.A.P. Bovens

prof. dr. G.B.M. Engbersen

prof. mr. dr. E.M.H. Hirsch Ballin

prof. dr. J.A. Knottnerus (voorzitter)

prof. dr. M. de Visser

prof. dr. C.G. de Vries (adviserend raadslid)

prof. dr. M.P.C. Weijnen

Secretaris: dr. F.W.A. Brom

Wetenschappelijke Raad voor het Regeringsbeleid

Buitenhof 34

Postbus 20004

2500 EA Den Haag

Telefoon 070-356 46 00

E-mail info@wrr.nl

Website www.wrr.nl

Samenleving en financiële sector in evenwicht

Rapporten aan de Regering vanaf nr. 68 zijn verkrijgbaar in de boekhandel.
Alle *Rapporten aan de Regering* en publicaties in de reeksen *Verkenningen* en *Working Papers* zijn beschikbaar via www.wrr.nl.

Vormgeving binnenwerk: Textcetera, Den Haag
Omslagafbeelding: cimon communicatie, Den Haag
Figuren en tabellen: Textcetera, Den Haag

ISBN 978 94 9018 634 0
e-ISBN 978 94 9018 635 7
NUR 781

WRR Den Haag

Alle rechten voorbehouden. Niets uit deze uitgave mag worden verveelvoudigd, opgeslagen in een geautomatiseerd gegevensbestand, of openbaar gemaakt, in enige vorm of op enige wijze, hetzij elektronisch, mechanisch, door fotokopieën, opnamen of enige andere manier, zonder voorafgaande schriftelijke toestemming van de uitgever.

Voor zover het maken van kopieën uit deze uitgave is toegestaan op grond van artikel 16B Auteurswet 1912 j^o het Besluit van 20 juni 1974, Stb. 351, zoals gewijzigd bij het Besluit van 23 augustus 1985, Stb. 471 en artikel 17 Auteurswet 1912, dient men de daarvoor wettelijk verschuldigde vergoedingen te voldoen aan de Stichting Reprorecht (Postbus 3051, 2130 KB Hoofddorp). Voor het overnemen van gedeelte(n) uit deze uitgave in bloemlezingen, readers en andere compilatiewerken (artikel 16 Auteurswet 1912) dient men zich tot de uitgever te wenden.

Aan de Minister-President
Voorzitter van de Ministerraad
De heer drs. M. Rutte
Postbus 20001
2500 EA Den Haag

ons kenmerk
2016031/AK/am

telefoonnummer
070 356 4691

onderwerp
WRR-Rapport nr. 96
Samenleving en financiële sector
in evenwicht

e-mail
knottnerus@wrr.nl

datum
28 september 2016

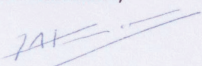
Het doet ons genoegen u hierbij het rapport *Samenleving en financiële sector in evenwicht* aan te bieden.

In dit rapport pleit de WRR voor aanpassingen in het sociaal-economisch beleid die de samenleving minder afhankelijk maken van onevenwichtigheden in de financiële sfeer. Hierbij past een robuuster financieel systeem dat de economische ontwikkeling ondersteunt en de weerbaarheid van de samenleving vergroot. Door grote afhankelijkheid van de financiële sector zijn de economie en de samenleving bijzonder kwetsbaar geworden. De inspanningen van beleidsmakers en politici sinds de crisis waren hoofdzakelijk gericht op aanpassingen *binnen* de financiële sector. Er is te weinig oog geweest voor hoe de samenleving en de economie weerbaarder gemaakt kunnen worden tegen verstoringen terwijl dit in belangrijke mate binnen de invloedssfeer van het nationaal beleid ligt.

In dit rapport stelt de raad drie parallelle strategieën voor om tot een productiever evenwicht te komen tussen samenleving en financiële sector. Ten eerste moet de samenleving minder afhankelijk gemaakt worden van de financiële sector. In de tweede plaats moet krachtig beleid worden ingezet om de financiële sector robuuster te maken. Daarmee krijgt deze speelruimte om in te spelen op onzekerheden, zoals de in hoge mate onvoorspelbare effecten van toekomstig internationaal monetair beleid en de fintech-revolutie. Ten derde moet de politieke betrokkenheid bij de financiële sector versterkt worden.

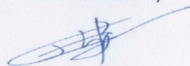
Ingevolge de instellingswet ziet de raad graag de bevindingen van de ministerraad tegemoet.

De voorzitter,



Prof.dr. J.A. Knottnerus

De secretaris,



Dr. F.W.A. Brom

INHOUDSOPGAVE

Samenvatting	9
Dominantie van financiële relaties	10
Uitdagingen voor Nederland	11
Aanbevelingen	11
Schematisch overzicht van beleidsopties	19
Naar een bredere beleidsoriëntatie: samenleving <i>en</i> sector	19
De economie en samenleving: minder afhankelijkheid, meer weer- baarheid	19
Suggesties voor een robuustere financiële sector	20
De organisatie van politiek en beleid	21
Ten geleide	23
1 Inleiding	25
1.1 Het gevaar van achteroverleunen	25
1.2 Een te smalle focus sinds de financiële crisis	26
1.3 Naar een bredere benadering: verwevenheid centraal	27
1.4 Afbakening van deze studie	31
1.5 Opzet van dit rapport	31
2 De financiële sector in de samenleving	37
2.1 Het maatschappelijke belang van de financiële sector	38
2.2 Het meten van het economische belang van de financiële sector	44
3 De financiële sector in historisch perspectief	55
3.1 De aanloop: de vroegmoderne wortels van financiële markten	55
3.2 Industrialisatie en de eerste globaliseringsperiode	57
3.3 De tussenoorlogse periode en de Grote Depressie (1918-1939)	61
3.4 De financiële sector in de Gouden Jaren (1945-1973)	63
3.5 De pre-crisisperiode (1980-2008)	69
4 Kernontwikkelingen in de sector sinds de jaren tachtig	75
4.1 Drijvende krachten achter sectorale veranderingen	75
4.2 De toenemende omvang van de financiële sector	78
4.3 Schaalvergroting, concentratie en homogeniteit	88
4.4 Veranderende activiteiten en financiële innovatie	96
4.5 Financiële globalisering	106

5	Financiële ontwikkelingen in de samenleving	117
5.1	Nederland: schulden, besparingen en internationale verwevenheden	118
5.2	Grotere blootstelling van huishoudens aan financiële dynamiek	121
5.3	Het bedrijfsleven in een veranderde financiële omgeving	131
5.4	Financiële verantwoordelijkheden voor semipublieke instellingen	143
6	Kernproblemen van financiële verwevenheid	151
6.1	Financiële instabiliteit	152
6.2	Financiële dominantie	161
6.3	Kortzichtigheid	167
7	Beleid vóór en na de financiële crisis	177
7.1	Beleid gericht op de financiële sector	177
7.2	Beleid gericht op de samenleving	191
7.3	De noodzaak voor aanvullend beleid	200
8	Conclusies en beleidsopties	205
8.1	Synopsis: maatschappelijke opgaven in een veranderende context	206
8.2	Naar een bredere beleidsoriëntatie: samenleving en sector	209
8.3	Economie en samenleving: minder afhankelijkheid, meer weerbaarheid	211
8.4	Suggesties voor een robuustere financiële sector	222
8.5	De organisatie van politiek en beleid	231
	Achtergrondstudies	239
	Lijst van gesproken personen	241
	Literatuur	243

SAMENVATTING

De financiële crisis van 2008 heeft duidelijk gemaakt dat de financiële sector niet kan worden gezien als een economisch eiland, maar dat deze een fundamenteel en infrastructureel onderdeel is van de economie. De afgelopen decennia is de invloed van de sector op de economie en samenleving sterk toegenomen. Zo zijn financiële producten en instrumenten een belangrijkere rol gaan spelen voor burgers, bedrijven en (semi)overheden.

Er is tot nu toe maar beperkte aandacht voor het feit dat de samenleving sterk afhankelijk is geworden van de financiële sector en dat vraagt om aangrijpingspunten voor beleid in die samenleving. Het kan ook nopen tot heroverweging van bestaand beleid, zeker waar bijvoorbeeld fiscale facilitering het gebruik van financiële producten (denk aan hypotheek) extra heeft bevorderd en een ongebreidelde groei van de financiële sector mede mogelijk heeft gemaakt. De samenleving is door haar grotere afhankelijkheid van de financiële sector erg kwetsbaar geworden voor verstoringen in de financiële sfeer. Andersom raken macroeconomische ontwikkelingen door afhankelijkheden en verwevenheden de financiële sector in versterkte mate. In dit rapport ligt de nadruk op hoe de samenleving in een betere verhouding tot de financiële sector kan komen te staan. Hoe kan zij weerbaarder worden tegen onevenwichtigheden in de financiële sfeer, maar ook hoe kan zij bijdragen aan een beter functionerende financiële sector? Het bevorderen van de financiële weerbaarheid van de samenleving ligt in belangrijke mate binnen de invloedssfeer van het nationale beleid. Dit rapport doet daartoe een aantal aanbevelingen.

Tevens constateert de WRR dat het huidige financiële-sectorbeleid zich moeizaam verhoudt tot de complexiteit en onzekerheden (technologisch, monetair, etc.) waaraan de sector blootstaat. Sterker inzetten op robuustheid kan de sector speelruimte verschaffen om in te spelen op die onzekerheden. De WRR acht het dan ook wenselijk te komen tot een doeltreffender financiële-sectorbeleid, naast beleid dat aangrijpt op de samenleving. Ondanks het open karakter van de Nederlandse economie en internationale afspraken (en voorgeschreven wet- en regelgeving) is ook richting financiële sector sprake van nationale beleidsruimte. Wel is het zo dat die aanzienlijk beperkter is dan de ruimte voor beleid gericht op de samenleving; dat laatste betreft immers vooral sociaaleconomisch beleid dat in het hart ligt van de nationale beleidsautonomie.

Een ander punt betreft de politieke betrokkenheid. Het bredere beleidsperspectief dat de WRR schetst impliceert een noodzaak om de *politieke dimensie* van de problematiek te onderkennen. Financiële stabiliteit en de financiële diensten zelf zijn van fundamenteel belang voor het functioneren van de samenleving; dit vraagt om

een periodieke – en minder incidentgedreven – betrokkenheid van de politiek. De problematiek van de financiële sector kan dan ook niet los worden gezien van het sociaaleconomisch beleid. In dit speelveld bevinden zich politieke keuzes en afwegingen. De WRR doet voorstellen om de politieke dimensie van de problematiek beter tot zijn recht te laten komen.

De positie van de politiek en het parlement is temeer van belang omdat er een aanzienlijke nationale beleidsruimte is. Dat geldt bij uitstek voor de sociaaleconomische beleidsterreinen (van pensioenen tot verzelfstandiging van publieke instellingen), die veel meer centraal komen te staan door de kanteling van perspectief die wordt voorgestaan in dit WRR-rapport. Zo vallen pensioenfondsen binnen de nationale beleidsruimte omdat zij het domein zijn van het binnenlandse sociaaleconomische beleid.

DOMINANTIE VAN FINANCIËLE RELATIES

De Nederlandse economie en samenleving zijn veel afhankelijker geworden van de financiële sector en bewegingen op de financiële markten. Zowel de bezittingen als de schulden van huishoudens zijn explosief toegenomen, waardoor de geringste beweging in rente en aandelenmarkten een wezenlijke invloed heeft op het huishoudboekje. Grote bedrijven en ook pensioenfondsen laten zich in hun strategie en bedrijfsvoering beïnvloeden door kortetermijnontwikkelingen op de financiële markten. Het MKB is sterk afhankelijk van banken geworden. En ook semipublieke instellingen hebben zich op het glibberige terrein van financiële markten begeven.

... EN DEZE ONTWIKKELINGEN ZORGEN VOOR MAATSCHAPPELIJKE PROBLEMEN

De veranderingen in de relaties tussen de financiële sector, de economie en de samenleving hebben tot een aantal maatschappelijke problemen geleid. Het eerste kernprobleem is de *inherente instabiliteit* van de financiële sector. Financiële crises zijn kostbaar. Bijvoorbeeld vanwege de kosten voor de overheid om banken te redden, de verliezen die mensen en bedrijven lijden en de negatieve gevolgen van de met een crisis samenhangende onzekerheid voor de economische groei. Maar ook in niet-crisissituaties zijn er kosten. Sterk procyclisch opereren van de financiële sector is een voorbeeld, waardoor er in een opgaande economie te veel krediet voorhanden is en er tijdens een recessie overmatig wordt geknepen.

Ten tweede is er sprake van een grote *dominantie* van de financiële sector in de economie en samenleving. Zo worden huishoudens, bedrijven en semioverheden blootgesteld aan een veelheid van financiële producten, en zijn zij door hoge schulden dan wel (pensioen)besparingen extra gevoelig voor ontwikkelingen in de financiële sector. Het financieel systeem is hierdoor eerder leidend dan volgend of faciliterend geworden.

Ten derde versterkt de financiële sector de *kortzichtigheid* in de economie en de samenleving, waardoor financiële kortetermijnprikkels belangrijker worden dan langetermijnoverwegingen. Het hyperactieve gedrag van de financiële wereld zet de langetermijnorientatie in de reële economie en samenleving onder druk, terwijl deze oriëntatie noodzakelijk is voor het doen van investeringen in menselijk en fysiek kapitaal.

UITDAGINGEN VOOR NEDERLAND

De financiële sector en de samenleving zijn in een gespannen relatie tot elkaar komen te staan. Hierdoor schiet de economische en maatschappelijke bijdrage van de sector tekort. Dit plaatst de Nederlandse samenleving en de politiek voor een lastige opgave. Aan de ene kant is het zaak om te komen tot een robuuster financieel systeem dat de economische ontwikkeling ondersteunt. Aan de andere kant is het zaak om de samenleving en de economie weerbaarder en minder afhankelijk te maken van de financiële sector. De invloed van, en blootstelling aan de financiële dynamiek is te groot. Een brede beleidsoriëntatie is hiertoe noodzakelijk.

De WRR hoopt dat de verbreding van het perspectief naar de samenleving kan bijdragen aan een meer vruchtbare dialoog tussen sector en samenleving, en onderkent dat de financiële sector onderdeel is van diezelfde samenleving.

De hoofdpunten van beleid staan hieronder kort samengevat. We werken die vervolgens uit in aanbevelingen voor de financiële sector en de politiek.

Naar een bredere beleidsoriëntatie: samenleving en sector

- De kernopdracht is om te streven naar een minder dominante en meer ondersteunende rol van financiële diensten in de samenleving. Daarvoor zijn aanpassingen nodig in de samenleving en in de financiële sector.
- De samenleving heeft zich erg afhankelijk gemaakt van de financiële sector, en is daardoor heel gevoelig geworden voor onevenwichtigheden in de financiële sfeer. Door deze afhankelijkheid te verminderen is de samenleving beter bestand tegen financiële crises en de procyclische impulsen vanuit de financiële sector.
- Financiële instabiliteit blijft een belangrijk aandachtspunt. Scherper inzetten op de robuustheid van de sector is nodig, zeker ook gezien de vele onzekerheden waaraan de financiële sector onderhevig is en de speelruimte die zij behoeft.
- De politieke dimensie van het beleid moet worden onderkend en vraagt om een meer structurele en periodieke betrokkenheid vanuit de nationale politiek. Onderken het bestaan van nationale beleidsruimte.

AANBEVELINGEN

De WRR doet de volgende aanbevelingen voor een financieel weerbare samenleving:

VERMINDER BLOOTSTELLING AAN DE FINANCIËLE DYNAMIEK

De blootstelling van de samenleving aan financiële dynamiek moet worden beperkt. Het gaat dan met name over drie zaken: 1. beleid terugdringen dat schulden aangaan fiscaal faciliteert; 2. inzetten op beleid dat een productievere aanwending van vermogens stimuleert; en 3. het verminderen van de doorwerking van de financiële dynamiek in de economie en de samenleving.

In het belastingstelsel zit nu een schuldenbias, bijvoorbeeld via de hypotheekrenteaftrek. Deze stimulans dient te worden teruggedrongen. Complementair hieraan kan worden ingezet op een productievere aanwending van private vermogens. Het verantwoord faciliteren van overheveling van vermogen tussen generaties (van oud naar jong) kan hierbij helpen. Dit biedt ‘eigen vermogen’ aan de jongere generatie en drukt zo de noodzakelijke schuldfinanciering voor de aankoop van een huis. Om dezelfde reden kan een grotere flexibiliteit van besparingen vroeg in het leven wenselijk zijn. Zo kan worden overwogen om voor het bij elkaar krijgen van eigen geld bij de aankoop van een eigen woning aan het begin van de wooncarrière een ‘bouwspaarfaciliteit’ te introduceren met enige (tijdelijke) verlichting van afdrachten aan het pensioenfonds.

Ook dient de overheid terughoudender te zijn bij de automatische vertaling van marktsignalen in wet- en regelgeving. Een belangrijk voorbeeld hiervan betreft de dekkingsgraadeisen aan pensioenfondsen en de gehanteerde rekenrente die hieraan ten grondslag ligt. Door deze eisen zijn pensioenfondsen in sterkere mate afhankelijk van de dynamiek op financiële markten. Deze eisen komen voort uit de structuur van het pensioensysteem dat door een verdelingsvraagstuk (het geld van verschillende generaties zit bij elkaar) en beloofde zekerheden telkens via de dekkingsgraad beoordeeld moet worden op solvabiliteit. Dit geeft een kortetermijnbias die meer productieve langetermijninvesteringen belemmert. In de kern is het pensioen dat uiteindelijk beschikbaar is afhankelijk van de verdien capaciteit in de toekomst. Het pensioenvermogen moet dus met een lange horizon belegd kunnen worden, zodat het bijdraagt aan de duurzame groei van de economie.

Nederland heeft trekken van een renteniersnatie door de hoge opgebouwde vermogens onder ouderen en de aanzienlijke afgedwongen pensioenbesparingen. Een productievere inzet van vermogen verdient aandacht.

WEES VOORZICHTIG MET CREËREN VAN FINANCIËLE AFHANKELIJKHEDEN

Onvoldoende is onderkend dat het verleggen van verantwoordelijkheden naar individuen (‘de participatiesamenleving’) en het via verzelfstandiging beleggen van publieke diensten bij semipublieke instellingen tot onverantwoorde risico’s kunnen leiden. Financiële instellingen plaatsen zich in de ruimte die ontstaat tussen de schakels in het verzelfstandigde of geïndividualiseerde veld. De prikkels bij financiële instellingen stroken niet per definitie met de belangen van de te bedie-

nen individuen of de verzelfstandigde instellingen. Bovendien zijn de financieringsmogelijkheden verleidelijk voor individuen en de instellingen. Zo bood de enorme leencapaciteit woningcorporaties de gelegenheid voor megalomane projecten en waren individuen gevoelig voor de (gesuggereerde) rijkdom die via beleggingshypotheeken mogelijk zou worden.

VERSTERK DE ONDERHANDELINGSPOSITIE VAN KLANTEN

De onderhandelingspositie van afnemers van financiële diensten ten opzichte van de verkopende partij moet worden versterkt. De huidige stappen naar een betere onafhankelijke informatieverstrekking en advisering zijn toe te juichen, maar hebben een beperkte effectiviteit. In lijn met de aanbevelingen van de Commissie-Wijffels acht de WRR het belangrijk instellingen voor te schrijven transparante standaardversies van complexe (veelal langlopende) producten aan te bieden. Een dergelijke standaardisatie werkt ordenend en dient de belangen van de consument. Daarnaast dient de empowerment (*countervailing power*) aan de vraagkant verder te worden versterkt. Gedacht kan worden aan het faciliteren van de krachtenbundeling van consumenten bijvoorbeeld door het stimuleren van collectieve inkoop (zie de rol van consumentenorganisaties bij de inkoop van energie). Ook zijn klanten gebaat bij effectieve maatschappelijke ‘waakhonden’ die opkomen voor hun belangen.

VERSTERK WEERBAARHEID VAN SEMIPUBLIEKE INSTELLINGEN

De professionalisering die mogelijk is met verzelfstandiging kan een groot goed zijn, maar vereist randvoorwaarden en een beperking van het speelveld. Zonder overzichtelijk speelveld en randvoorwaarden kan het niet verrassend zijn dat ontsporingen plaatsvinden. De reflex van de overheid is om de oplossing te zoeken in betere *governance* (zowel extern toezicht als intern toezicht via de Raad van Toezicht/Raad van Commissarissen). Hoe gewenst ook, zonder juiste randvoorwaarden en afbakening van het speelveld schiet dit toezicht tekort. Ervaringen in de woningcorporatiesector hebben inmiddels geleid tot een afbakening van het speelveld aldaar. Dit neemt niet weg dat een versterking van de interne governance gewenst is, en dat meer gestuurd moet worden op risico-inschattingen in combinatie met meerjarenbegrotingen en het onderkennen van scenario's. Dit meer toekomstgericht opereren behoeft in het bijzonder aandacht.

Een belangrijk hiaat blijft dat de verzelfstandigde organisaties in bijvoorbeeld het hoger onderwijs en de zorg geacht worden zelf incidentele grote investeringen (denk aan huisvesting) te ondernemen en realiseren. De combinatie van het incidentele karakter en de complexiteit van dergelijke beslissingen – met de grote risico's van dien – vraagt om problemen. De instelling is overgeleverd aan financiële partijen en projectontwikkelaars en kan zelf onvoldoende tegenwicht bieden. De primaire taak en expertise van management en Raad van Toezicht zijn immers gericht op het voorzien in de publieke taakvervulling, zoals het verzorgen van

goed onderwijs in het geval van een onderwijsinstelling. Dat verhoudt zich niet met grote vastgoed- en andere investeringsprojecten. Wat ook speelt, is dat zodra zaken mis dreigen te gaan, de publieke taak snel onder druk komt te staan (al is het maar omdat management en toezicht door de problemen van ‘het project’ in beslag worden genomen). En zodra het is misgegaan en de continuïteit van de instelling in gevaar is, is het zeer wel mogelijk dat de overheid reddend moet optreden.

De WRR raadt aan de waarborgen voor incidenteel grote investeringen in het semi-overheidsveld te versterken. Gedacht zou kunnen worden aan het organiseren van een verplichte externe toetsing van investeringen en contracten. Daarnaast kan het scherper afbakenen van het speelterrein van instellingen wenselijk zijn. Ook dit kan bijdragen aan het effectiever en behapbaarder maken van het interne toezicht.

De WRR doet de volgende aanbevelingen voor een robuustere financiële sector:

ONDERKEN DE COMPLEXITEIT VAN DE FINANCIËLE SECTOR

De overheid moet onderkennen dat er fundamentele onvoorspelbaarheden zijn in de financiële sector. Samen met de nauwe verwevenheden tussen de financiële sector en de samenleving creëert dit een ingewikkeld speelveld. Het onderkennen van deze complexiteit moet een belangrijk uitgangspunt zijn van het overheidsbeleid. Alleen dan is er voldoende scherpte en kritisch vermogen om daadwerkelijk in te spelen op de uitdagingen die de financiële sector meebrengt en om te anticiperen op onzekerheden. Het huidige vertrouwen in de grote hoeveelheid gedetailleerde regels is tegen deze achtergrond niet gerechtvaardigd. Nog sterker sturen op de robuustheid van de sector moet daarom centraal staan.

ANDERE ATTITUDE BINNEN FINANCIËLE SECTOR

Banken en verzekeraars zullen veel meer zelf moeten uitstralen dat buffers van groot belang zijn. Ook zullen zij bereid moeten zijn mee te denken over hoe activiteiten van groot maatschappelijk belang (‘essentiële functies’) kunnen worden veiliggesteld. Als dat goed is geregeld, is grotere vrijheid in andere activiteiten mogelijk. Zonder eigen verhaal en zonder eigen openingen te creëren dreigen met name banken te worden veroordeeld tot het opereren in een volstrekt dichtgetimmerd ‘reservaat’ zonder speelruimte, en dat in een bedrijfstak die mede door nieuwe concurrenten (fintech etc.) aan grote veranderingen onderhevig is.

SYSTEEMRISICO’S TEGENGAAN

Systeemrisico’s van financiële instellingen ontstaan door een combinatie van excessieve kredietgroei, verwevenheid binnen het financieel systeem en met de samenleving, en kuddegedrag. Een belangrijke bron voor systeemrisico’s is dat vele instellingen tegelijk op eenzelfde manier reageren op prikkels en dezelfde strategie volgen, waardoor schokken zelfversterkend worden. Bankregulering kan dit in de hand werken, bijvoorbeeld omdat deze kan leiden tot een grotere unifor-

miteit in risicomanagementbenaderingen, en dus tot meer uniform handelen. Ook de fixatie op financiële markten lokt automatismen en kuddegedrag uit bij financiële spelers. Zo is de manier waarop kredietbeoordelaars naar risico's kijken vaak richtinggevend voor het beleid van financiële instellingen.

De consequentie is dat de financiële sector sterk procyclisch is. In goede tijden worden (onverantwoorde) risico's opgebouwd, onder meer door excessieve kredietverlening. Zogenoemd macroprudentieel beleid kan helpen met bijvoorbeeld anticyclische kapitaalbuffers. De hoogte van die buffers is afhankelijk van de opbouw van extra buffers in voorspoedige tijden. De uitwerking loopt via risicoschattingen die juist in die gunstige tijden vaak te optimistisch zijn. Het is moeilijk heel optimistisch te zijn over de effectiviteit van dit beleid: veiligheidsmarges zijn nodig, en dit verhoudt zich slecht met de fine-tuning van kapitaalbuffers waar- toe men zich heeft overgegeven.

Restricties aan de hoogte van leningen (maximale *loan to value* (LTV) en *loan to income* (LTI)-ratio's) vormen een ander belangrijk macroprudentieel instrument tegen financiële zeepbellen en andere onevenwichtigheden. De Nederlandse LTV-ratio's zijn nog altijd erg hoog (FSB 2014). Grote politieke gevoeligheden en verwevenheden met andere beleidsdossiers (bijvoorbeeld het huizenbeleid) moeten hierbij worden onderkend.

MEER KAPITAAL (EIGEN VERMOGEN) ONONTKOOMBAAR

Het primaire instrument voor robuustheid is eigen vermogen. Financiële spelers dienen hogere buffers te hebben om schokken op te kunnen vangen. Dit vereist het verhogen van het ongewogen eigen vermogen van banken. Dit is niet alleen nodig om tegen een stootje te kunnen, maar ook om minder afhankelijk te zijn van detaillistische regelgeving. De WRR acht een hoger eigen vermogen dan de huidige (ongewogen) 4% ratio noodzakelijk en wenselijk. Nederlandse banken worden hierdoor versterkt. Geenszins kunnen en mogen zorgen over de internationale concurrentiepositie van Nederlandse banken als contra-argument dienen. Een betere kapitalisatie geeft juist kracht aan het bankwezen, en is in het belang van de samenleving.

Daarnaast is ook een geheel andere kijk nodig op buffers. Die moeten niet gezien worden als kostenpost, maar als een vorm van risicodragend vermogen die – net als in andere bedrijfstakken – het mogelijk maakt om in te spelen op de behoeften van de samenleving, en ook op de vele onzekerheden (waaronder fintech) waaraan financiële instellingen onderhevig zijn. De wetgever kan hier aan bijdrage door de nadelige fiscale behandeling van eigen vermogen (t.o.v. vreemd vermogen) teniet te doen.

DENK NA OVER BRANDGANGEN EN RINGFENCES IN HET FINANCIËEL SYSTEEM

Sinds de crisis zijn verschillende voorstellen gepresenteerd om ‘omheiningen’ (*ring fences*) binnen financiële instellingen te introduceren: het idee is om de verschillende onderdelen van een financieel conglomeraat zodanig van elkaar af te scheiden, dat problemen van het ene bedrijfsonderdeel zich niet (direct) vertalen naar andere bedrijfsonderdelen. Het gaat er dan om de meer ‘publieke activiteiten’ zoals MKB-kredietverlening en het betalingsverkeer veilig te stellen en zoveel mogelijk los te koppelen van de grote dynamiek van financiële markten. Ringfences kunnen gezien worden als brandgangen binnen een financiële instelling. Aan brandgangen kan ook worden gedacht tussen financiële spelers. Dan gaat het beperken van domino-effecten en kuddegedrag.

Juist de eenvoud van maatregelen zou de complexiteit van het systeem kunnen verminderen. Bovendien zou dat beleidsmakers meer mogelijkheden geven om het functioneren van het systeem beter te kunnen beheersen. De WRR acht het belangrijk hier nader naar te kijken.

Voor financiële instellingen zou een dergelijke loskoppeling duidelijk kunnen maken welk deel van hun activiteiten in het ‘reservaat’ ligt (het ‘publieke’ deel) en waar ze juist meer speelruimte krijgen. Ook hier geldt dat financiële instellingen er zelf belang bij kunnen hebben tot een soort segmentering te komen. Zoals het nu is geregeld, zien banken al hun activiteiten beperkt door rigide regelgeving en toezicht.

DIVERSITEIT STIMULEREN

Diversiteit is van groot belang voor het indammen van systeemrisico's. Onderkend moet worden dat de topzware structuur van de Nederlandse financiële sector en de grote afhankelijkheid van een klein aantal banken systeemrisico's vergroot. De politiek moet veel sterker inzetten op diversiteit en variëteit in de financiële sector. Nadrukkelijk gaat het hier niet om diversiteit *binnen* financiële instellingen, maar *tussen* financiële instellingen en financieringsbronnen. Dit geldt vooral voor het Nederlandse bankwezen.

Toetredingsbarrières voor nieuwe spelers zijn hoog. Gevestigde systeembanken hebben door impliciete overheidsgaranties concurrentievoordelen. Daarnaast zijn kleine en grote banken aan grofweg dezelfde regels onderhevig, wat in het nadeel is voor nieuwe toetreders. Regelgeving en toezichtspraktijken die bijdragen aan uniformiteit moeten kritisch worden bekeken en waar mogelijk worden herzien.

De problematiek van diversiteit beperkt zich echter niet tot toetredingsbarrières binnen het bankwezen. Juist omdat banken in de Nederlandse sector zo'n dominante rol spelen, moeten alternatieve financieringskanalen worden gestimuleerd. Institutionele beleggers kunnen een veel belangrijkere rol spelen, en ook directe financiering uit de markt zou een belangrijkere rol moeten gaan spelen.

De WRR doet de volgende aanbevelingen voor politieke betrokkenheid:

STREEF NAAR EEN INTEGRALE BENADERING VAN BELEID

Een beleidsstrategie gericht op het herstellen van de balans tussen de samenleving en de financiële sector vergt aandacht voor sociaaleconomisch beleid. Het is van belang dat daarbij wordt gestreefd naar samenhang in het gevoerde beleid. Een voorbeeld is macroprudentieel beleid dat loan-to-value-eisen stelt aan hypotheekleningen, waarmee getracht wordt onevenwichtigheden in het financieel systeem te mitigeren. Dit beïnvloedt de woningmarkt en vereist afstemming met beleid op het gebied van de huurmarkt (minder toegankelijke koopmarkt vereist huurwoningen), het pensioenstelsel (verplichte afdracht van een significant deel van de besparingen) en het belastingstelsel (hypotheekrenteaftrek stimuleert het maken van schulden).

Daarnaast moet worden gestreefd naar beleidsconsistentie door de tijd heen. Uit onderzoek blijkt dat beleid zelf een sterk procyclisch karakter heeft: regels worden vaak afgezwakt tijdens periodes van euforie (waardoor bijvoorbeeld zeepbellen ontstaan), dus precies op het moment dat het beleid eigenlijk aangescherpt moet worden. Dit probleem kan in enige mate worden ondervangen door anticyclische automatismen in het beleidsproces te bouwen. Voor de financiële sector zou het kunnen helpen de publieke belangen duidelijker te markeren, langere periodes van beleidsevaluatie te hanteren en via periodieke betrokkenheid van het parlement een meer geïnformeerde en minder opportunistische betrokkenheid af te dwingen.

ORGANISEER PERIODIEKE POLITIEKE BETROKKENHEID

Zelfs bij maatregelen die evident op de lange termijn brede positieve effecten zullen hebben, moet er aandacht zijn voor herverdelingsvraagstukken op de korte termijn. Dat vergt politieke deliberatie, afwegingen en het maken van moeilijke keuzes. Om dit politieke proces te ondersteunen kan worden ingezet op een periodieke en via hoorzittingen georganiseerde betrokkenheid van politieke en maatschappelijke actoren. Het organiseren en activeren van een 'intelligence' gericht op de wisselwerking tussen beleidsterreinen zou hierbij een belangrijke stap zijn. Rijkskennisinstellingen zoals het CPB en het CBS zouden kunnen bijdragen aan een betere en meer gestructureerde informatievoorziening.

Om blijvende politieke aandacht voor financiële kwesties te organiseren kan gedacht worden aan een jaarlijks debat in de Tweede Kamer over de 'staat van het financiële systeem' en maatschappelijke financiële weerbaarheid. Dit zou een goede manier kunnen zijn om ook in tijden waarin financiële kwesties minder urgent lijken, toch politieke betrokkenheid te organiseren.

BENUT RUIMTE VOOR EEN NATIONALE KOERS

Omdat de kern van de economische bijdrage van de financiële sector schuilt in het ondersteunen van de economie en de samenleving, dienen juist bij het financieel beleid de publieke belangen centraal te staan. Veel van dit beleid komt op bovennationaal niveau tot stand, wat de opdracht ingewikkelder maakt. Gegeven de verschillen tussen landen wat de rol en aard van de financiële sector betreft, betekent dit dat er bij de implementatie van internationale regels enige invloed uitgaat van de (lokale) context waarin ze moeten worden toegepast. Er is dus enige nationale speelruimte. Uiteraard moet hierbij centraal staan dat gestuurd wordt vanuit de publieke belangen en niet de sectorale belangen.

Ook voor de internationale agenda van Nederlandse beleidsmakers is een actieve Nederlandse rol nodig. Grote onzekerheden omtrent het internationale financiële bestel maken het van belang dat Nederland een vinger aan de pols heeft. Bijzondere aandacht moet hierbij besteed worden aan de openheid en pluriformiteit van internationale beleidsfora. Vooral op Europees niveau is het beleid sterk verkokerd. Het wordt in tal van verschillende fora ontwikkeld, waardoor het voor iedereen behalve de spelers met de meeste *resources* welhaast onmogelijk is om invloed uit te oefenen op de algemene beleidsrichting.

De WRR waarschuwt ervoor niet toe te geven aan de verleiding om na zeven jaar financiële hervormingen te concluderen dat we de belangrijkste problemen wel hebben opgelost en we kunnen overgaan tot de orde van de dag. Niet alleen is financiële instabiliteit een blijvend probleem, ook is nog steeds sprake van een financiële dominantie in de samenleving en een daarmee samenhangende kortzichtigheid. De sector en de samenleving staan in een gespannen relatie met elkaar. Om dit tegen te gaan is ambitieus beleid gericht op zowel de sector als de samenleving nodig. Juist als op beide terreinen stappen worden gezet, kan de financiële dienstverlening een veel productievere rol spelen.

SCHEMATISCH OVERZICHT VAN BELEIDSOPTIES

NAAR EEN BREDERE BELEIDSORIËNTATIE: SAMENLEVING EN SECTOR

- De kernopdracht is om te streven naar een minder dominante en meer ondersteunende rol van financiële diensten in de samenleving. Daarvoor zijn aanpassingen nodig in de samenleving en in de financiële sector.
- De samenleving heeft zich erg afhankelijk gemaakt van de financiële sector, en is daardoor heel gevoelig geworden voor onevenwichtigheden in de financiële sfeer. Door deze afhankelijkheid te verminderen is de samenleving beter bestand tegen financiële crises en de procyclische impulsen vanuit de financiële sector.
- Financiële instabiliteit blijft een belangrijk aandachtspunt. Scherper inzetten op de robuustheid van de sector is nodig, zeker ook gezien de vele onzekerheden waaraan de financiële sector onderhevig is en de speelruimte die zij behoeft.
- De politieke dimensie van het beleid moet worden onderkend en vraagt om een meer structurele en periodieke betrokkenheid vanuit de nationale politiek. Onderken het bestaan van nationale beleidsruimte.

DE ECONOMIE EN SAMENLEVING: MINDER AFHANKELIJKHEID, MEER WEERBAARHEID

Verminder de blootstelling aan financiële dynamiek

- Stop de fiscale bevoordeling van schulden over eigen vermogen. Onderken hoe dit de inzet van risicodragend (eigen) vermogen ontmoedigt en de samenleving kwetsbaar maakt.
- Stimuleer een voor de samenleving meer productieve aanwending van vermogen. Denk hierbij aan een levensloopperspectief op sparen voor de eigen woning en pensioenopbouw, en mogelijke fine-tuning van het schenkings- en successierecht.
- Bevorder aanpassingen in het pensioenstelsel die een oriëntatie op de langere termijn mogelijk maken.

Versterk de onderhandelingspositie van burgers en bedrijven

- Stimuleer maatschappelijke waakhonden die proactief ordenend optreden.
- Bevorder de mogelijkheden voor consumenten tot krachtenbundeling.
- Bevorder standaardproducten.

Versterk de weerbaarheid van semipublieke instellingen

- Versterk de reguliere governance (het interne toezicht) van semipublieke instellingen, met name op het gebied van het kunnen maken van risico-inschattingen op basis van meerjarenbegrotingen en het daarbij onderkennen van verschillende scenario's.
- Ondersteun semipublieke instellingen met externe financiële expertise voor incidentele grote investeringen. Gedacht kan worden aan het organiseren van een verplichte externe toetsing van investeringen en contracten door derde partijen.

SUGGESTIES VOOR EEN ROBUUSTERE FINANCIËLE SECTOR

Nieuwe kijk op de financiële sector gevraagd

- Onderken de complexiteit van en onzekerheden omtrent het financieel systeem, en daarmee de tekortkomingen van sturen op details.
- Onderken noodzaak van een proactieve rol van de financiële sector om eigen speelruimte te herwinnen.

Versterk de robuustheid van de financiële sector

- Streef naar een verdere versterking van de balansen van verzekeraars en banken door middel van hogere ongewogen eigenvermogenbuffers.
- Zorg voor een evenwichtiger fiscale behandeling van eigen en vreemd vermogen.
- Onderzoek of ringfences (brandgangen/omheiningen) binnen financiële instellingen – met name banken – kunnen worden geëffectueerd. Enerzijds kan dit 'publieke' activiteiten veiligstellen, anderzijds zou dit banken meer speelruimte kunnen geven voor activiteiten buiten het sterk gereguleerde 'reservaat'.

Streef naar meer diversiteit in de financiële sector

- Vergemakkelijk de markttoegang voor nieuwe financiële spelers.
- Stimuleer financieringskanalen *buiten* het bankwezen om.

Voorkom contraproductieve effecten van toezicht

- Bevorder proportioneel toezicht op kleinere en/of meer gespecialiseerde spelers om diversiteit te stimuleren in de financiële sector.
- Voorkom kuddegedrag veroorzaakt door prikkels vanuit het toezicht die tot identieke strategieën bij financiële spelers leiden. Dit kan bijvoorbeeld spelen bij de beoordeling van risicomodellen van banken door de toezichthouder.
- Bekijk kritisch het gebruik van marktsignalen in het toezicht die kuddegedrag en procyclisch handelen kunnen bevorderen, bijvoorbeeld bij het gebruik van kredietbeoordelingen en rekenrentes.

DE ORGANISATIE VAN POLITIEK EN BELEID

Streef naar een integrale benadering van beleid

- Streef naar een betere afstemming tussen beleidsterreinen die direct en indirect de financiële dienstverlening beïnvloeden.
- Maak beleidsontwikkeling en -hervorming meer anticyclisch juist waar er een sterke wisselwerking is met de financiële sector.

Organiseer periodieke politieke betrokkenheid

- Organiseer structurele en periodieke politieke betrokkenheid bij de financiële problematiek. Gedacht kan worden aan een jaarlijks debat over de ‘Staat van het Financiële Systeem’, om zo los van incidenten de politieke aandacht bij de problematiek vast te houden en afwegingen samenhangend met andere beleidsterreinen te bespreken.
- Organiseer en activeer een intelligence op het gebied van de wisselwerking tussen beleidsterreinen. Denk hierbij aan periodieke hoorzittingen in de Tweede Kamer.

Benut ruimte voor nationale koers

- Durf de eigen beleidsruimte te gebruiken die internationale financiële regelgeving toelaat, juist wanneer dit nodig is voor de behartiging van publieke belangen.
- Breng de brede beleidsoriëntatie in op de internationale agenda.
- Ondersteun nationale en internationale NGO's die de rol van *watchdog* kunnen oppakken.

Beleidsmatige en politieke omgang met complexiteit en dynamiek

- Onderken de complexiteit van de sector, en daarmee de beperkingen van beleid en toezicht.
- Wees terughoudend met micromanagement. Een complexe sector heeft juist eenvoudige regels nodig.
- Organiseer alertheid en waakzaamheid bij toezichthouders: streef naar een meer reflectieve rol van de toezichthouders.

TEN GELEIDE

In dit rapport schetst de WRR zijn visie op de relatie tussen de financiële sector en de samenleving. Het rapport is opgesteld door een projectgroep onder leiding van Arnoud Boot, lid van de raad. De projectgroep bestond verder uit de stafleden Annemarth Idenburg, Arthur van Riel en Bart Stellinga. Ook hebben Manuel Buitenhuis, Cecile Magnée en Rashad Jafarov elk een periode meegewerkt in het team en heeft Casper de Vries, adviserend lid van de WRR, een belangrijke inhoudelijke bijdrage geleverd aan het rapport. Ook danken wij Sidonie Rademaker voor haar ondersteuning aan dit project.

Samenleving en financiële sector in evenwicht is tot stand gekomen op basis van een uitvoerige analyse van (internationale) wetenschappelijke literatuur en bijeenkomsten en gesprekken met externe deskundigen uit diverse lagen van het bestuur, de politiek, de wetenschap en het bedrijfsleven. Deze deskundigen waren onder meer verbonden aan ministeries, toezichthouders, Nederlandse en buitenlandse universiteiten, uitvoeringsinstanties, kennisinstituten, bedrijven en andere relevante instellingen. De raad is al deze personen zeer erkentelijk voor hun tijd, kennis en suggesties, die van onschatbare waarde zijn geweest.

Tot slot geldt een bijzonder woord van dank aan de deskundigen die actief commentaar leverden op de conceptrapportage, dan wel meedachten over de opzet van het project: Jaap Koelewijn, Anton Hemerijck, Dirk Bezemer, Wim Boonstra, Peter Blom, Harald Benink, Rens van Tilburg, Hans Visser, M.M.G. Fase, Wim van den Goorbergh, Piet Duffhues, Lans Bovenberg, Kees Goudswaard, Bas Jacobs, Henk Verduin, Paul den Boer, Michiel Bijlsma, Sander van Veldhuizen, Gerarda Westerhuis, en experts van de Autoriteit Financiële Markten, De Nederlandsche Bank en het ministerie van Financiën.

1 INLEIDING

Ruim zeven jaar nadat Nederland werd wakker geschud door de grootste financiële crisis sinds generaties is er ruimte om met een meer fundamentele blik te kijken naar waar we nu staan, waar we naartoe gaan en wat de beleidsuitdagingen zijn.

Dit WRR-rapport heeft als uitgangspunt dat het te beperkt is om naar de financiële sector te kijken als ‘losstaande sector’. De plaats van de financiële sector in de samenleving en de verwevenheid tussen de sector en de samenleving moeten centraal staan. Dit bredere maatschappelijke perspectief is de kern van deze bijdrage van de WRR. Burgers, bedrijven en semipublieke instellingen zijn de afgelopen decennia sterk afhankelijk geworden van de financiële sector en zij staan in te hoge mate bloot aan financiële dynamiek. De wisselwerking tussen financiële sector en samenleving is lang niet altijd productief, en na de financiële crisis is er ook sprake van een vertrouwenskloof. Bij het adresseren van deze problematiek zal beleid gericht op *alleen* de financiële sector niet volstaan. Er moet vooral ook worden gekeken naar aangrijpingspunten in de samenleving. De samenleving zal weerbaarder moeten worden tegen onevenwichtigheden in de financiële sfeer, zeker omdat instabiliteit inherent is aan het financiële systeem. De politieke aandacht moet daarbij niet beperkt blijven tot het terugdringen van financiële instabiliteit. In het beleid dient de bijdrage van financiële diensten aan de welvaart centraal te staan.

1.1 HET GEVAAR VAN ACHTEROVERLEUNEN

Na zeven jaar financiële hervormingen is de verleiding groot om te denken dat we de belangrijkste problemen hebben opgelost en dat we weer kunnen overgaan tot de orde van de dag. De vraag is of de beleidshervormingen sinds de crisis een dermate grote verbetering vormen dat we de toekomst vol vertrouwen tegemoet kunnen zien. Bovendien moeten we altijd voorzichtig zijn met het vertalen van beelden uit het heden naar de toekomst. Een voorbeeld: in 2006, dus aan de vooravond van de crisis, stelde het Internationaal Monetair Fonds (IMF) dat de hoge vlucht van financiële innovaties het systeem stabiel en weerbaarder had gemaakt. Niet veel later werden deze innovaties gezien als de bron van al het kwaad.

Het idee dat alles is opgelost en we weer over kunnen gaan tot de orde van de dag miskent ook hoezeer de financiële crisis de voorheen geaccepteerde denkkaders heeft ondermijnd. Dachten veel beleidsmakers vóór de crisis dat het systeem neigt naar stabiliteit en evenwicht, nu lijkt het erop dat juist het tegenovergestelde waar is. Vertrouwden zij toen op het rationele en corrigerende gedrag van marktspelers, nu zien we vooral de neiging tot kuddegedrag en collectieve blindheid voor risico's. Dachten beleidsmakers (en regeringen) toen dat een grote financiële sector

wees op een grote bijdrage daarvan aan de economie, nu spreken zij over het gevaar van zeepbellen en systeemrisico's veroorzaakt door megabanken. Geloofden zij toen dat concurrentie en marktwerking louterend en disciplinerend zouden werken, nu zien we vooral de mogelijkheden voor financiële instellingen tot *rent seeking*; de zoektocht naar en toe-eigening van extra winsten. Dit diametraal tegenovergestelde perspectief heeft ongetwijfeld ook zijn beperkingen, vandaar dat wij nadrukkelijk vanuit een historisch perspectief naar de financiële sector zullen kijken om de mogelijke slingerbewegingen in het beleid te onderkennen.

Nog een andere reden om niet achterover te leunen is het feit dat de financiële sector voortdurend aan verandering onderhevig is. Zo veranderen sectoren in reactie op beleidshervormingen. Financiële instellingen passen hun bedrijfsmodellen aan, zoeken soms de grenzen op van wet- en regelgeving, of ontwikkelen nieuwe financiële producten. Daarnaast wordt deze dynamiek veroorzaakt door concurrentie; financiële instellingen zijn continu op zoek naar nieuwe marktkansen. Ook veranderingen in de economie en in de samenleving hebben invloed. Om een belangrijk voorbeeld te noemen: de verwachte verdere groei van opkomende economieën zal invloed hebben op de mondiale allocatie van financiële middelen en dus voor het functioneren van de financiële sector – ook die in het Westen. Ten slotte hebben technologische ontwikkelingen belangrijke effecten op de sector. *Fintech* is hiervoor het modewoord geworden (zie tekstbox 1.1. aan het eind van dit hoofdstuk). Informatietechnologie zet het bedrijfsmodel van traditionele financiële instellingen onder druk. Denk bijvoorbeeld aan nieuwe concurrenten voor banken op het gebied van betalingsverkeer (*Apple Pay*; de nieuwe *Bunq*-bank), of het ontstaan van meer rechtstreekse vormen van (onderlinge) financiering die buiten het bankwezen om gaan. Veel van deze ontwikkelingen gaan ook buiten de bestaande toezichthoudende kaders om. Dit alles heeft potentieel grote gevolgen voor de manier waarop het financiële landschap er in de toekomst uit zal zien. De financiële sector wordt dus gekenmerkt door dynamiek en innovatie – wat betekent dat publieke belangen voortdurend onder druk kunnen komen te staan. Wederom onzekerheid.

1.2 EEN TE SMALLE FOCUS SINDS DE FINANCIËLE CRISIS

Na de financiële crisis is de aandacht vooral uitgegaan naar de stabiliteit van de financiële sector. De beleidsreactie om de sector 'terug in zijn hok' te krijgen – hoe begrijpelijk ook – is eenzijdig en maatschappelijk te beperkt, om ten minste drie redenen.

Ten eerste gaat de aandacht primair uit naar hervormingen *binnen* de sector zelf. Wat bij deze hervormingen onderbelicht blijft, zijn de sterke verwevenheden van de sector met de economie en de samenleving. De financiële sector beïnvloedt het handelen van individuen, bedrijven en overheden, en wordt zelf ook beïnvloed door de economie. We hebben dus niet te maken met een sector die grotendeels

‘losstaat’ van de economie: kenmerk van de financiële sector en vele van de daaraan verbonden activiteiten is juist de verwevenheid met de economie en samenleving. Het zogenoemde macroprudentiële toezicht biedt enig tegenwicht door naar het functioneren van het financiële systeem als geheel te kijken, maar door de identificatie van de financiële sector als aparte sector wordt de wisselwerking tussen samenleving en financiële sector onvoldoende onderkend.

Ten tweede is de vraag waar het uiteindelijk om draait, hoe de bijdrage van de financiële sector aan onze economie en samenleving kan worden vergroot. Hoewel stabiliteit hiervoor erg belangrijk is, is het ook cruciaal om te kijken naar wat we concreet van de financiële sector verwachten en met welk type beleid hieraan kan worden bijgedragen. En is er een uitruil met maatregelen die de stabiliteit trachten te versterken? Of zijn de economische bijdrage en het stabiliteitsvraagstuk (gro-tendeels) complementair? En wat voor speelruimte hebben financiële spelers nodig om in te spelen op de dynamiek, bijvoorbeeld de veranderingen die vanuit Fintech komen? Daarnaast is er de vraag hoe we de bijdrage van de financiële sector aan de economie en samenleving in de afgelopen decennia moeten evalueren. Wat valt hier uit te leren?

Ten derde biedt de samenleving (en de reële economie) ook aangrijpingspunten voor beleid. Een vraag hier is of de samenleving zich niet te gevoelig heeft gemaakt voor onevenwichtigheden in de financiële sfeer. Studies van toonaangevende instellingen zoals het IMF en de Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling (OESO) suggereren dat de reële economie zich zo afhankelijk heeft gemaakt van de sector dat het welvaart heeft gekost. Een vraag is dan hoe de samenleving sterker en weerbaarder kan worden gemaakt. Deze vraag biedt de mogelijkheid om beleid binnen de samenleving te identificeren, vooral sociaaleconomisch zoals het pensioen-, woningmarkt- en belastingbeleid, dat van invloed is op de weerbaarheid van de samenleving, maar ook het functioneren van de financiële sector beïnvloedt (bijvoorbeeld de uitstaande hypotheek in het bankwezen).

1.3 NAAR EEN BREDERE BENADERING: VERWEVENHEID CENTRAAL

In dit rapport staat de verwevenheid van de financiële sector met de economie en de samenleving centraal. De sector is geen economisch eiland. De reden hiervoor ligt in de aard van de door de sector geleverde diensten. Enigszins versimpeld stelt de financiële sector burgers, bedrijven en overheden in staat om (i) betalingen te doen; (ii) externe financiering aan te trekken; (iii) te sparen; en (iv) zich te verzekeren tegen risico's. De financiële sector speelt een belangrijke rol in de allocatie van middelen in de economie. Soms zijn dit pure transacties, maar veelal is sprake van een onderliggende langdurige 'relatie' tussen financiële dienstverleners en hun klanten. Het betalingsverkeer gaat bijvoorbeeld voor een significant deel via pin-transacties (in Nederland miljoenen per dag), die weer gekoppeld zijn aan min of

meer permanente betaalrekeningen bij banken en betaalterminals bij bedrijven. Een hypotheeklening verbindt de lener en de kredietverstrekker voor de duur van de hypotheek. Het ‘stallen’ van besparingen bij pensioenfondsen plaatst het pensioenfonds en de deelnemer (spaarder) in een economische verhouding die van lange duur is. Kortom, we zijn op tal van manieren verbonden met de financiële sector.

Deze verwevenheid gaat verder dan alleen individuele relaties met financiële instellingen. Het functioneren van de economie en de samenleving is in belangrijke mate afhankelijk van een goed functionerend financieel systeem. Het is niet moeilijk voor te stellen hoe ontwrichtend een verstoring van het betalingsverkeer zou zijn. Ook de andere diensten vervullen belangrijke economische functies: een efficiënte allocatie van financiële middelen, het ‘verplaatsen van koopkracht’ naar later en het wegnemen van onzekerheden zijn allemaal van groot belang om economisch verkeer mogelijk te maken en de samenleving goed te laten functioneren. Zeker, we willen niet dat financiële instabiliteit deze diensten en functies in gevaar brengt. Maar onze aandacht moet breder zijn dan het beperken van financiële instabiliteit, en ook gericht zijn op de vraag hoe de financiële sector invulling geeft aan deze diensten en functies. En anderzijds hoe consumenten, bedrijven en (semi-)overheden beter kunnen profiteren van financiële diensten.

Gegeven het belang van de financiële diensten voor de economie en de maatschappij is het weinig verbazingwekkend dat overheden hier al sinds jaar en dag nauw bij betrokken zijn. Effectief overheidsbeleid vormt een cruciale *voorwaarde* voor het functioneren van de financiële sector. Het vormt een belangrijke inkadering van het handelen van financiële spelers: het bepaalt grenzen, maar het maakt ook activiteiten mogelijk. Daarnaast heeft beleid op andere terreinen dan de financiële sector – denk aan huizenmarkt-, pensioen- en belastingbeleid – invloed op de manier waarop de economie en de samenleving verweven zijn met de sector. Overheidsbeleid is dus een niet weg te denken pijler onder het functioneren van de sector. Waar het ons primair om gaat, is de vraag of het huidige beleid bijdraagt aan de behartiging van de publieke belangen die in het geding zijn.

In deze studie staat de volgende vraag daarom centraal:

Welke beleidsaanpassingen zijn gewenst om tot een productiever evenwicht te komen tussen financiële sector en samenleving?

Dit vraagt om iets meer toelichting. Allereerst: wat bedoelen we met ‘de financiële sector’? Tot nu toe hebben we het vooral over het soort diensten gehad, maar nog niet echt over de instellingen zelf. Het is nagenoeg onmogelijk om de financiële sector goed af te bakenen – sterker nog, het begrip ‘financiële sector’ is ongelukkig gekozen, omdat het een afgebakend geheel suggereert. Toch valt er wel wat meer over te zeggen. De financiële sector kan gedefinieerd worden als alle spelers die een

of meer van de hierboven genoemde diensten faciliteren. Het gaat dus om instellingen die het betalingsverkeer faciliteren, die leningen verstrekken of anderszins financiële middelen alloceren, die spaar- of beleggingsmogelijkheden aanbieden en die verzekeringsproducten leveren. In deze studie gaat het dus niet alleen over banken, maar ook over pensioenfondsen, verschaffers van *private equity*, handelaren op de financiële markten, verzekeraars, nieuwe aanbieders van betaaldiensten, et cetera. Dit is een ruime en weinig precieze afbakening van de sector. Voor deze studie is dat echter voldoende.

Voor we verder gaan, moeten we een potentieel misverstand zien te voorkomen. Wellicht dat de nadruk op de faciliterende rol van de financiële sector in de vorige alinea de indruk wekt dat financiële instellingen primair gericht zijn op niet-financiële instellingen. Hoewel dit het traditionele beeld is van de financiële sector – de sector ‘leeft’ voor de reële economie – gaat dit beeld niet volledig op. Financiële instellingen zijn veelal private bedrijven met eigen doelstellingen, die niet parallel hoeven te lopen met de belangen van de samenleving als geheel. Dit is kenmerkend voor (private) bedrijven in alle sectoren, maar vraagt extra aandacht als sprake is van grote publieke belangen. In hoofdstuk 2 gaan we hier verder op in. Daarnaast zijn ze ook sterk gericht op (en verweven met) andere financiële instellingen. Banken bijvoorbeeld zijn via tal van kanalen verbonden met andere banken en (schaduw) financiële instellingen – bijvoorbeeld omdat ze financiële producten van elkaar kopen, maar ook omdat ze door het betalingsverkeer (dat grotendeels via het bankwezen loopt) met elkaar te maken hebben. Financiële instellingen verkopen niet alleen derivaten aan bedrijven en overheden, maar ook aan elkaar – sterker nog: verreweg het grootste aandeel (ongeveer 80%) van de derivatenhandel vindt plaats ‘binnen de sector’. De sector is dus niet alleen naar buiten gericht, maar ook zeer sterk naar binnen. Bovendien zijn deze intrafinanciële verbindingen in de afgelopen decennia toegenomen in omvang en complexiteit: tussen instellingen, sectoroverstijgend en grensoverschrijdend. De financiële crisis toonde aan hoe risicovol deze veelheid aan verbindingen kan zijn.

Verder: wat bedoelen we met de samenleving? We gebruiken deze term om te verwijzen naar Nederlandse huishoudens, bedrijven en (semi)publieke instellingen. Hoewel we vaak zullen spreken over deze spelers alsof het zou gaan om uniforme categorieën, moet in het achterhoofd worden gehouden dat er grote verschillen binnen deze categorieën bestaan. Huishoudens verschillen onderling sterk in behoeften en levensfase, en mede daardoor in financiële positie en de manier waarop zij met de financiële sector te maken hebben. Sommige huishoudens hebben weinig schulden en hoge besparingen, terwijl het voor andere huishoudens precies andersom ligt. Ook tussen bedrijven bestaan grote verschillen, alleen al wat betreft omvang, eigendomsstructuur, financieringsbehoeftes en financieringsmogelijkheden. Het belangrijkste onderscheid dat we in deze studie zullen maken is tussen het MKB (midden- en kleinbedrijf) en het grootbedrijf. Bij semipublieke

instellingen gaat het ons om onder meer woningbouwcorporaties, onderwijsinstellingen en zorgleveranciers. Ook tussen die instellingen bestaan veel verschillen wat betreft de taken, het overheidsbeleid en -toezicht, financieringsconstructies en (financiële) verantwoordelijkheden. Hoewel we zullen proberen om zo specifiek mogelijk te zijn, zullen we voor de leesbaarheid ook vaak spreken over ‘Nederlandse huishoudens’ of ‘de Nederlandse samenleving’ alsof het hier gaat om uniforme categorieën.

Bij de aanbevelingen die wij zullen doen, zal de nadruk liggen op de aanpassingen die nodig zijn in het overheidsbeleid, waarbij toezichthoudende instellingen als onderdeel zullen worden gezien van de overheid. Over welk overheidsbeleid gaat het hier? De traditionele focus ligt bij beleid gericht op het bankwezen, kapitaalmarkten en het verzekeringswezen (voor zover deze terreinen vandaag de dag überhaupt goed te scheiden zijn). Onze focus is breder, omdat wij de verwevenheid van de sector met de samenleving centraal stellen. Domeinen als de huizenmarkt, pensioenen en belastingen zijn verbonden met het functioneren van de financiële sector. Deze beleidsterreinen kunnen indirect veel invloed uitoefenen op de manier waarop de economie en de samenleving te maken hebben met de financiële sector, maar krijgen tot nu toe (te) weinig aandacht in het debat over financiële hervormingen. Hier liggen dus belangrijke kansen voor de overheid. Meer in het algemeen biedt het centraal stellen van de verwevenheid tussen financiële sector en samenleving (en reële economie) een breder perspectief op de inrichting van de financiële sector en de afhankelijkheid tussen reële economie en financiële sector.

De hierboven gepresenteerde vraag zal worden beantwoord aan de hand van een aantal deelvragen:

- Wat is het belang van de financiële sector voor de samenleving? (hoofdstuk 2)
- Hoe is de relatie tussen de financiële sector en de samenleving door de tijd heen veranderd en hoe ziet die relatie er vandaag de dag uit? (hoofdstukken 3 t/m 5)
- Welke maatschappelijke problemen komen voort uit de manier waarop de financiële sector en de samenleving met elkaar verweven zijn? (hoofdstuk 6)
- Op welke manier hebben het Nederlandse en Europese beleid bijgedragen aan, en ingespeeld op, deze ontwikkelingen in de sector en de veranderingen in de relatie tussen de sector en de samenleving? (hoofdstuk 7)
- Welke aanpassingen in het overheidsbeleid gericht op de financiële sector en op de samenleving kunnen de bijdrage van de sector aan de economie en de samenleving vergroten? (hoofdstuk 8).

1.4 AFBAKENING VAN DEZE STUDIE

In dit rapport kijken we primair naar ontwikkelingen in de financiële sfeer en de doorwerking daarvan naar de economie en de samenleving. Dit bevat ook een focus op arrangementen in de samenleving (huizenmarkt en pensioenen bijvoorbeeld) die deze doorwerking beïnvloeden. Dit biedt een aanzienlijke breedte, maar we leggen onszelf ook begrenzings op.

De afbakening betreft het onderkennen (maar niet trachten te voorspellen) van mogelijke ontwikkelingen binnen de financiële sfeer die grote onzekerheden met zich meebrengen. Drie grote onzekerheden zullen wij op de achtergrond accepteren als ‘*unknown unknowns*’ (en soms ‘*known unknowns*’), waar het beleid rekening mee moet houden zonder dat ze ‘oplosbaar’ zijn of door middel van beleid volledig te sturen.

- De eerste betreft de technologische revolutie (informatietechnologie), die ongetwijfeld grote invloed zal hebben op de vormgeving van de financiële sector, de bedrijfsmodellen van bestaande financiële instellingen en die van nieuwe toetreders. Hoe zich dit gaat ontwikkelen is moeilijk in te schatten, maar de onzekerheden die het met zich meebrengt, zijn zeker relevant voor het beleid (zie tekstbox 1.1).
- De tweede onzekerheid is het monetaire beleid. Het beleid van centrale banken staat nog steeds op de voorpagina’s van kranten. *Quantitative easing*, lage rentes, opkopen van staatsobligaties en mogelijkheden van normalisatie van het monetair beleid hebben een grote invloed op het functioneren van het financiële systeem, maar toekomstige ontwikkelingen zijn zeer moeilijk in te schatten. Dus ook vanuit deze hoek moet rekening gehouden worden met onzekerheden. Voor deze studie gaan we uit van een gegeven hiervan, en we zullen geen aanbevelingen doen voor het monetaire beleid.
- De derde onzekerheid betreft de houding van de maatschappij tegenover de financiële sector. In hoeverre zijn er maatschappelijke krachten die de speelruimte van de financiële sector in de toekomst zullen begrenzen? Dit is dan meer een uitvloeisel van politiek-maatschappelijke (en ideologische) discussies, bijvoorbeeld zoals gevoerd door de ‘Occupy Wall Street’-beweging. Ook dit kunnen we niet inschatten en speelt als onzekerheid op de achtergrond.¹

1.5 OPZET VAN DIT RAPPORT

In hoofdstuk 2 kijken we naar het *belang* van de sector voor de economie en de samenleving. We zullen hierin beargumenteren dat bij financiële dienstverlening publieke belangen in het geding zijn. Dit komt door de economische en maatschappelijke functies die de financiële sector vervult (of in elk geval: zou moeten

vervullen). In dit hoofdstuk kijken we ook naar de manier waarop dit belang kan worden ‘gemeten’ of anderszins in kaart kan worden gebracht, en wat de beperkingen van deze benaderingen zijn.

Vervolgens brengen we ontwikkelingen in de financiële sector en de relatie tussen de financiële sector en de reële economie in kaart. In hoofdstuk 3 geven we een korte beschrijving van de geschiedenis van de financiële dienstverlening, zowel meer in het algemeen als specifiek voor Nederland. We kiezen voor deze historische bespreking, omdat dit laat zien hoezeer de financiële sector door de tijd heen aan verandering onderhevig is. Ook laat het zien hoezeer de sector zich ontwikkelt in wisselwerking met veranderingen in de economie en de samenleving. Hoofdstuk 4 zoomt in op de veranderingen in de financiële sector in pakweg de afgelopen dertig jaar. De doelstelling van dit hoofdstuk is om met ‘*facts and figures*’ aan te geven hoezeer de financiële sector (en de Nederlandse sector in het bijzonder) in de afgelopen decennia is veranderd. Hoofdstuk 5 gaat juist in op recente veranderingen in de verhouding tussen de Nederlandse reële economie (samenleving) en de financiële sector. In dat hoofdstuk bekijken we dus de ‘andere kant van de medaille’; veranderingen in de manier waarop de samenleving verweven is met de financiële sector. Huishoudens, private ondernemingen en semipublieke instellingen worden hier afzonderlijk besproken.

In hoofdstuk 6 bespreken we de maatschappelijke problemen die voortkomen uit de ontwikkelingen die in de voorgaande hoofdstukken aan bod zijn gekomen. We verzamelen die problemen in drie clusters. Er is allereerst sprake van ‘inherente financiële instabiliteit’, die zich in de afgelopen decennia in heviger vorm aandient en grotere maatschappelijke en economische consequenties heeft. De problematiek is echter breder dan dat – zelfs bij een (relatief) stabiel financieel systeem is er geen garantie dat financiële dienstverlening optimaal bijdraagt aan de economie. We identificeren dan ook een tweede probleem: ‘financiële dominantie’. Deze problematiek bestaat uit het hoge niveau van private schulden, de risico’s die gepaard gaan met de grotere blootstelling aan financiële markten en de dominantere positie die de sector binnen de economie inneemt. Ten slotte lijkt er ook sprake te zijn van ‘kortzichtigheid in de economie en de samenleving’. Huishoudens en bedrijven (privaat dan wel semipubliek) worden te zeer gedreven door kortetermijnprikkels en focussen daarmee mogelijk te veel op de korte termijn ten koste van de lange termijn.

In hoofdstuk 7 gaan we in op de vraag op welke manier het Nederlandse overheidsbeleid heeft bijgedragen aan, en heeft ingespeeld op, in de eerdere hoofdstukken beschreven ontwikkelingen en problemen. Daartoe beschrijven we het beleid zoals dat aan de vooravond van de financiële crisis bestond, en beschouwen we vervolgens de veranderingen die sindsdien zijn doorgevoerd. De boodschap van dit hoofdstuk is dat het beleid te zeer gericht is op de financiële sector zelf – de beleids-

hervormingen na de crisis zijn maar in te beperkte mate gericht op de verwevenheid van de financiële sector en de economie. De beleidsmakers zijn gefocust op financiële stabiliteit, maar daarmee is de vraag hoe de sector kan bijdragen aan de economie, ondergesneeuwd. Bovendien is te weinig onderkend hoe bijvoorbeeld pensioen- en woningmarktbeleid, maar ook beleid rond verzelfstandiging, invloed hebben op de gevoeligheid van de samenleving voor onevenwichtigheden in de financiële sfeer.

In hoofdstuk 8 stellen wij de wenselijkheid van een bredere beleidsoriëntatie centraal, en presenteren we de conclusies en beleidsopties. We stellen dat de kernopdracht is om te streven naar een productievere rol van financiële diensten in de samenleving: minder dominant, meer ondersteunend. Het is daarbij te beperkt om de aandacht alleen te richten op de financiële sector. Ook de samenleving moet aangrijpingspunt van beleid zijn. Het doel is de onafhankelijkheid en weerbaarheid van burgers, bedrijven en semipublieke instellingen ten opzichte van de financiële sector te versterken. Dat biedt tegenwicht tegen de inherente instabiliteit van de sector. Dit betekent niet dat ‘de sector’ daardoor minder aandacht nodig heeft. Er is ambitieuzer beleid nodig om te komen tot een robuustere financiële sector die bijdraagt aan economische ontwikkeling. Juist wanneer op beide fronten stappen worden gezet, kan pas sprake zijn van het adequaat behartigen van publieke belangen. We benadrukken dat er – meer dan wordt onderkend – nationale beleidsruimte is en dat periodieke en structurele betrokkenheid van de politiek gewenst is.

Tekstbox 1.1 Technologische ontwikkelingen en de financiële sector

Ontwikkelingen in informatietechnologie spelen een grote rol in de financiële sector. Hoe financiële diensten in de toekomst zullen worden aangeboden, welke vorm ze zullen aannemen en welke institutionele structuur (zowel type financiële instellingen als de structuur van de sector) daarbij past, zijn onbepaald en omgeven met grote onzekerheden. De bedrijfsmodellen van bestaande financiële instellingen staan ter discussie en nieuwe toetreders – vaak gespecialiseerd op deelgebieden zoals het betalingsverkeer (Apple Pay bijvoorbeeld) – liggen op de loer.

In een studie van het World Economic Forum wordt geconcludeerd dat *‘The most imminent effects of disruption will be felt in the banking sector, however, the greatest impact of disruption is likely to be felt in the insurance sector’* (WEF, 2015). Het Rapport van de Commissie Verzekeraars (Commissie Verzekeraars, 2015) onderscheidt de invloed van digitale technologie op distributie, Big Data en medische technologie. Onlineplatforms kunnen als digitaal intermediair het aanbod op de markt bundelen. Verzekeraars kunnen hierdoor grip op de klant verliezen. Bovendien is margecompressie te verwachten door gemakkelijkere vergelijkingsmogelijkheden, wat ongunstig kan uitpakken voor bestaande spelers met relatief hoge kostenstructuren. Big Data maakt het veel gemakkelijker klantprofielen op te stellen en veel gericht klanten te benaderen. Machtsverschuivingen naar spelers die betere toegang tot (massale) klantgegevens hebben zoals Google en Facebook zijn dan mogelijk. Medische technologie kan in de verzekeringssector tot unieke uitdagingen leiden, omdat klanten via toegang tot testkits eigen risico’s (overlijdensrisico bijvoorbeeld) beter kunnen inschatten. Deze voorwetenschap kan via antiselectie (alleen slechte risico’s verzekeren zich) verzekeringen onbetaalbaar maken. Daarentegen kunnen verzekeraars zelf technologie gebruiken om leefgewoonten van klanten in beschouwing te nemen in de *pricing* van verzekeringsproducten.

Voor het bankwezen zijn de uitdagingen niet minder groot. Informatietechnologie – Big Data, gebruik van apps, nieuwe onlinedistributieplatforms et cetera – stellen banken met hun traditioneel hoge kostenstructuren en relatief bureaucratische organisatie voor grote uitdagingen (Boot, 2015, 2016). Het verliezen van de grip op hun klanten is misschien wel de grootste zorg. Bij de consumenten is deze slag het zichtbaarst. Nederland heeft een efficiënt betalingsverkeer, en banken zijn voortvarend geweest in het uitrollen van smartphone gebaseerde betalingapps. Maar is er een consument van de nieuwe generatie die zich door deze ontwikkelingen nog klant voelt bij ABNAMRO of ING, of welke bank dan ook? Voor velen is de app nog het enige contact en heeft men geen idee, noch enig gevoel, voor wie erachter zit. Alleen bij een internetstoring gaat men op zoek naar de naam van de bank om deze vervolgens in de sociale media af te branden.

Bij de bedrijven is het nu nog iets beter geregeld. Klantrelaties worden nog als waardevol gezien, maar er is reden voor zorg. *Peer-to-peer lending* en *crowdfunding* mogen abstract klinken, maar het zijn alledaagse manieren geworden om aan geld te komen waarbij banken grotendeels worden gepasseerd. Kan dit een grote vlucht nemen? Tot voor kort zag het er niet zo bedreigend uit. Juist in het MKB moet je de klant toch kennen voordat je er een lening aan kunt geven. Een bankrelatie is dan toch noodzakelijk, en zie hier de toegevoegde waarde van banken. Maar wat zien we meer recentelijk? Initiatieven zijn aan het ontstaan waar men op basis van allerlei veelal publiek beschikbare informatiebestanden, via Big Data-analyses goede inschattingen kan maken van kredietwaardigheid en veranderingen daarin. Toepassingen hiervan in de consumentenmarkt bestaan al, maar ook op de business-to-businessmarkt zijn er ontwikkelingen die erop duiden dat je hiermee zonder dure investeringen aan de weg kunt timmeren.

Een belangrijke zorg voor banken is hoe zij grip houden op de klant. Op de consumentenmarkt lijkt er sprake te zijn van een soort '*free for all*' – de nieuwe generatie klanten voelt geen binding meer. Zijn app is wat hij ziet. Slimme apps, zogenoemde 'aggregators' zullen neutrale intermediairs worden tussen consument en aanbieders van producten. De aggregator – een soort onlineplatform – verzamelt alle financiële diensten en producten die hij of zij bij verschillende financiële dienstverleners heeft, en vanaf zijn platform kan de consument offertes aanvragen bij verschillende aanbieders. Dit is een ultieme vorm van een disaggregatie van de 'waardeketen'. Ook het betalingsverkeer geeft reden tot zorg – betalingsspecialisten zoals het Apple Pay-initiatief en alternatieve currencies zoals Bitcoin werken nu nog in tandem met het bancaire betalingsverkeer, maar wat als ze straks zonder banken kunnen?

Het zwarte scenario voor banken is dat ze worden omgetoverd in productfabrieken en de klantrelatie en de grip op de distributie volledig kwijt zijn. Tezamen met zorgplichteisen en de behoefte aan simpele en transparante producten zal er sprake zijn van structureel lagere verdiensten.

De digitalisering van processen, het wegvallen van traditionele klantrelaties en de margedruk betekenen een uitholling van banken zoals we die nu kennen. Aan de bedrijvenkant zou er een behoefte kunnen blijven aan een relatiebank voor bedrijven, maar dit zal een '*lean and mean*'-bedrijf zijn waar een bank naast een paar gestandaardiseerde logistieke rollen (zoals het betalingsverkeer, cash management) vooral opereert als '*trusted advisor*'. In de laatste rol staat zij ondernemingen (en private banking-klanten) bij met raad en daad waarbij het verkopen van eigen producten niet langer vooropstaat. Het verdienmodel is ingewikkeld, vandaar '*lean and mean*': de gestandaardiseerde activiteit is per definitie *low margin*, en in haar rol als '*trusted advisor*' zal zij alleen goede verdiensten kunnen hebben als er werkelijk sprake is van een vertrouwensrelatie. Daarnaast blijft zij een rol spelen bij grote transacties, M&A's en IPO's bijvoorbeeld – als onderdeel van investment banking. Informatietechnologie zal uiteindelijk ook hier de winstmarges onder druk zetten; matching van vraag en aanbod op de kapitaalmarkt zal immers steeds gemakkelijker worden.

NOOT

- 1 Ook (vaak verhitte) discussies over het geldstelsel en geldschepping zijn een reflectie van onzekerheden bij burgers, maar leggen ook een onzekerheid bij de toekomstige inrichting van het financieel-monetair systeem.

2 DE FINANCIËLE SECTOR IN DE SAMENLEVING

Financiële instellingen vervullen een bijzondere rol in de economie en in de samenleving. Zo stellen de banken mensen in staat om betalingen te doen, brengen zij besparingen bijeen, financieren zij economische activiteiten, beheersen zij financiële risico's voor hun klanten en brengen zij giraal geld in omloop. Verzekeringsmaatschappijen zorgen ervoor dat huishoudens en bedrijven risico's kunnen afdekken, en pensioenfondsen hebben tot taak de bij hen aangesloten deelnemers te helpen om zich te verzekeren van een financieel onbezorgde oude dag. Die bijzondere rol betekent wel dat verstoringen in de financiële sector grote negatieve gevolgen kunnen hebben voor de samenleving als geheel. De Parlementaire Enquêtecommissie Financieel Stelsel (commissie-De Wit), die voor de Tweede Kamer de financiële crisis heeft onderzocht, formuleert het als volgt: 'De financiële sector is geen gewone sector en banken zijn geen gewone ondernemingen. De economie is sterk afhankelijk van de stabiliteit van het financiële stelsel. Het betalingsverkeer, het opbouwen van persoonlijke reserves in de vorm van spaargelden, pensioenen en verzekeringen, het stelsel van sociale voorzieningen en de kredietverlening aan het bedrijfsleven steunen op de financiële sector. Daarmee is het publieke belang bij een stabiele financiële sector groot' (Parlementaire Enquêtecommissie Financieel Stelsel, 2012: 540).

In dit hoofdstuk gaan we in op de bijzondere positie van de financiële sector in de economie en in de samenleving. Hoe draagt de sector bij aan de samenleving, en aan de economische groei in het bijzonder? Paragraaf 2.1 diept de essentiële rol van de sector voor de samenleving verder uit. We definiëren een aantal functies die de sector vervult en geven aan dat sturen op stabiliteit belangrijk, maar niet voldoende is: het gaat nadrukkelijk over hoe de sector adequaat bijdraagt aan de samenleving. Paragraaf 2.2 gaat vervolgens in op de vraag hoe men de economische bijdrage van de sector kan meten. We bespreken twee benaderingen: de eerste kijkt naar het aandeel van de sector in het bruto binnenlands product (bbp), de tweede onderzoekt het verband tussen financiële ontwikkeling en economische groei. De eerste benadering meet in wezen de omvang van de sector, de tweede stelt centraal hoe de sector bijdraagt aan het functioneren van de economie als geheel. Na de financiële crisis van 2008 is in beleidsdiscussies en wetenschappelijke debatten sterk de nadruk komen te liggen op de laatste benadering. Het is niet louter de omvang van de sector die bepalend is, maar de mate waarin de sector de economie als geheel helpt.

2.1 HET MAATSCHAPPELIJKE BELANG VAN DE FINANCIËLE SECTOR

De financiële sector raakt de economie en samenleving in het hart. Je zou de bijzondere positie van de financiële sector kunnen karakteriseren door zijn rol als smeerolie van de economie (subparagraaf 2.1.1). Er zijn verschillende economische functies die de financiële sector vervult (subparagraaf 2.1.2). Deze functionele benadering heeft echter beperkingen (subparagraaf 2.1.3).

2.1.1 HET BIJZONDERE VAN DE SECTOR

Een mooie illustratie van de uitzonderlijke positie van de financiële sector is de intermediaire rol van banken bij de internationale handel. Een probleem bij handelstransacties is dat een exporteur niet wil leveren voordat hij er zeker van is dat de desbetreffende importeur zal betalen, en de importeur niet wil betalen voordat hij de goederen heeft ontvangen. Een soort patstelling. In dit soort gevallen is het gebruikelijk dat de bank van de importeur garant staat voor betaling zodra de goederen in goede orde zijn ontvangen (dit gebeurt met een *commercial letter of credit*). Hiermee wordt de patstelling doorbroken. Hoe belangrijk dergelijke diensten zijn voor de economie, bleek wel tijdens de financiële crisis. Door het wegvalLEN van banken die geloofwaardige *commercial letters of credit* konden afgeven kreeg de internationale handel een extra harde klap (Niepmann en Schmidt-Eisenlohr, 2014).

Helaas blijkt die essentiële rol juist als er iets misgaat in de financiële sector, want *hick-ups* hebben consequenties ver buiten de financiële sfeer. Het is dan ook niet verrassend dat de overheid een bijzondere verantwoordelijkheid voelt voor het goed functioneren van de financiële sector. Er zijn immers publieke belangen in het geding (SER, 2010; WRR, 2012a). De financiële sector vervult een aantal functies die van groot belang zijn voor de samenleving als geheel. Dat betekent overigens niet dat de overheid zelf invulling moet geven aan dergelijke functies. Het gaat erom dat de overheid zich ervan vergewist dat er adequaat invulling aan wordt gegeven, waarmee de publieke belangen zijn geborgd.¹

Stabiliteit van de financiële sector is hiervoor van belang, zoals ook het eerdere citaat uit de rapportage van de commissie-De Wit laat zien. Het voorbeeld over de internationale handel (export) toont dat financiële instabiliteit grote schade aan de economie kan toebrengen. Het waarborgen van publieke belangen rond de financiële sector gaat echter verder dan alleen het beheersen en/of tegengaan van instabiliteit. Ook door de gedragingen van individuele spelers kunnen publieke belangen worden geschaad. Het woekerpollisschandaal – ingewikkelde spaar- en beleggingsproducten met buitengewoon hoge winstmarges die door verzekeraars werden aangeboden – laat bijvoorbeeld zien hoe het belang van klanten uit het oog kan worden verloren. Er is sprake van *rent seeking* wanneer financiële producten

zodanig worden vormgegeven dat zij buitensporig hoge marges mogelijk maken en verkoopinspanningen gericht zijn op het ‘pushen’ van die producten zonder dat de consument (en de welvaart) daarmee gediend is. Tekstbox 2.1 gaat hier verder op in. Via de zorgplicht probeert de overheid dergelijk onoorbaar gedrag sinds enige jaren in de hand te houden.²

Wat deze opmerkingen laten zien is dat sturen op alleen financiële stabiliteit niet voldoende is. De bredere vraag is of de financiële sector op een adequate wijze invulling geeft aan haar ondersteunende rol voor de samenleving als geheel en daarmee bijdraagt aan de economische ontwikkeling. Deze bredere – maatschappelijke – kijk op de financiële sector komt nadrukkelijk terug in dit rapport.

Tekstbox 2.1 *Rent seeking in de financiële sector*

Een belangrijk element in het overheidsbeleid van de laatste decennia is geweest dat concurrentiebevorderende marktwerking louterend kan werken: zij leidt tot lagere marges, betere dienstverlening en bevordering van innovatie. Onder bepaalde omstandigheden werkt dit ook zo. Maar concurrentie werkt lang niet altijd louterend. Het woekerpolissschandaal is illustratief. Na Kamervragen eind 1995 over vermeende hoge kosten van deze op dat moment nog relatief nieuwe producten – toen koopsommen en lijfrentes genoemd – antwoordde toenmalig minister van Financiën Zalm in januari 1996: ‘De Nederlandse (levens)verzekeringsmarkt wordt (...) gekenmerkt door een hoge mate van concurrentie tussen aanbieders. In een dergelijke situatie is (...) een marktbreed te hoog kostenniveau niet aannemelijk’ (Tweede Kamer, 1995-1996, aanhangsel van de Handelingen 430). We weten inmiddels beter. Er waren weliswaar vele aanbieders, maar een neerwaartse druk op de winsten ging daar niet van uit, integendeel. In de jaren die daarop volgden, werden miljoenen polissen verkocht met zeer hoge hierin opgesloten kostenniveaus, en dus hoge winstmarges voor de aanbieders. Hier was sprake van wat in economenjargon *rent seeking* wordt genoemd. Er is een constante zoektocht naar hoge marges. Er zijn drie factoren die de hoge winstmarges kunnen verklaren. Ten eerste geven aanbieders een hoge mate van complexiteit aan hun producten. Door het ingewikkeld en ondoorzichtig maken van hun verzekeringsproducten worden die moeilijker vergelijkbaar en worden marges minder goed zichtbaar. Een manier om complexiteit te creëren is *structuring*, dat wil zeggen dat verschillende financiële diensten gekoppeld worden in nieuwe samengestelde producten. In het geval van woekerpolissen werden sparen en beleggen gecombineerd met een overlijdensrisicoverzekering. Bij beleggingshypotheken worden complexe beleggingen gecombineerd met lenen (de hypotheeklening) en ook nog eens met een overlijdensrisicoverzekering. Er werden ook steeds nieuwe samengestelde productvarianten gecreëerd.³ Het afdwingen van simpele en transparante producten wordt vaak als oplossing gezien om deze praktijk van ondoorzichtige producten tegen te gaan. De tweede factor is het type product. Woekerpolissen en andere complexe producten zijn langetermijnproducten (veelal voor het pensioen) waar de consument maar zeer incidenteel mee in aanraking komt. Er is daardoor een groot informatie- en ervaringsprobleem bij klanten. Men kan dus gemakkelijk worden beetgenomen, en met de omvangrijke hoeveelheid geld die op het spel staat, zijn de risico’s meteen substantieel. De derde factor is de consument zelf. Het blijkt keer op keer dat financiële producten mensen ‘verblinden’: de suggestie van extra rendement, hoezeer ook op drijfzand gebaseerd, werkt vaak aanmoedigend. Informatievoorziening blijkt een beperkte effectiviteit te hebben. Het schort de gemiddelde consument aan een goed beoordelingsvermogen.

De grote en langdurige financiële consequenties voor consumenten die samenhangen met het langlopende karakter van bepaalde financiële producten maakt dat publieke belangen hierdoor gemakkelijk in het geding kunnen komen.⁴

Overigens is de vanzelfsprekendheid waarmee gesproken wordt over ‘de financiële sector’ onterecht. Dat suggereert immers een homogeen en afgebakend geheel, terwijl de sector en de daaraan verbonden activiteiten juist worden gekenmerkt door uiteenlopende activiteiten en hun hechte verwevenheid met de andere sectoren in de economie en met de rest van de samenleving. In sommige opzichten is het zelfs risicovol om te spreken over ‘de financiële sector’ als een aparte sector. De identificatie van de financiële sector als ‘economisch eiland’ dreigt te suggereren dat de sector bestaat voor zichzelf en financiële instellingen vooral hun eigen doelen gaan nastreven in plaats van ondersteunend te zijn voor de economie als geheel. Ook de politiek draagt hier soms (al dan niet bewust) aan bij: denk bijvoorbeeld aan het Holland Financial Center, een initiatief waarin politici, beleidsmakers en vertegenwoordigers van financiële instellingen de sector nadrukkelijk benaderden als financieel centrum dat de concurrentie moest kunnen aangaan met bijvoorbeeld The City in Londen, en veel minder als ondersteunende pijler voor de Nederlandse economie.

2.1.2 DE FUNCTIES VAN DE FINANCIËLE SECTOR

Dat de sector van groot maatschappelijk belang is, moge duidelijk zijn. Het is echter minder eenvoudig om aan te geven welke elementen van financiële dienstverlening belangrijk zijn voor de economie. In de economische literatuur speelt de zogeheten *functionele benadering* een grote rol bij het beantwoorden van die vraag (Merton en Bodie, 1995). Volgens deze benadering heeft de financiële sector bepaalde *economische functies*; de vervulling van deze functies zorgt ervoor dat de sector een belangrijke rol speelt in de economie. Grofweg kunnen vier functies worden onderscheiden: (1) de financiële sector faciliteert het doen van transacties; (2) de sector mobiliseert en alloceert financiële middelen; (3) de sector faciliteert het managen van risico's; en (4) de sector genereert en deelt informatie. Hierna bespreken we deze vier functies kort.

Faciliteren van transacties ('handel')

Een eerste economische functie is dat de sector financiële transacties faciliteert via betalingssystemen. Betrouwbaar en efficiënt betalingsverkeer stroomlijnt het hedendaagse economische verkeer en is daarmee van groot belang voor het functioneren van de economie (ECB, 2014a). De financiële sector biedt tal van diensten aan die het betalingsverkeer ondersteunen en mogelijk maken: betaalrekeningen, cheques, pinautomaten, creditcards, geldtransport en internetdiensten (zoals PayPal en iDEAL). Het economische belang van een goed functionerend en efficiënt betalingsverkeer kan nauwelijks overschat worden: in Nederland vinden bijvoorbeeld dagelijks ruim 8 miljoen pintransacties plaats. Het vergt weinig fantasie om in te zien dat kleine inefficiënties in het betalingsverkeer significante negatieve effecten op de economie kunnen hebben. Een ontwrichting van het betalingsverkeer zou een economie dan ook totaal plat kunnen leggen.⁵

Mobiliseren en alloceren van financiële hulpbronnen

Een tweede economische functie van de financiële sector is het bijeenbrengen van financiële middelen en de allocatie daarvan in de economie. De financiële sector functioneert als een intermediair. Financiële middelen van mensen, bedrijven en overheden die willen sparen, worden gekoppeld aan andere mensen, bedrijven en overheden die juist de middelen op dat moment willen besteden. Deze intermediaire functie kan verschillende vormen aannemen. In sommige gevallen hebben financiële instellingen primair een koppelende taak: zij koppelen gebruikers en aanbieders van financiële middelen *direct* aan elkaar. Denk bijvoorbeeld aan een investeringsbank die investeerders *matcht* aan een bedrijf dat geld wil lenen. Een ander voorbeeld is een *broker* die kopers en verkopers van aandelen aan elkaar verbindt. De financiële instelling krijgt dan een vergoeding voor de geleverde diensten, maar is zelf geen partij bij de transactie.

Dat is anders wanneer sprake is van ‘financiële intermediatie’, waarbij financiële instellingen zelf risico’s nemen en (cruciaal) een *indirecte* koppeling maken tussen aanbieders en gebruikers van financiële middelen. Het belangrijkste voorbeeld hiervan is het bankwezen, dat leningen verstrekt die (deels) worden gefinancierd met deposito’s en spaartegoeden. Hoewel het ook hier gaat om de koppeling van besparingen aan investeringen, neemt de bank in dit geval zelf risico’s. Hierbij gaat het om risico’s die de bank overneemt van haar klanten, zoals het kredietrisico en het liquiditeitsrisico. Het is in dit kader belangrijk te vermelden dat de verplichtingen van de bank dan van een andere aard zijn dan de verstrekte leningen. Zo is er bijvoorbeeld vaak sprake van *looptijdtransformatie*: tegenover kortetermijnaantrekkingen staan dan langetermijnuitzettingen (leningen). Immers, doorgaans zijn spaardeposito’s (bijna) direct om te zetten in contant geld, terwijl de looptijd van leningen normaal gesproken langer is.⁶

Wat is hier het economische belang van? Een goed functionerende financiële sector draagt bij aan de efficiënte allocatie van financiële middelen. Stel dat alleen bedrijven die zelf financiële middelen in huis hebben, kunnen investeren. Veelbelovende investeringsprojecten bij bedrijven zonder eigen middelen kunnen dan niet ondernomen worden. De economie zou hieronder lijden. Het kunnen aangaan van een lening voorkomt dit. Omgekeerd kunnen partijen die geld over hebben, sparen bij een financiële instelling en op deze manier hun bestedingen (op een rendabele manier) naar de toekomst verplaatsen. Vanzelfsprekend zouden individuele burgers of bedrijven die financiële middelen over hebben, ook *zelf* op zoek kunnen gaan naar een manier om dit nuttig te investeren. Juist door het *mobiliseren* van fondsen en identificeren (en beoordelen) van vragers naar vermogen draagt een goed functionerende financiële sector bij aan de economie. Financiële instellingen spreiden hiermee ook de risico’s voor de aanbieders van financiële middelen; zij wedden op die manier niet op één paard. Dit raakt aan de volgende functie van de financiële sector.

Faciliteren van risicomanagement

De derde economische functie is het faciliteren van risicomanagement. Financiële instellingen bieden producten aan die burgers, bedrijven en overheden in staat stellen om zich in te dekken tegen bepaalde risico's. Verzekeringsproducten zijn een voor de hand liggend voorbeeld: zij stellen partijen in staat om een bepaalde mate van bescherming te kopen tegen onverwachte gebeurtenissen. Denk aan verzekeringen tegen brand of tegen diefstal. Voor dergelijke polissen geldt dat de verzekeraar bepaalde risico's wil overnemen, omdat hij inschat dat de verkregen vergoeding tegen deze risico's opweegt. In veel gevallen is primair sprake van een *verplaatsing* van risico's van de consument naar de aanbieder of een *spreiding* van risico's over meerdere partijen. In gevallen waarbij de verzekerde (enige) invloed heeft op het manifesteren van het risico (denk aan auto-, brand- of diefstalverzekeringen) zal de verzekerende partij trachten de risico's te beheersen: bijvoorbeeld door goed gedrag af te dwingen via no-claimkortingen of eigen risico, dan wel zelf de brandveiligheid bij hun brandpolishouders te controleren. Ook derivaten zijn financiële producten die faciliteren bij de omgang met risico's. Een rentederivaat dekt een partij in tegen het risico van grote renteschommelingen. Zo krijgt deze partij meer zekerheid over toekomstige financiële verplichtingen.

Het economische belang van deze functie zit vooral in het wegnemen van bepaalde onzekerheden die belemmerend zouden kunnen werken voor economische activiteiten. Met een adequate verzekering zal men bepaalde risico's durven nemen, wat weer van belang is voor innovatie en ondernemerschap. Dit draagt vervolgens weer in positieve zin bij aan economische ontwikkeling (King en Levine, 1993).

Genereren en delen van informatie

Het genereren en delen van informatie is de vierde en laatste economische functie van de financiële sector. Financiële instellingen verzamelen, analyseren en distribueren informatie over investeringsmogelijkheden en de risico's daarvan. Zij zijn gespecialiseerd in het zoeken naar economisch rendabele investeringen en monitoren vervolgens de investeringen. Voor individuen is het vaak niet rendabel om zelf genoeg informatie in te winnen over potentiële investeringen en over de risico's die daaraan kleven. Nog los van de tijd die het kost om deze informatie te verzamelen, zal er ook vaak sprake zijn van een informatieasymmetrie tussen aanbieders en vragers van financiële middelen. Financiële instellingen springen in dit gat, omdat zij in principe de middelen, kennis en kunde hebben om deze informatieasymmetrie te doorbreken (of de problemen daarvan te minimaliseren). Het genereren en delen van informatie draagt bij aan een efficiënte allocatie van financiële middelen.

Het zijn vooral de banken die gespecialiseerd zijn in het genereren van informatie over de kredietwaardigheid van klanten. Dit betreft dan zowel screening (het van tevoren beoordelen van de kwaliteit van een klant) als monitoring, dat wil zeggen

het in de gaten houden van debiteuren nadat tot financiering is overgegaan. Banken zijn echter niet gericht op het *delen* van informatie. Kredietbeoordelaars zijn een voorbeeld van partijen die gericht zijn op het verspreiden van informatie. Zij beoordelen de financiële risico's van obligatieleningen van bedrijven en overheden, en bepaalde complexe financiële producten, en delen deze informatie met beleggers. Dit zou beleggers in staat moeten stellen om risico's beter in te kunnen schatten. Uitgevende instellingen betalen voor deze service om een beter bereik onder beleggers te verkrijgen. Bedrijven zoals Dun & Bradstreet verkopen informatie over de kredietwaardigheid van bedrijven. Vaak wordt deze informatie gekocht door bedrijven die zaken willen doen met een bepaalde speler, maar eerst meer willen weten over de kredietwaardigheid ervan.

De economische functie van het genereren en delen van informatie is primair dat het onzekerheden voor investeerders en beleggers verkleint, wat weer bijdraagt aan een efficiënte allocatie van financiële middelen. Daarbij kan het efficiënter zijn om gespecialiseerde instellingen dit te laten doen dan dat individuen zelf de informatie gaan verzamelen.

2.1.3 BEPERKINGEN VAN HET FUNCTIONELE PERSPECTIEF

De functionele benadering werpt licht op de vraag wat (in theorie) het economische belang van de financiële sector is. De beschrijving hiervoor liet echter enigszins in het midden of de functies nou primair *descriptief* bedoeld zijn ('dit zijn de functies die de sector vervult') of juist *normatief* ('dit zijn de functies die de financiële sector zou moeten vervullen'). De functionele literatuur blijft hier vaag over; normatief en descriptief lopen door elkaar. Er kan, zoals gezegd, genoeg mis gaan in de financiële sector en dan faalt de sector in het vervullen van de theoretisch veronderstelde economische functies.

We moeten dan ook niet in de val trappen dat we alle financiële activiteiten of financiële diensten terug willen redeneren naar een bepaalde economische functie. Zoals Luigi Zingales (2015) het formuleert, trappen economen vaak in deze val: '*A common belief in our profession is that all that we observe is efficient.*' Wanneer financiële markten 'goed functioneren', zullen de aangeboden diensten (per definitie) een economische functie hebben. Maar het probleem is dat financiële markten niet per se goed functioneren. Financiële instellingen hebben net als andere ondernemingen eigen belangen, die soms wel, maar zeker niet altijd samengaan met de belangen van hun klanten of met de belangen van de samenleving als geheel.⁷ Tekstbox 2.1 over rent seeking getuigt daarvan.

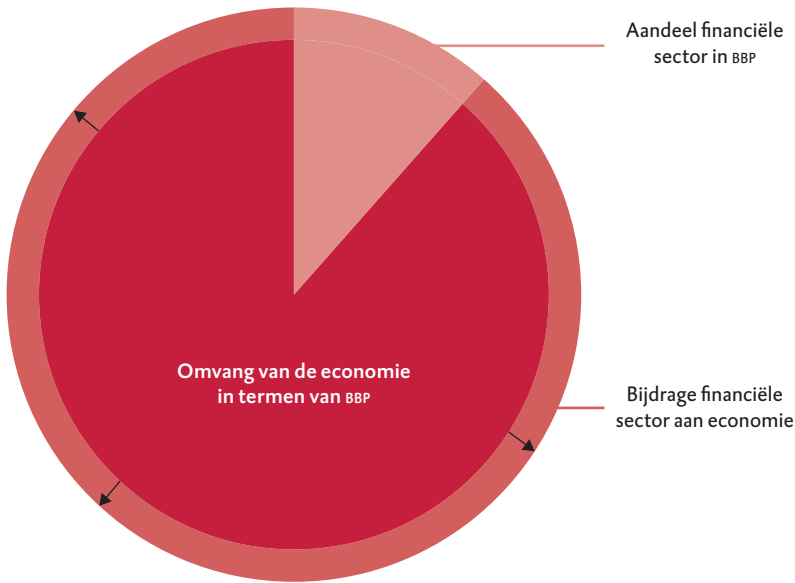
Het spreken over ‘functies’ van de financiële sector suggereert (bijna) dat er sprake is van een gereedchapskist waarmee de sector invulling geeft aan zijn bestaan. Enige voorzichtigheid is echter geboden. Veeleer dienen de geïdentificeerde functies te worden gebruikt als een zoeklicht of houvast bij het inventariseren van wat we van de financiële sector verlangen.

Ten slotte zal in het vertalen van concrete activiteiten van financiële instellingen naar functies veelal blijken dat een activiteit meerdere functies raakt. Zo is kredietverlening onderdeel van de allocatiefunctie, maar gaat zij ook hand in hand met het genereren van informatie. De eerdergenoemde *commercial letter of credit* faciliteert een transactie, maar dekt ook risico's af en zal eveneens gepaard gaan met het genereren van informatie. In het geval van *proprietary trading* (handel voor eigen rekening) is sprake van een activiteit die niet makkelijk in het functionele perspectief is te plaatsen. Die activiteit staat immers in principe in hoge mate los van de behoeften van andere actoren in de economie.⁸

2.2 HET METEN VAN HET ECONOMISCHE BELANG VAN DE FINANCIËLE SECTOR

Dat de financiële sector van belang is voor het functioneren van de economie, is duidelijk. Maar hoe groot is dit belang eigenlijk? In deze paragraaf bespreken we twee manieren om de bijdrage van de financiële sector aan de economie vast te stellen. De eerste benadering kijkt naar het aandeel van de sector in de totale nationale productie, gemeten als het bruto binnenlands product (bbp), zie subparagraaf 2.2.1. Er wordt dan bepaald hoeveel de sector aan opbrengsten (*output*) heeft in vergelijking met de gemaakte kosten (*input*). Dit gebeurt via de methoden van de nationale rekeningen – de officiële overzichtsstatistiek van de nationale economie – waarin alle macro-economische grootheden volgens internationaal afgesproken definities en metingen worden gepresenteerd. Onder meer wordt daarin berekend welk deel van de output van een sector, na aftrek van kosten voor benodigde input, overblijft voor arbeids- en winstinkomen. Dit is de toegevoegde waarde van de sector.

De tweede benadering probeert het belang van de sector af te leiden uit de mate waarin de sector bijdraagt aan het functioneren van de economie als geheel (subparagraaf 2.2.2). Als we de economie voorstellen als een taart, kijkt de eerste benadering naar de grootte van de taartpunt die de financiële sector voor zijn rekening neemt. De tweede benadering kijkt naar de mate waarin de sector bijdraagt aan het groter worden van de taart (zie figuur 2.1). De tweede benadering sluit aan bij de faciliterende (‘dienstbare’) rol van de financiële sector voor de rest van de economie, maar is moeilijk te kwantificeren.

Figuur 2.1 Bijdrage van de financiële sector aan de economie**2.2.1 AANDEEL VAN DE SECTOR IN HET BBP**

De eerste benadering die kijkt naar ‘de taartpunt’, is de meest gangbare. De financiële sector wordt daarin opgevat als een op zichzelf staande activiteit, net als bijvoorbeeld de landbouwsector. Hoe meer er verdiend wordt (relatief ten opzichte van andere sectoren), hoe hoger het aandeel in het bbp. Paradoxaal genoeg betekent dit dat de gangbare wijze van het meten van de bijdrage van de financiële sector (namelijk als aandeel in het bbp) haaks kan staan op de bijdrage die de financiële sector via de eerdergenoemde functies levert aan de economie. In termen van figuur 2.1: een focus op de taartpunt zegt weinig over de vraag of de financiële sector bijdraagt aan het groter worden van de taart, dus aan economische groei. De extra export als gevolg van handelsfinanciering komt bijvoorbeeld niet terug in deze wijze van meten van het belang van de financiële sector: daarin wordt immers alleen gekeken naar de verstrekte financiering. En in het geval van de woekerpolygonen was sprake van een hoge gemeten toegevoegde waarde, omdat de marges huizenhoog waren. De methodiek veronderstelt dat de marges een reflectie zijn van de waarde van het product voor de afnemer. De veronderstelling dat deze marges een goede reflectie waren van de waarde van de woekerpolygonen voor degenen die ze hadden aangeschaft, klopt duidelijk niet. Toch is dit de veronderstelling op basis waarvan de bijdrage van de financiële sector aan het bbp wordt berekend. We zullen aangeven hoe dat precies in z’n werk gaat.

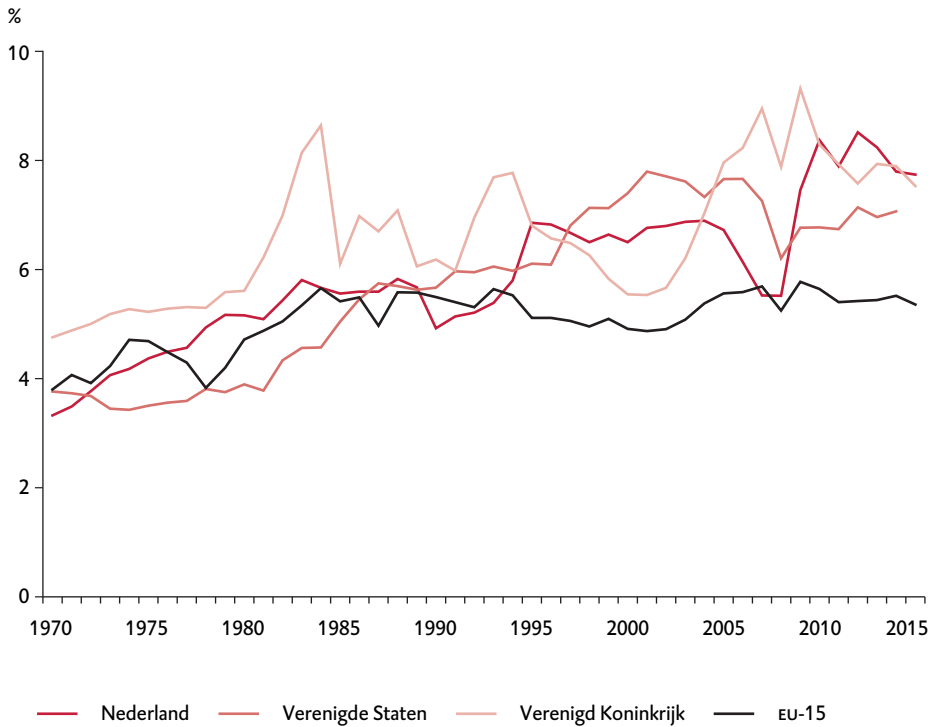
Hoewel de berekening van de toegevoegde waarde en het bbp in het stelsel van nationale rekeningen een technisch-boekhoudkundige aangelegenheid lijkt, is de wijze van meten verre van onschuldig. Het toegenomen aandeel van de financiële sector in het bbp (en de daarmee samenhangende werkgelegenheid) voorafgaand aan de crisis van 2008 heeft de sector mogelijk meer invloed en macht gegeven in het publieke domein, terwijl het misschien juist een teken was dat het de verkeerde kant op ging met de sector.

Het bbp is een maatstaf voor wat er in een land verdiend wordt. Het bbp wordt doorgaans berekend aan de hand van de zogeheten productiemethode.⁹ Hierin wordt van elke sector de toegevoegde waarde berekend, die vervolgens bij elkaar worden opgeteld om tot het bbp te komen. De toegevoegde waarde van een sector is het verschil tussen de waarde van de productie van een sector (de output) en de kosten van die productie (de input).¹⁰

Wat is dan het aandeel van de financiële sector in het bbp? CBS-statistieken laten zien dat het aandeel van de financiële sector in het bbp voor Nederland is gestegen naar ongeveer 8 procent, wat aanzienlijk hoger is dan het gemiddelde voor de EU. Het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten behoren eveneens tot de landen met een relatief groot aandeel van de financiële sector in het bbp (Greenwood en Scharfstein, 2013). In figuur 2.2 is voor enkele landen het sectoraandeel in het bbp sinds 1970 afgebeeld. Voor alle landen geldt dat het aandeel van de financiële sectoren in het bbp in de loop van de decennia is toegenomen.

Het is echter niet helemaal duidelijk wat deze cijfers ons nu precies vertellen. Moeten we uit deze statistieken concluderen dat de Nederlandse financiële sector een grote bijdrage levert aan de economie? Of juist niet, omdat de sector via hoge marges en inkomens de rest van de economie opzadelt met een kostenpost? En hoe moeten we interpreteren dat deze bijdrage recent groter is geworden? En waarom fluctueert het aandeel van de sector in het bbp zo sterk? Dit zijn belangrijke vragen die niet eenvoudig te beantwoorden zijn.

De recente sterke fluctuaties in de statistieken lijken vooral het gevolg te zijn van de manier waarop de productie van de sector wordt *gemeten*. Zij zijn veel minder het resultaat van (veranderingen in) de activiteiten van de sector zelf. De cruciale vraag voor de berekening – hoe groot is de productieomvang van de verschillende typen financiële dienstverlening? – is namelijk lastig te beantwoorden. Anders geformuleerd: het is niet eenvoudig om de output en de input van de sector te bepalen. Statistische kunstgrepen zijn dan nodig en deze kunstgrepen hebben een groot effect op de berekening van de productiewaarde.

Figuur 2.2 Aandeel van de financiële sector in het bbp, 1970-2015 (% bbp)

Bron: eigen berekeningen op basis van data KLEMS, Eurostat en US Bureau of Economic Analysis

Hoe meet je de productiewaarde van kredietverstrekking?

Financiële instellingen ontplooiën tal van activiteiten en voor lang niet alle activiteiten is duidelijk welke dienst precies wordt geleverd en hoe deze dienst moet worden gewaardeerd. Een aantal financiële diensten heeft expliciete prijzen, zoals de provisies voor het verlenen van adviesdiensten. Op basis van deze gegevens is relatief eenvoudig te bepalen wat de waarde van productie is. Het wordt pas moeilijk wanneer er geen expliciete prijzen zijn. In sommige van deze gevallen wordt dan de productiewaarde benaderd door de ‘som van de kosten’ (vaak primair: arbeidskosten) te gebruiken. Verreweg de meeste onduidelijkheid bestaat echter over de waarde van de productie die geassocieerd is met het verstrekken van leningen en het accepteren van deposito's: kortom, de activiteiten die in belangrijke mate worden ontplooid door banken. Dit zijn precies de activiteiten die worden gezien als cruciale functie van de financiële sector (zie paragraaf 2.1). Wat is hier aan de hand?

Onduidelijkheid ontstaat, doordat banken bij het verstrekken van leningen vaak geen *expliciete* kosten in rekening brengen, afgezien van rente. En ook bij het aanhouden van betaal- en spaarrekeningen (waarvoor juist rentebetalingen worden

gedaan) worden soms maar beperkte expliciete kosten gerekend. De kernvraag is dan: hoe bereken je de waarde van de diensten die banken leveren door leningen te verstrekken en deposito's aan te trekken, als de vergoedingen daarvoor *impliciet* blijven? Christophers (2011) spreekt in dit verband over het 'bankenprobleem in nationale productiestatistieken'. Het probleem is dat onduidelijk is of deze activiteiten eigenlijk wel gezien moeten worden als 'productief' (zie tekstbox 2.2).

Tekstbox 2.2 Het bankenprobleem in nationale productiestatistieken

Oorspronkelijk werden de activiteiten van financiële instellingen niet opgenomen in de productiestatistieken. Lange tijd werd het bankwezen namelijk helemaal niet gezien als een sector die waarde creëert (een 'productieve' sector). De gedachte was dat de activiteiten van banken vooral gericht zijn op de *herverdeling* van inkomens. Hoewel dit voor het functioneren van de economie nuttig kan zijn, werden die activiteiten binnen productiestatistieken niet gezien als productieve activiteit en vielen zij daarmee buiten de berekening van het bbp. Dit perspectief veranderde halverwege de twintigste eeuw: statistici en economen vonden het feit dat financiële instellingen veel winst maakten, niet stroken met het idee van een improductieve sector. Dit was het zogeheten 'bankenprobleem'. Experts raakten ervan overtuigd dat de winstgevendheid van het bankwezen wel moest betekenen dat de sector ook waarde toevoegt aan het nationaal product. Het bepalen van de toegevoegde waarde van de financiële sector werd hierdoor enkel nog een statistische opgave. Deze verandering in het perspectief op de sector is bepalend geweest voor de wijze waarop de productiviteit daarvan nu gemeten wordt in de nationale rekeningen (het bbp is het saldo van een van de rekeningen hierin). Omgekeerd is de wijze waarop de financiële sector in de nationale rekeningen is opgenomen, weer van invloed op de mate waarin de financiële sector wordt gezien als productiesector vergelijkbaar met andere sectoren (Christophers, 2011).

De 'methodologische oplossing' voor dit probleem is gevonden in de zogeheten Financial Intermediation Services Indirectly Measured (FISIM)-methode. Deze methode bepaalt op *indirecte* wijze de productiewaarde van kredietverstrekking en van het accepteren van deposito's. De productiewaarde wordt daarbij berekend als het verschil tussen de rentevoet die wordt gevraagd voor leningen en een zogeheten 'referentierente' – vaak een gemiddelde van rentes die op financiële markten gelden. Kort door de bocht gaat de methode ervan uit dat als een bank aan een bedrijf een lening verstrekt van 100.000 euro tegen een rente van 7 procent terwijl de 'referentierente' 4 procent is, de toegevoegde waarde van deze dienst 3000 euro is (het verschil tussen de rentes maal de omvang van de lening). Het idee hierachter is dat het bedrijf dat de lening aanging *in theorie* ook tegen een lagere rente (de referentierente) had kunnen lenen. Dus wordt aangenomen dat het renteverskil iets zegt over de door de bank geleverde dienst.¹¹ Omgekeerd wordt aangenomen dat het verschil tussen de rentevergoeding op spaardeposito's en de referentierente iets zegt over de geleverde dienst aan rekeninghouders. Bij de FISIM-methode wordt dus niet zozeer naar de impliciete waarde van *transacties* gekeken, maar wordt gekeken naar de impliciete productiewaarde van het totaal aan uitstaande leningen en deposito's. Op die manier wordt dus de productieomvang van financiële intermediatie berekend.

Invloed van monetaire variabelen

Het is vooral deze FISIM-methode die ervoor zorgt dat het aandeel van de financiële sector in het bbp zo sterk heeft gefluctueerd in de afgelopen jaren. Dat komt, doordat de genoemde rentevoeten door de tijd heen in verschillende mate fluctueren, waardoor ook de toegevoegde waarde zoals berekend met FISIM flink kan variëren. Zo waren de daling van het aandeel van de Nederlandse financiële sector in het bbp vlak voor de crisis en de sterke stijging daarin vlak na de crisis sterk gerelateerd aan veranderingen in de beleidsrentes van de Europese Centrale Bank (ECB). Dat komt, omdat deze beleidsrentes sterk doorwerken in de bovengenoemde referentierente. Dus, stel dat door verlaging van de ECB-rentes de referentierente daalt naar 3 procent, dan stijgt de waarde van kredietdienst uit bovenstaand voorbeeld van een eerder verstrekte lening van 100.000 euro tegen 7 procent rente opeens van 3000 naar 4000 euro. Het lijkt echter niet logisch om te zeggen dat in die periode de daadwerkelijke productiewaarde van de sector nu echt zo sterk fluctueerde – oftewel dat de Nederlandse bevolking bancaire diensten bij wijze van spreken ‘meer’ is gaan waarderen sinds de crisis. Kortom, veranderingen in de productiewaarde van financiële intermediatie lijken vooral te worden bepaald door veranderingen in monetaire variabelen, waarmee de statistiek aan zeggenschap verliest.

Los van deze methodologische problemen om het aandeel van de financiële sector in het bbp vast te stellen, is de hamvraag natuurlijk wat dit aandeel precies zegt over de *bijdrage* van de sector aan de economie. Immers, zoals al aangegeven, weten we alleen dat bij een stijging van dit aandeel belanghebbenden in de sector (investeerders en werknemers) een groter deel van het bbp *krijgen*, meetproblemen negerend, maar dat betekent niet noodzakelijkerwijs dat ze een grotere bijdrage aan de economie hebben geleverd. Het kan immers ook zijn dat ze door een grotere onderhandelingsmacht of door de verkoop van ingewikkelde producten grotere marges hebben kunnen maken. Dit hebben we aangeduid als rent seeking. En deze winsten zijn een kostenpost voor de rest van de economie. We zullen nu kijken naar de alternatieve benadering, die wel probeert iets te zeggen over de bijdrage van de financiële sector aan economische groei, of de economie als geheel.

2.2.2 BIJDRAGE VAN DE SECTOR AAN ECONOMISCHE GROEI

De tweede benadering om het belang van de financiële sector te bepalen richt zich op de mate waarin de sector bijdraagt aan de economische groei. In termen van figuur 2.1 gaat het om de invloed van de sector op het groter worden van de taart. Iets specifieker geformuleerd: welk *type* financiële sector draagt het meest bij aan de economische groei, en is er een verband tussen de soort sector en de bijdrage aan de economie? Het zijn deze vragen die centraal staan in de zogeheten *finance and economic growth*-literatuur (Bijlsma en Dubovik, 2014), waarin de nadruk ligt op kwantitatief-empirische studies. Wat kunnen deze studies ons vertellen over de bijdrage van de sector aan de economie?

Om te onderzoeken welk type financiële sector veel bijdraagt aan de economische groei moeten variabelen worden gevonden voor zowel het functioneren van de financiële sector als de economische groei. Een operationalisering is nodig om zaken meetbaar te maken. In de genoemde literatuur wordt economische groei geoperationaliseerd als toename van het bbp (of bbp per inwoner om een vergelijking tussen landen mogelijk te maken). Wat het type financiële sector betreft wordt primair gekeken naar de *mate van ontwikkeling* van de sector. Financiële ontwikkeling wordt doorgaans geoperationaliseerd als de omvang van kredietverlening aan de private sector (als percentage van het bbp) – ook wel *financial depth* genoemd. Aangenomen wordt dat deze omvang iets zegt over de mate waarin de financiële sector bijdraagt aan de vervulling van de economische functies die in paragraaf 2.2 werden genoemd. Het is echter wederom primair een *pragmatische* aanname, die voortkomt uit het feit dat er beperkte historische data zijn over andere eigenschappen van de sector of de activiteiten die daarbinnen worden ontplooid. Deze aanname is dan ook zeker niet vrij van kritiek. Een van de belangrijkste onderzoekers binnen dit veld gaf ook toe: ‘*Measuring the performance of one part of the financial system may be a misleading indicator of the functioning of the whole*’ (Levine, 1997).

Ondanks deze disclaimers heeft deze literatuur ervoor gezorgd dat er lange tijd sprake was van een wetenschappelijke consensus over de relatie tussen financiële ontwikkeling en economische groei. De consensus was dat een toename van financiële ontwikkeling (lees: kredietverlening) niet alleen *gecorreleerd* was met economische groei, maar er ook een belangrijke *oorzaak* van was. Levine (1997) formuleerde het als volgt: ‘*a growing body of work demonstrates a strong positive link between financial development and economic growth and there is even evidence that the level of financial development is a good predictor of future economic development*’. Deze conclusie werd later door veel andere onderzoekers herhaald. In een recent overzichtsartikel stellen Bijlsma en Dubovik (2014) dan ook dat op basis van de ‘finance and economic growth’-literatuur (in elk geval die van vóór de financiële crisis) een ‘hoe meer, hoe beter’-conclusie zeer verleidelijk is.

Deze conclusie is echter recent flink onder druk komen te staan. Er is in toenevende mate overeenstemming dat er ook zoiets kan zijn als ‘*too much finance*’ (Arcand, Berkes en Panizza, 2012). Er lijkt inmiddels zelfs sprake van een nieuwe wetenschappelijke consensus: de relatie tussen financiële ontwikkeling en economische groei is niet lineair, maar heeft een ‘omgekeerde U-vorm’. Dit betekent dat een land dat financieel onderontwikkeld is, baat heeft bij een toename van kredietverlening, maar dat toenemende kredietverlening boven een zekere grens een remmend effect heeft op de economische groei (Rousseau en Wachtel, 2011; Arcand, Berkel en Panizza, 2012; Beck et al., 2012; Cecchetti en Kharroubi, 2015). Recent heeft de OESO (2015a) dan ook geconcludeerd dat de meeste OESO-landen *niet*

gebaat zijn bij een verdere groei van kredietverlening aan de private sector: door het zeer hoge niveau van private schulden, zou een nog verdere expansie de economische groei vertragen.

Een van de verklaringen voor de tegenstrijdige resultaten van deze onderzoeken is dat de empirische literatuur van vóór de crisis te weinig rekening hield met de bestemming van het krediet. De onderzoekers gingen er in hun analyses van uit dat kredietverlening primair bedoeld is voor *ondernemingen*. Onder deze aanname is de link met economische groei redelijk snel gelegd. Maar in werkelijkheid is de kredietgroei in westerse landen in de afgelopen decennia vooral het gevolg geweest van een sterke groei van leningen aan *huishoudens*, primair in de vorm van hypotheekleningen (Bezemer en Muysken, 2015). Dat een sterke toename van hypotheekleningen leidt tot economische groei is veel minder voor de hand liggend (hier gaan we in de hoofdstukken 5 en 6 verder op in). Recent empirisch onderzoek wijst ook in deze richting: er lijkt geen louter positief verband te bestaan tussen kredietverlening aan huishoudens en economische groei (Beck et al., 2012).

In de studies komen ook nog andere indicatoren van financiële ontwikkeling en economische ontwikkeling naar voren (Cecchetti en Kharroubi, 2012; Beck, Degryse en Kneer, 2014). Op het gebied van economische ontwikkeling wordt bijvoorbeeld gekeken naar sectorale groeicijfers (Beck, Degryse en Kneer, 2014), verandering in de productiviteit van bepaalde sectoren (Cecchetti en Kharroubi, 2012) of de invloed van financiële dienstverlening op R&D-intensieve sectoren (Kneer, 2013; Cecchetti en Kharroubi, 2015). De resultaten van deze studies wijzen erop dat de veronderstelling dat financiële ontwikkeling een positieve bijdrage aan de economie levert, genuanceerd moet worden. Hoewel er een positieve correlatie is tussen kredietverlening aan bedrijven en de groei van het bbp, is die correlatie minder sterk of zelfs afwezig als het gaat om het verband tussen financiële ontwikkeling en de stabiliteit van groei, de arbeidsproductiviteit en ontwikkelingen in R&D-intensieve sectoren.¹²

In dit hoofdstuk is ingegaan op enkele belangrijke gezichtspunten waarvolgens wij naar de financiële sector kijken. We hebben een aantal functies van de financiële sector geduid, waarmee duidelijk wordt wat de financiële sector – in theorie – doet voor de economie als geheel. Dit is het functionele perspectief op de financiële sector; het biedt enig houvast als ordeningsmechanisme bij het inventariseren van wat we van de sector verlangen. Het sluit aan bij de faciliterende rol die we vandaag de dag verwachten van de financiële sector. Het is echter verre van duidelijk hoe de financiële sector daadwerkelijk in de praktijk opereert en hoe de bijdrage van de sector aan de economie moet worden gemeten. De gangbare wijze van meten van de financiële sector in de nationale rekeningen sluit niet aan op het faciliterende perspectief. In de nationale rekeningen staat de productie van de sector centraal, onafhankelijk van de rol die die productie speelt in de rest van de economie. De wijze van meten is verre van onschuldig. Het toegenomen aandeel van de financiële sector in het bbp heeft de sector mogelijk meer macht gegeven in het publieke domein, terwijl het misschien juist een teken was

dat het de verkeerde kant op ging met de sector. Hoewel een groeiende productie nog steeds kan duiden op een hoge (faciliterende) bijdrage aan de economie, plaatst recent onderzoek vraagtekens bij de groeibijdrage van een uitdijende financiële sector. Een 'omgekeerde U-curve' lijkt een betere beschrijving van het verband tussen financiële en economische ontwikkeling, waarbij de meeste westerse economieën op het neerwaartse deel van de curve zitten.

Ook is kort besproken hoe moet worden aangekeken tegen het concurrentiemechanisme in de financiële sector. Een veel minder naïeve manier van kijken naar concurrentie is nodig om tot een beter functionerende financiële sector te komen. De activiteiten van financiële spelers maken strategieën mogelijk waarbij sprake is van rent seeking. Daarbij worden financiële diensten zo vormgegeven dat hoge marges mogelijk worden gemaakt zonder dat de welvaart daarmee gediend is. Financiële spelers kiezen dan bewust voor ingewikkelde producten (en vooral onvergelykbare producten, waardoor het concurrentiemechanisme niet werkt), die zij zodanig aanbieden dat optimaal wordt ingespeeld op de informatieachterstand van de afnemer, dan wel zijn of haar emoties. Het verbeteren van de bijdrage van de financiële sector aan het functioneren van de economie is dan ook een belangrijke prioriteit.

Spreken over 'de functies' of 'publieke belangen' van de financiële sector suggereert wellicht een zekere mate van onveranderlijkheid. In de praktijk is de manier waarop de financiële sector invulling geeft aan haar activiteiten, echter aan constante verandering onderhevig. In het volgende hoofdstuk gaan wij in op de historische ontwikkeling van de financiële sector. Daaruit blijkt dat de sector zich altijd in tandem met de economie en de samenleving heeft ontwikkeld. Ook blijkt dat er veel meer variëteit zit in de focus en oriëntatie van de sector dan we zouden verwachten. De sector is dus veel veranderlijker dan de hiervoor besproken functionele literatuur doet vermoeden. En toch is er – zoals we zullen zien – wel degelijk sprake van padafhankelijkheid. De sector zoals die vandaag de dag bestaat komt niet uit de lucht vallen.

NOTEN

- 1 In navolging van het SER-advies *Overheid en markt* (SER, 2010) en het WRR-rapport *Publieke zaken in de marktsamenleving* (WRR, 2012a) verwijst onze definitie van publiek belang naar belangen waaraan door de samenleving als geheel invulling moet worden gegeven, zonder dat dit hoeft te betekenen dat de overheid hierbij moet acteren.
- 2 Het publieke belang in dit geval is bijvoorbeeld het mensen adequaat laten voorzien in hun pensioenvoorziening.
- 3 Een andere vorm van complexiteit is ketenvorming. Daarbij zijn verschillende financiële partijen achtereenvolgens betrokken bij het aanbieden van een product en hierdoor worden extra marges gemaakt: elke schakel moet eraan verdienen. Zo maakt een verzekeraar gebruik van een tussenpersoon als verkoopkanaal. Strikt genomen zou zo'n doorgeefluikconstructie wenselijk kunnen zijn, mits ze met goede advisering gepaard zou gaan. De praktijk is vaak echter anders: de ketenvorming ontstaat om producten te kunnen 'pushen' aan grotere doelgroepen. De belangen van de verkoper in de keten liggen vaak bij het genereren van omzet en niet bij het optimaal voorzien in de klantbehoeften. De complexiteit van samengestelde producten en van ketenvorming gaan overigens vaak hand in hand. Een extreem voorbeeld hiervan waren 'structured' beleggingsproducten die onder meer door Lehman Brothers in elkaar waren gezet, maar door Nederlandse banken, verzekeraars en tussenpersonen aan de man werden gebracht. In dit voorbeeld leidde de ketenvorming niet alleen tot hoge kosten, maar ook tot een verborgen kredietrisico op Lehman: de klant wist meestal niet dat Lehman Brothers de impliciete tegenpartij was.
- 4 Een studie voor het Europees Parlement omschrijft dit als volgt (Muller et al., 2014): '*Many financial products and services differ from non-financial goods and services in the sense that the consequences of any issues and problems are typically much more drastic, and strong consumer protection is required in financial markets to prevent such disruptive impacts.*'
- 5 Los van de ontworpening die mogelijk is door problemen van technische aard (storingen), speelt de ietwat abstracte notie 'vertrouwen' een belangrijke rol. Dit speelt voor 'geld' als ruilmiddel, alsmede voor de kredietwaardigheid van banken (die via kredietverlening aan geldschepping doen). Geld zoals wij dat kennen, is fiatgeld. Het ontleent zijn waarde niet aan de materie waarmee het is vervaardigd of waaraan het is gekoppeld, maar aan de status die eraan wordt gegeven en de wijze waarop centrale banken (en overheden) hiermee omgaan. Aangezien het grootste deel van het geld wordt geschapen door commerciële banken in girale tegoeden op die banken, speelt hun kredietwaardigheid een rol. Dit risico wordt overigens via depositogarantiestelsels (tot bepaalde limieten) afgedekt waardoor het vertrouwen een vastere vorm krijgt.
- 6 Banken houden slechts een deel van de aan hen toevertrouwde middelen in kas; de rest wordt uitgeleend. Dit wordt '*fractional reserve banking*' genoemd en zorgt er overigens voor dat banken aan geldschepping doen. Deze studie stelt de rol van banken bij geldschepping en het bestaan van fractional reserve banking niet ter discussie.

- 7 Gezien de publieke belangen die in de financiële sector in het geding zijn met ook de nuts-
karakterachtige activiteiten, zijn verstoringen door eigen belangen een grotere zorg in de
financiële sector dan elders in de economie.
- 8 Indirect kan hier een verbinding worden gemaakt met het functionele perspectief. Als de
handelsactiviteit gepaard gaat met *market making*, dan zou dit laatste gezien kunnen worden
als het faciliteren van de goede werking van de markt met bijbehorende allocatievoordelen
voor anderen. Voor de moeizame vertaalslag van activiteiten naar functies en organisatori-
sche vorm zie ook Claessens (2016).
- 9 Het bbp wordt binnen het stelsel van nationale rekeningen nog op twee andere manieren
afgeleid: (1) de inkomensbenadering – deze schat het bbp op basis van de uiteindelijke inko-
mens van economische actoren; en (2) de bestedingsbenadering – deze schat het bbp op basis
van consumentenbestedingen, bedrijfsinvesteringen, overheidsaankopen en de netto-
export. Door de interne consistentie tussen de verschillende rekeningen leidt dit steeds tot
eenzelfde waarde van het bbp. Het stelsel van rekeningen start echter bij de hier beschreven
productierekeningen, waarin de toegevoegde waarde van een sector wordt berekend.
- 10 Om de vergelijkbaarheid van nationale statistieken te bevorderen zijn er internationaal
rekenregels vastgelegd in de zogeheten *System of National Accounts* (SNA) – een
samenwerkingsverband van de VN, de Europese Unie, het IMF, de OESO en de Wereldbank.
Het huidige rekensysteem stamt uit 2008. We zullen hieronder verwijzen naar SNA-2008.
- 11 Een onmiddellijke complicatie is dat de marge ook dekking moet bieden tegen kredietrisi-
co's. Dus te verwachten kredietverliezen moeten eruit worden gedestilleerd.
- 12 Het grote contrast in resultaten vóór en na de crisis kan mogelijk deels ook verklaard worden
uit vooringenomenheid van onderzoekers. Het is zeker niet geheel onjuist om met name de
grote invloed van financiële spelers te vermoeden voor de crisis. Met name veel Amerikaanse
onderzoekers hingen dicht tegen de financiële sector aan. Zie ook de film *Inside Job*. Andere
kritiek op de wetenschap is dat men zich laat beïnvloeden door de waan van de dag, en die
was relatief positief over de financiële sector voor de crisis, en negatief na de crisis. Zie ook
Zingales (2015).

3 DE FINANCIËLE SECTOR IN HISTORISCH PERSPECTIEF

Dit hoofdstuk plaatst de ontwikkelingen in de financiële sector in een historisch perspectief. De vormgeving van de financiële sector en de rol daarvan in de economie en in de samenleving zijn in de loop van de eeuwen ingrijpend veranderd. Deze veranderingen zijn bovendien padafhankelijk geweest: de vorm en functies van gisteren bepaalden in hoge mate de instituties van vandaag. In de woorden van de Amerikaanse economisch historicus Joel Mokyr (1992: 2): *‘in economics, history is destiny’*. Dit motto heeft in het bijzonder voor de Nederlandse financiële sector gegolden. Zoals we in dit hoofdstuk zullen toelichten, is de ontwikkeling van de sector in belangrijke mate beïnvloed door een specifieke historische erfenis. Begrip over het verleden helpt daardoor bij het begrijpen van het heden. Een historisch perspectief biedt daarmee de mogelijkheid om lessen te trekken uit het verleden die kunnen helpen bij het oplossen van de problemen van vandaag.

In dit hoofdstuk bespreken we eerst kort de vroegmoderne ontwikkelingen in kapitaalstromen en handelsfinanciering (paragraaf 3.1). Vervolgens pakken we de draad op bij de industrialisatie van westerse economieën vanaf de negentiende eeuw en beschrijven we hoe de financiële sector in reactie daarop veranderde (paragraaf 3.2). Daarna gaan we in op de tussenoorlogse periode (1918-1939), waarin het financiële systeem vooral onder invloed van de Eerste Wereldoorlog en de Grote Depressie significante veranderingen doormaakte (paragraaf 3.3). In de naoorlogse periode (1945-1973) was sprake van een sterke overheidssturing van financiële instellingen en kapitaalstromen (paragraaf 3.4). Paragraaf 3.5 geeft een vooruitblik op de ingrijpende transformatie van de financiële sector in de afgelopen dertig jaar, die verder wordt geanalyseerd in de hoofdstukken 4 en 5.

3.1 DE AANLOOP: DE VROEGMODERNE WORTELS VAN FINANCIËLE MARKTEN

Het ontstaan van internationale financiële markten kan grofweg worden herleid tot de tweede helft van de zestiende eeuw. In die periode kwamen twee belangrijke ontwikkelingen samen. Ten eerste was er sprake van een toenemende druk op staatsuitgaven, als gevolg van bevolkingsgroei, inflatie en het opblazen van internationale conflicten. Ten tweede breidden de internationale handelsstromen zich structureel uit, als gevolg van de toenemende koloniale invoer.

Financiering van de staatsschuld

De eerste impuls voor het ontstaan van kapitaalmarkten in de periode tot aan de Industriële Revolutie was de noodzaak tot financiering van overheidsschulden (Riley, 1980; Neal, 1990). De ontwikkeling van financiële markten werd dan ook

lang primair gedreven door de financiële behoeften van de staat, niet die van de binnenlandse economie. Een cruciale innovatie was dat vanaf het midden van de zestiende eeuw de mogelijkheid ontstond tot het aangaan van leningen op basis van (verhandelbare) obligaties ('t Hart, 1993; Tracy, 1986). Deze manier van lenen werd gezien als een snelle en effectieve methode om aan geld te komen en was vooral bedoeld voor de financiering van oorlogen.

Deze financiële innovatie kreeg een verdere impuls vanaf het einde van de zeventiende eeuw, toen centrale banken gingen functioneren als hoeders van die leningen (Dickson, 1967; North en Weingast, 1989). Het begon met de oprichting van de Bank of England in 1694, die als waarborg in dit financieringsmodel ging functioneren. Op die manier kon de vorst niet naar believen schuld aangaan of afschrijven, wat bijdroeg aan het publiek vertrouwen in deze obligaties. De groei van kapitaalmarkten zette zich vervolgens vooral voort nadat de grote Europese landen aan het eind van de zeventiende eeuw hun belastingbasis wisten te verbreden. Toen de frequentie en kosten van internationale conflicten daarna toenamen, groeiden ook de op de nieuwe belastingbasis steunende schulden navenant.

Het faciliteren van internationale handel

De tweede ontwikkeling achter het ontstaan van kapitaalmarkten was de internationale handel. Nederland speelde hierbij een belangrijke rol. De Amsterdamsche Wisselbank vormde lange tijd de spil van het internationale handelssysteem. Deze bank was in 1609 opgericht in reactie op de veelheid aan verschillende valuta's die in omloop waren – een onoverzichtelijkheid die de handel belemmerde. De Wisselbank stelde de 'bankgulden' in, die gaandeweg een dominante rol ging spelen in de financiering van de internationale handel. Een systeem van rekeningen werd opgezet, waardoor transacties tussen rekeninghouders plaats konden vinden zonder dat er met geld moest worden 'gesleept'. Dit systeem was zo succesvol dat een aanzienlijk deel van het internationale betalingsverkeer via de Amsterdamse Wisselbank liep.

Het vertrouwen in de bankgulden steunde in belangrijke mate op het feit dat de Wisselbank de beheerde gelden niet mocht gebruiken voor kredietverlening. Een *bank run* in het rampjaar 1672 leidde dan ook niet tot faillissement, zoals bij andere wisselbanken, aangezien de bank de deposito's vrijwel volledig met reserves in munten en edelmetaal had afgedekt. Hoewel dit systeem de 'Hollandse financiële revolutie' een veilig karakter gaf, betekende het ook dat de functie die we met moderne banken associëren – kredietverlening – ontbrak. Gaandeweg werd echter afscheid genomen van het idee dat deposito's volledig gedekt moesten zijn door edelmetaal in kas. In bewaring gegeven middelen konden profijtelijk worden uitgezet. In jargon: bankieren op basis van fractionele reserves kwam op. De groei van deze vorm van kredietverlening bleef echter lange tijd beperkt, mede vanwege de

dominante gedachte dat de basis van geld in edelmetaal schuilde. Niettemin vormde een overmaat aan ongedekte kredieten de uiteindelijke oorzaak voor de ondergang van de Wisselbank (zie tekstbox 3.1).

Tekstbox 3.1 De ondergang van de Amsterdamsche Wisselbank en ongedekt krediet

De Amsterdamsche Wisselbank hanteerde als uitgangspunt bij haar transacties tussen wisselbrieven en geld een vrijwel volledige dekking voor elke uitstaande lening. Wel verstrekten de bank af en toe zogeheten 'anticipatiekredieten' aan de VOC, die meteen werden ingelost na de veiling van de ingevoerde producten. In 1760 stonden tegenover deposito's ter hoogte van 19 miljoen gulden liquiditeitsreserves van 16 miljoen gulden, een dekking van 84 procent. Dit veilige dekkingspercentage hield echter niet eeuwig stand. Druk op de rendementen van de VOC en de financiën van de stedelijke overheid (de Wisselbank was een gemeentelijke instelling) in relatie tot de economische achteruitgang van de Republiek noopten tot – geheime – kredietverlening zonder directe dekking. In enkele jaren groeiden de deposito's van de bank met 10 miljoen gulden, terwijl de liquiditeitsreserves daalden (van 22 miljoen in 1779 naar 6 miljoen gulden op het dieptepunt in 1784). Daarmee veranderde de dekkingsrelatie ingrijpend. Bij het naar buiten sijpelen van deze informatie ontstond een zelfversterkend proces, dat kenmerkend is voor een bank in verval: lagere reserves door een dalend vertrouwen dat een verder verlies aan vertrouwen aanzwengelde. De Wisselbank verloor hiermee haar prominente rol in het internationale financiële systeem (Van Dillen, 1964; De Jong, 1967a; Van Zanden en Van Riel, 2004). Zij kon tot 1820 nog slechts functioneren als lokale girobank. De terughoudende Nederlandse positie tegenover ongedekte kredietverlening zoals die lang bestond, is in belangrijke mate op de geschiedenis van de Wisselbank en de daarop volgende institutionele ontwikkeling terug te voeren.

Al met al had tegen het midden van de achttiende eeuw handelsfinanciering al een ver uitgewerkte vorm bereikt en was op de markten voor staatsschuld een hoge mate van integratie gerealiseerd. In de loop van de negentiende eeuw zouden de verhandelde producten op internationale financiële markten zich verbreden tot bedrijfsobligaties (vooral spoorwegen) en vormden kapitaalinkomens een groeiend onderdeel van de lopende rekening van de betalingsbalans. Kortom, aan de vooravond van de industrialisatie waren financiële markten voor een groot deel al *up and running*.

3.2 INDUSTRIALISATIE EN DE EERSTE GLOBALISERINGSPERIODE

Het financiële systeem was dus al in belangrijke mate tijdens de vroegmoderne periode tot ontwikkeling gekomen. Een volgende doorbraak leverde de industrialisatie van de negentiende eeuw. Overigens gold dat voor Nederland door zijn late industrialisatie maar in beperkte mate. In deze periode ontptopten de commerciële banken zich als de voornaamste financiële intermediairs en vervulden zij een stuwende rol in de welvaartsontwikkeling van de nationale economieën (Cameron, 1967, 1972; Kindleberger, 1984). De stijgende productiviteit maakte via hogere inkomens besparingen mogelijk, die via een opkomend binnenlands bankwezen ingezet konden worden voor de financiering van de kapitaalintensieve productie. Daarnaast namen in die periode de internationale economische verwevenheden

toe door handelsliberalisatie en zich ontwikkelende transporttechnologie. We bespreken hierna drie ontwikkelingen: (1) de grotere rol van banken in de koppeling van besparingen aan investeringen; (2) de gerichte sturing door centrale banken van de groei in geld en krediet; en (3) het begin van de mondialisering van het financiële systeem. Vervolgens bespreken we de specifieke Nederlandse ontwikkeling.

Financiering van de Industriële Revolutie

Als gevolg van de Industriële Revolutie veranderden de financieringsbehoeften binnen de westerse economieën drastisch. Grote industriële en infrastructurele investeringen, die nodig waren voor nieuwe gemechaniseerde productiewijzen, moesten worden gefinancierd. Met de vergrote vraag naar kapitaal onderging het bankwezen in veel westerse landen een sterke transformatie. Banken kregen een bredere oriëntatie: zij focusten niet langer primair op internationale handel, maar werden ook actief op het gebied van financiering van binnenlandse bedrijvigheid. Het resultaat was dat een aanzienlijk grotere stroom aan financiële middelen binnen bereik van de economie kwam. Cruciaal was het ontstaan van op deposito's gebaseerde investeringsbanken (*joint-stock investment banks*), die een actieve rol speelden bij het verdiepen van de kapitaalmarkt. Zij waren groter dan traditionele private banken en bovendien beter gekapitaliseerd. In Europa nam de verspreiding van dit type bank vanaf midden negentiende eeuw een grote vlucht. In de Nederlanden stichtte Koning Willem I in 1822 de Brusselse Société Générale en in 1824 de Nederlandsche Handel-Maatschappij (een van de voorlopers van ABN AMRO). In Frankrijk werd in 1852 Crédits Mobilier opgericht, die door middel van het uitgeven van obligaties aan de Franse bevolking zelf direct participeerde in industriële ondernemingen.¹ In Duitsland ontstonden banken die niet alleen deposito's aannamen en traditionele commerciële functies vervulden, maar ook de uitgifte van obligaties verzorgden en langlopende industriële leningen verstrekten. Deze combinatie van activiteiten vormde een nieuwe aanpak van de banken. Bij de meeste traditionele banken rustte nog altijd een taboe op de combinatie van opvraagbare deposito's met de langdurige vastlegging van activa in risicovolle activiteiten (Cameron, 1953; Landes, 1969: 208).

Sturing en groei van de geldhoeveelheid

De Europese industrialisatie vereiste niet alleen een effectievere koppeling tussen besparingen en investeringen, maar ook een grotere effectieve geldhoeveelheid. Zolang geld geslagen werd uit edelmetaal of in hoge mate gedekt werd door reserves, leidde een groei in het volume van verhandelde goederen en diensten per definitie tot een gebrek aan liquide middelen.² Vanaf het midden van de negentiende eeuw deden zich dan ook enkele ingrijpende financiële crises voor die waren veroorzaakt door liquiditeitsproblemen, met name in het Verenigd Koninkrijk. De terughoudendheid van de Bank of England op het gebied van geldschepping leidde tot liquiditeitscrises, met omvallende financiële en niet-financiële instellingen tot

gevolg. In Nederland gold deze terughoudendheid zo mogelijk nog sterker: de Nederlandsche Bank begon pas vanaf de Bankwet van 1863 onder politieke druk in enige mate in liquiditeit buiten de Amsterdamse markt te voorzien.

Naarmate de industrialisatie zich verder verspreidde, nam de druk op kredietverlening echter toe. In verscheidene landen werd een minder strikte koppeling gelegd tussen de officiële geldhoeveelheid en de reserves in de vorm van edelmetaal. Gaandeweg werd duidelijk dat een te conservatief monetair beleid kon leiden tot financiële en economische crises. Een structurele overgang naar een systeem van fractionele reserves en fiduciair geld (dus geld dat niet volledig werd gedekt door reserves) kwam echter pas tot stand na 1870. Veel landen gingen vanaf die tijd over op de Gouden Standaard: het systeem waarbij de waarde van de nationale valuta werd gekoppeld aan een bepaalde, vaste hoeveelheid goud. Dit leidde tot een sterk vergrote vraag naar dit edelmetaal, wat weer liquiditeitstekorten en zelfs internationale deflatie tot gevolg had. In reactie hierop werd een versoepeling van het kredietverleningsbeleid van banken als onvermijdelijk gezien en werd de koppeling tussen bancaire reserves en kredietverlening minder strikt.

Toenemende internationale verwevenheden

In de periode 1870-1914 was er sprake van een intensivering van de internationale financiële verwevenheid. Deze periode wordt niet voor niets de *first age of globalization* genoemd. In deze periode groeide het mondiale verkeer van goederen, arbeid en kapitaal sterk. Het kapitaalverkeer droeg van oudsher al een sterk internationaal karakter, maar werd door de toegenomen internationale handel steeds verder geïntensiveerd. De internationale kapitaalstromen bestonden aanvankelijk vooral uit de handel in staatsobligaties en na 1865 vooral uit de aan- en verkoop van Amerikaanse (en Russische) spoorwegobligaties. Spil bij dat alles was de Londense kapitaalmarkt (Bordo en Rockoff, 1996).

De verspreide invoering van de Gouden Standaard had niet alleen gevolgen voor het interne monetair beleid van landen, maar ook voor de daarmee noodzakelijk geworden internationale coördinatie daarvan. Centrale banken bouwden wisselreserves in elkaars valuta op. Daarmee kwam een internationale geldmarkt, anders dan die voor handelstransacties, tot stand (Eichengreen, 1995; Schularick en Steger, 2006). Ook werden private banken uit Duitsland, Frankrijk, Nederland en het Verenigd Koninkrijk in deze periode mondiaal actief, als voortvloeiende van het geïntensiveerde handelsverkeer met de koloniën of de exploitatie van grondstoffen waarnaar een toenemende vraag bestond, zoals olie en rubber (Battilossi, 2000). Tot slot nam de financiële vervlechting toe, doordat bedrijven overgingen tot noteringen op buitenlandse beurzen, met name die in Londen, om zo een ruimere toegang tot kapitaal te verkrijgen.

Specifieke ontwikkelingen in Nederland

De industrialisatie kwam in Nederland laat op gang, pas vanaf circa 1870. Het in 1839 afgesplitste België industrialiseerde vijftig jaar eerder, en Engeland lag daar weer op voor. Nederland bleef mede hierdoor, ondanks de vroege rol van de Wisselbank, in de ontwikkeling van het formele bankwezen lange tijd achter.

De relatief trage ontwikkeling van het formele bankwezen vond deels haar oorzaak in de hoge accumulatie van privaat kapitaal. Vooral in het westen van het land traden internationale handelaren op als intermediairs en als investeerders in bijvoorbeeld de verwerkende industrieën. Sommigen splitsten na verloop van tijd een deel van hun activiteiten af om daarmee een bank te vormen. De Enschedese textielfabrikant Blijdenstein is hiervan een voorbeeld: hieruit ontstond de Twentsche Bank, die in 1964 opging in de ABN. Ook geldmarkten functioneerden lange tijd op soortgelijke wijze (Jonker, 1996): op de beurs belegde kasgelden werden omgezet in korte hernieuwbare leningen – het zogeheten systeem van *prolongatie* – en deden dienst als een vorm van directe financiering. Er waren dus goed werkende en liquide markten voor kapitaal, geld en verzekeringen, maar er was nauwelijks sprake van een formele intermediaire rol voor banken. De eerste pogingen vanaf het midden van de negentiende eeuw om te komen tot een modern bankwezen mondten al snel uit in teleurstellingen en een terugkeer naar het traditionele handelsbankmodel.³

Een belangrijke rol was weggelegd voor De Nederlandsche Bank (DNB), die het chartale geldverkeer ondersteunde en als financier optrad van het groeiende bedrijfsleven. Hiertoe was vastgelegd in de Bankwet van 1863 dat zij elders in het land (buiten Amsterdam) kantoren zou oprichten. Zij groeide uit tot ‘de bank voor Nederland’ (Vanthoor, 2004: 84) met vestigingen in 51 plaatsen in 1875 en zelfs meer dan honderd in 1914. DNB speelde hiermee een belangrijke rol in een periode dat het bankwezen onvoldoende lokaal ontwikkeld was. Haar aanwezigheid en geleidelijke transformatie naar *bankers’ bank* (‘bank van de banken’) stimuleerde en faciliteerde een verdere ontwikkeling van het binnenlandse bankwezen (De Jong, 1967b: 142; Vanthoor, 2004: 89).

Gedurende de laatste twee decennia voor de Eerste Wereldoorlog onderging het Nederlandse bankwezen een brede binnenlandse expansie (Jonker, 1996; Van Zanden en Van Riel, 2004). Vanaf 1890 werd de economische groei sterk gedreven door kapitaalvorming in de industrie, onder meer door een snelle elektrificatie van krachtbronnen. Het effect daarvan op de banken uitte zich op allerlei gebieden: er was sprake van een groei in aantallen vestigingen, balanstotalen, deposito’s en werkgelegenheid. Tussen 1890 en 1913 steeg het balanstotaal van de Amsterdamse Bank, de Rotterdamsche Bank en de Twentsche Bank van afgerond 70 miljoen gulden naar 380 miljoen gulden. Tezamen met de Incassobank (gesticht in 1891 en in 1948 opgegaan in de Rotterdamsche Bank) en de Nederlandsche Handel-Maat-

schappij bedroeg het balanstotaal 525 miljoen gulden, met deposito's die zich verdrievoudigden tot 273 miljoen gulden (Jonker, 1997: 119). Tegelijk groeide het bankstelsel in de breedte, doordat het aantal onafhankelijke banken sterk toenam. Er ontstond onder meer een netwerk van zo'n duizend coöperatieve banken voor de landbouwsector. Het aantal rekeninghouders was vrijwel even groot als het totale aantal agrarische bedrijven. Het belang van deze banken zat niet zozeer in hun absolute omvang – het balanstotaal was met 53,5 miljoen gulden in 1913 kleiner dan dat van elk van 'de Grote Vijf' – als wel in de opbouw van netwerken op lokaal niveau. Juist hierdoor verkregen coöperaties de mogelijkheid om agrarische kredieten te verschaffen tegen beperkte kosten.

Ondanks deze ontwikkelingen bleef toch veel bij het oude. Met uitzondering van de agrarische coöperaties op het platteland kwam het regionale *grass roots*-bankieren nooit echt van de grond. Het bankwezen bleef sterk gericht op de internationale handel met beperkte lokale wortels. Bovendien trok het prolongatiesysteem nog altijd tweemaal zo veel fondsen aan als het totaal aan deposito's bij de banken.

3.3 DE TUSSENORLOGSE PERIODE EN DE GROTE DEPRESSIE (1918-1939)

De jaren twintig vormden een periode van economische heropleving en kortstondig herstel van de financiële globalisering. Dat herstel was echter gebaseerd op hardnekkige onderliggende onevenwichtigheden. De Eerste Wereldoorlog had veranderingen in gang gezet die de internationale economische verhoudingen ingrijpend zouden veranderen. Zo kwamen de Verenigde Staten en Japan sterk op als economische zwaargewichten, terwijl Europa juist leek terug te vallen. Deze nieuwe realiteit werd echter nog niet op waarde geschat: bij de terugkeer naar de Gouden Standaard begin jaren twintig namen veel Europese overheden de vooroorlogse situatie als uitgangspunt. Dit alles leidde tot deflatie en onevenwichtigheden op de lopende rekening van de betalingsbalansen, en daarmee tot nog grotere financiële risico's.

Parallel hieraan ging de economische opleving gepaard met een sterke kredietgroei. In veel Europese landen zorgden banken voor kredietexpansie, in de Verenigde Staten was zelfs sprake van een explosieve toename van kredietverstrekking. Deze kredieten werden bij de oplopende beurskoersen in veel gevallen gebruikt om meer effecten aan te schaffen. Er werd dus wijdverbreid belegd met geleend geld. Daarnaast investeerden bankiers veel geld in vastgoed (Borio, James en Shin, 2014). De Amerikaanse beurskrach van oktober 1929 leidde tot het barsten van de zeepbel die in de jaren daarvoor was gevormd. Ook de huizenmarkt zakte in elkaar. Door de implosie in waarderingen die daar het gevolg van was, raakte ook het bankwezen in de problemen. Het financieel stelsel van de Verenigde Staten balanceerde aan de rand van de afgrond. Pas na zeer stevige overheidsinterventies – onder

andere de zogeheten *Bank Holiday*, waarbij banken per direct verboden werd transacties te doen en bijgevolg een groot aantal insolvable banken werd opgedoekt, kon een totale implosie worden afgewend.

Europa werd meegezogen in de Amerikaanse neergang. Veel Europese banken hadden geld geleend in Amerika. Daardoor braken in Europa financiële crises uit toen de VS kapitaal terugeiste. De Europese crisis begon in mei 1931 met het faillissement van de Oostenrijkse Kreditanstalt en verspreidde zich in rap tempo naar andere Europese landen. Een belangrijke reden voor de duur en ernst van deze crises was dat veel landen vasthielden aan de Gouden Standaard en daarmee deflatie verkozen boven devaluatie. De regels van het monetaire beleid dicteerden een verkrapping van de geldhoeveelheid, wat voorts bijdroeg aan de financiële problemen. Deflatie en inzakkende bestedingen veroorzaakten een diepe economische depressie, die zorgde voor een grootschalige ontwrichting van veel Europese economieën en hun financiële systemen (Temin, 1993; Eichengreen en Temin, 2000).

Europese landen herzagen in reactie op deze crises hun monetaire beleid en financiële regulering. Veel landen stapten vrij vlot af van de Gouden Standaard. Overheden beschouwden dit systeem steeds meer als een belemmering bij het bestrijden van de financieel-economische problemen. Eenmaal losgekoppeld van het goud konden zij hun munteenheid devalueren om zo hun exporten goedkoper te maken. Ook voerden zij kapitaalcontroles in om internationale financiële stromen te reguleren, en specifiek om kapitaalvlucht te voorkomen. Ten slotte werd het financiële sectorbeleid herzien. Voorheen was in talrijke landen sprake geweest van een *laissez faire*-attitude tegenover banken en andere financiële instellingen. Nu zagen overheden de financieel-economische crisis als bewijs dat liberalisatie een te risicovol beleid was voor de financiële sector. Veel landen voerden met het oog op financiële stabiliteit structuurmaatregelen in, waarmee de verschillende deelgebieden van de sector sterker van elkaar werden afgescheiden (bijvoorbeeld een verbod op bank/verzekeraarfusies). Het financieel toezicht werd aangescherpt en de institutionele vormgeving daarvan kreeg een herziening.

Specifieke ontwikkelingen in Nederland

De Eerste Wereldoorlog leidde in het neutrale Nederland tot een verdere versneling van de industrialisatie en een grotere rol van het bankwezen bij de financiering van het Nederlandse bedrijfsleven. Tussen 1913 en 1929 groeide de Nederlandse economie met gemiddeld 3,4 procent per jaar, meer dan een procentpunt hoger dan het West-Europees gemiddelde (Van Ark en De Jong, 1996: 201). Het sluiten van de Amsterdamse beurs tijdens de oorlogsjaren vormde een stimulans voor een verdere organische groei van het bankwezen. De door de oorlog veroorzaakte inflatie en handelsverstoringen resulteerden in wisselende, maar bij tijden hoge winsten in de landbouw en de handel, die vervolgens bij de opkomende banken

werden ondergebracht (Van der Bie, 1997). Ook was onder invloed van de lange duur van de oorlog en de hoge afzet sprake van gerichte lange financiering van ondernemingen.

Op het hoogtepunt van de Nederlandse industrialisatie was sprake van een hechtere vervlechting tussen de financiële en de reële economie. Tussen 1910 en 1923 verdubbelden bankiers hun commissariaatszetels bij industriële ondernemingen, waarmee zij aanzienlijke invloed verwierven. Door de bankencrisis tussen 1921 en 1923 kwam deze ontwikkeling echter tot stilstand. Juist de banken die de aanzet tot modernisering van het systeem hadden gegeven, werden bij die crisis het hardst getroffen. Tegen de achtergrond van de topzware structuur van het bankenland-schap moest de overheid in 1924 een unieke stap zetten door de grote en op industrie-financiering gerichte Rotterdamsche Bankvereniging overeind te houden. Die ingreep werd bij de reorganisatie van de Centrale van Middenstands-banken een jaar later herhaald (Stoffer, 1986).

Onder invloed van de bankencrisis begin jaren twintig nam de verwevenheid tussen banken en binnenlandse economie weer af. De bereidheid van de handelsbanken om industrieel krediet te verschaffen verdween grotendeels (Van Zanden, 1997b). Dit leidde wel tot discussies over hoe de financieringsproblemen van de Nederlandse industrie moesten worden aangepakt. Er kwamen plannen op tafel om deze problemen door een daarvoor op te richten bank te laten oplossen. DNB, handelsbanken en regering wilden zich echter uiteindelijk niet aan een dergelijk initiatief binden. Dit veranderde door de Grote Depressie. In 1935 werd de Maatschappij voor Industriefinanciering opgericht, die zich moest gaan richten op kredietverlening aan het bedrijfsleven. Door een te klein budget en zeer strikte criteria ter voorkoming van concurrentievoordelen speelde deze tot aan de oorlog echter geen rol.

Nederland hield lang vast aan de Gouden Standaard. Pas in 1936 werd deze losgelaten.⁴ Die politiek wordt achteraf gezien als een belangrijke reden dat Nederland hard en vooral langdurig werd geraakt door de Grote Depressie (Eichengreen, 1995; Van Zanden, 1988). De 'gave gulden' had van Nederland een duurtje-eiland gemaakt. Het dieptepunt van groei en werkloosheid lag in 1935, toen landen die de Gouden Standaard eerder hadden losgelaten al ruimschoots de weg naar boven hadden gevonden (Eichengreen en Sachs, 1985).

3.4 DE FINANCIËLE SECTOR IN DE GOUDEN JAREN (1945-1973)

Na 1945 speelden westerse overheden een veel grotere rol in de economie dan voorheen. Zij namen de taak op zich om de wederopbouw te leiden, bij te dragen aan de modernisering van de economie en de verzorgingsstaat verder uit te bouwen. De tijd van de 'Nachtwakersstaat' leek voorbij. In politiek en in de samen-

leving heerste een groot vertrouwen dat overheden de economie en de markten konden aansturen en men wantrouwde de gedachte dat laissez faire-beleid tot sociaal gewenste uitkomsten zou leiden (Hall, 2013). Twee ontwikkelingen hadden grote invloed op de financiële sector in die naoorlogse periode: (1) overheden gingen de sector steeds meer zien als onderdeel van economisch beleid; en (2) internationale kapitaalstromen werden ingeperkt binnen het Bretton Woods-regime.

De financiële sector als instrument van economisch beleid

De financiële sector werd in veel landen gezien als een belangrijke schakel binnen het naoorlogse economische beleid. Direct na de Tweede Wereldoorlog was er sprake van grote schaarste. Europese overheden wilden voorkomen dat krediet naar ‘niet-noodzakelijke’ economische activiteiten stroomde of, omgekeerd, dat belangrijke economische activiteiten niet werden gefinancierd omdat de marktrentes te hoog lagen. Regeringen maakten dan ook linksom of rechtsom beleid om de groei, de allocatie en de prijs van krediet te sturen (Edey en Hviding, 1995). Overheidsbanken gingen een grotere rol spelen in het financieren van economische activiteiten, bijvoorbeeld door te investeren in opkomende of juist in moeilijkheden verkerende sectoren. De implementatie van een gericht stimuleringsbeleid was immers een stuk eenvoudiger als een deel van het bankwezen in handen was van de staat (Busch, 2001: 312).

Dit sturende beleid – ruwweg in de eerste 25 jaar na de Tweede Wereldoorlog – paste ook bij de *aard en oriëntatie* van de naoorlogse financiële sector. In deze periode hadden financiële instellingen en financiële stromen primair een nationaal karakter. Tegelijk was de financiële sector op nationaal niveau sterk gesegregeerd. Overheidsregulering speelde hierbij een belangrijke rol. Door middel van regelgeving werden in veel landen scheidslijnen afgedwongen tussen verschillende typen financiële instellingen: het *structuurbeleid*. Het ging daarbij bijvoorbeeld om het scheiden van zakenbanken en nutsbanken, zoals in het geval van de tijdens de vooroorlogse depressie tot stand gekomen Amerikaanse Glass-Steagall Act (officieel de 1933 Banking Act). Andere vormen van structuurbeleid waren een verbod op kredietverlening door nutsbanken (waar tegenover stond dat deze geen winstbelasting hoefden af te dragen) en een verbod op fusies tussen verzekeraars en banken. Deze laatste restricties golden ook in Nederland. Daarnaast werden in veel landen maatregelen getroffen om vervlechting tussen financiële en niet-financiële bedrijven te voorkomen en werden barrières opgeworpen tegen de toetreding van buitenlandse financiële instellingen (Edey en Hviding, 1995).

Internationale financieel-economische coördinatie

Internationale kapitaalstromen werden in de naoorlogse periode sterk aan banden gelegd. Het Bretton Woods-systeem – dat tot stand kwam met een akkoord dat 44 landen in 1944 sloten in de gelijknamige plaats in New Hampshire – vormde hierbij het internationale financieel-monetaire kader. Dit systeem vormde een

belangrijke breuk met het vooroorlogse internationale financieel-economische regime, niet alleen qua inhoud van het beleid maar ook vanwege de sterke mate van coördinatie en afstemming. De tussenoorlogse Gouden Standaard en de manier waarop deze werd vormgegeven was primair een nationale aangelegenheid geweest. Internationale afstemming bleek, als het erop aankwam, moeizaam van de grond te komen. Het gebrek aan internationale coördinatie en afstemming werd dan ook geïnterpreteerd als een belangrijke oorzaak van de desastreuze jaren dertig (Eichengreen, 1995; Simmons, 1996).

In het nieuwe systeem werd dit anders. Dit systeem was gebaseerd op vrijhandel, vaste maar aanpasbare wisselkoersen en kapitaalcontroles. Staten mochten controles op kapitaalstromen hanteren, zodat zij financiële transacties die niet gerelateerd waren aan handel van goederen of diensten, konden beperken. Verschillende valuta's werden gekoppeld aan de dollar, die op zijn beurt gekoppeld was aan goud (tegen \$35 per ounce). Indien een land ernstige betalingsbalansproblemen had, zouden de aangesloten landen te hulp schieten via het daartoe opgerichte IMF. De combinatie van vaste wisselkoersen en restricties op kapitaalbewegingen werd geacht de destabiliserende werking van speculatieve kapitaaltransacties te voorkomen en overheden autonomie te geven op het terrein van macro-economisch beleid (Ruggie, 1982; Helleiner, 1995; Chwieroth, 2010). Als gevolg van het aan banden leggen van internationale kapitaalstromen was dan ook nauwelijks nog sprake van internationaal bankieren (behoudens de afwikkeling van handelstransacties). Internationale financiële markten verkeerden in een 'winterslaap' (McNamara, 1999: 78).

Ontwikkelingen in het naoorlogse raamwerk

De kwart eeuw na de Tweede Wereldoorlog vormde vooral voor West-Europa een unieke periode van snelle en stabiele economische groei. West-Europese economieën groeiden ongeveer twee keer zo snel als in enige vergelijkbare periode daarvoor of sindsdien. Tussen 1947 en het jaar van de eerste oliecrisis (1973) nam het totale nationale inkomen per jaar toe met bijna 5 procent, terwijl de groei per hoofd van de bevolking 4 procent bedroeg (Van Ark, De Haan en De Jong, 1996: 291). Die hoge groeivoet, de technologische veranderingen en de verhoogde kapitaalintensiteit van de industriële productie hadden sterke effecten op de financiële sector. Door de stijgende welvaart en economische groei nam de vraag naar financiële dienstverlening navenant toe (Kregel, 1997; Busch, 2001). De bancaire kredietverlening vertoonde weer een stijgende lijn (Jorda, Schularick en Taylor, 2011). Ook deden zich voor financiële instellingen nieuwe kansen voor om zich op nieuwe marktsegmenten (zoals retailmarkten) te bewegen. Zij werden bovendien weer in toenemende mate internationaal actief (Battilossi, 2000).

Deze ontwikkelingen impliceerden echter ook dat er barsten ontstonden in de naoorlogse beleidskaders. Nieuwe financiële instellingen kwamen op die buiten de bestaande regelgevingskaders vielen. De traditionele scheidslijnen tussen verschillende typen financiële instellingen begonnen te vervagen, naarmate banken nieuwe activiteiten ontplooiden en met elkaar concurreerden om deposito's en marktaandeel. Internationalisering bood een manier om nationale regels te omzeilen. Een belangrijke ontwikkeling was de creatie van *euromarkets* eind jaren vijftig in Londen: markten waar financiële transacties konden worden gedaan in buitenlandse valuta's zonder interventie van overheden.

Ook het Bretton Woods-systeem kwam vanaf de jaren zestig onder druk te staan. Het systeem bleek steeds moeilijker te handhaven, naarmate internationale kapitaalstromen groeiden en de Europese economieën competitiever werden ten opzichte van de Verenigde Staten. De Amerikaanse regering gaf bovendien steeds vaker voorrang aan binnenlandse kwesties boven het internationale financieel-economische systeem. In augustus 1971 besloot Nixon de goud-inwisselbaarheid van de dollar te verbreken. Het Bretton Woods-systeem kwam in 1973 definitief ten einde.

Op Europees niveau werd het einde van Bretton Woods gevolgd door de zogeheten 'slang': de diverse valuta's werden binnen koersbandbreedtes van 4,5 procent aan elkaar gekoppeld. Doordat Groot-Brittannië, Italië en Frankrijk al snel moesten terugkeren naar zwevende koersen, mislukte ook deze poging al snel. Na 1977 bleef alleen de D-markzone over, bestaande uit Duitsland, Nederland en België. Pas met de totstandkoming van de Economische en Monetaire Unie (EMU) in de jaren negentig zou voor de meeste Europese landen een antwoord op de in 1971 ontstane situatie worden geformuleerd. Uiteindelijk zou ook het vraagstuk van monetaire coördinatie – via de band van de Europese integratie – daarmee verregaande gevolgen hebben voor de financiële sector.

Specifieke ontwikkelingen in Nederland

In de naoorlogse periode domineerden in Nederland aanvankelijk vooral praktische problemen als gevolg van de Depressie en de bezetting. De noodzakelijke geldzuivering, het tekort op de handelsbalans en de begrotingstekorten noopten tot het stellen van verregaande beperkingen aan de financiële sector. De Nederlandse overheid ging over tot een intensievere regulering, nationaliseerde De Nederlandsche Bank (in 1948) en speelde zelf een vooraanstaande rol bij de financiering van de wederopbouw. Dat gebeurde onder meer via de oprichting van de Nederlandse Herstelbank, die vanaf 1946 met succes kapitaal aan industriële bedrijven verschaft, onder garantie van de overheid (Posthuma, 1955; Van Zanden, 1997a: 111).

Naarmate de economie zich verder herstelde, veranderde ook de rol van de financiële sector. In de loop van de jaren vijftig werd duidelijk dat de Nederlandse Herstelbank en de in 1951 opgerichte Export Financieringsmaatschappij niet langer in staat waren om aan de totale vraag naar investeringskrediet te voldoen. Banken gingen zich gaandeweg weer meer bezighouden met de financiering van de Nederlandse industrie. Zij vulden het tekort aan middellange bedrijfsfinanciering eerst aan via dochterondernemingen. Maar omdat die zich moesten financieren met de uitgifte van relatief dure obligaties, namen de banken die taak uiteindelijk zelf ter hand, daarbij gebruikmakend van hun goedkopere deposito's als basis.

Deze kredietverstrekking maakte het noodzakelijk meer besparingen aan te trekken. Hiertoe gingen banken zich intensiever richten op consumenten, die hun spaartegoeden zagen toenemen door de groeiende arbeidsinkomens en stijgende welvaart. De competitie om deposito's werd versterkt door twee andere factoren. Ten eerste was door de groei van de sociale zekerheid en het kapitaalgedekte pensioenstelsel sprake van sterk geïnstitutionaliseerde vermogensopbouw. Zo namen de beleggingen van pensioenfondsen toe van 18 procent van het nationaal inkomen in 1951 naar meer dan 80 procent in de jaren tachtig (Barendregt en Visser, 1997: 167). Dit nam besparingen uit de markt en bemoeilijkte de financieringsmogelijkheden van banken. Ten tweede nam vanaf eind jaren zestig in het bedrijfsleven de vraag naar externe financiering toe. Tot dan hadden de bedrijven hun uitbreidingsinvesteringen voornamelijk door winstinhouding gefinancierd. Die strategie was niet langer afdoende. Bij de beursgenoteerde bedrijven nam het aandeel van het vreemd vermogen op de balans toe van 35 procent rond 1960 naar 60 procent halverwege de jaren zeventig. Die toegenomen kredietbehoefte onder bedrijven verhoogde de druk op financiële instellingen om aan die vraag te kunnen voldoen.

Dat alles vormde voor banken een sterke prikkel tot het ontwikkelen van een netwerk van kantoren dicht bij de klant en tot het vergroten van de activiteiten in *retail banking* in het algemeen. Dit proces ging in Nederland bijzonder voortvarend, gestimuleerd door de genoemde competitie om deposito's (zie tabel 3.1) en door de vroegtijdige ontwikkeling van nieuwe technologische toepassingen in de geautomatiseerde verwerking van betalingen. De consument werd zodoende 'ontdekt'. Zo begaven de algemene banken zich op de markt voor spaarrekeningen, hypotheek en consumentenkrediet. Tot dan waren die in belangrijke mate het werkterrein geweest van gespecialiseerde nutsbanken (spaarbanken), die door regelgeving verplicht werden zich ook daartoe te beperken. Tevens begonnen banken vanaf 1967 met het betalen van rente op opneembare tegoeden. Om klanten bij de Postcheque- en Girodienst weg te lokken introduceerden de banken gedekte cheques die consumenten konden gebruiken in binnen- en buitenland. De opkomst van *retail banking* ging zo hand in hand met een verbreding van het dienstenpakket.

Het Nederlandse bankenlandschap onderging een vergaand proces van branchevervaging (Fase 2000). Verschillende categorieën banken gingen zich steeds meer op elkaars terrein bewegen. Handelsbanken werden meer algemene banken en boerenleenbanken gingen de niet-agrarische markt bedienen; spaarbanken bleven achter bij deze ontwikkeling (Vanthoor, 2004: 225).

Tabel 3.1 Marktaandeelen in de depositomarkt, 1950-1980 (in %)

	1950	1960	1970	1980
Rijkspostspaarbank	32	24	18	14
Spaarbanken	29	28	25	17
Agrarische banken	37	39	42	41
Algemene banken	1	8	16	28
	100	100	100	100

Bron: Bosman (1989 : 42)

Door de toenemende concurrentie vond in het Nederlandse bankwezen vanaf de jaren zestig een ingrijpende fusie- en consolidatieslag plaats. In 1964 fuseerden de Nederlandsche Handel-Maatschappij en de Twentsche Bank tot Algemene Bank Nederland (ABN) en gingen de Amsterdamsche Bank en de Rotterdamsche Bank samen verder als Amsterdam-Rotterdam Bank (AMRO). Om de concurrentie aan te kunnen gingen ook kleinere banken onderlinge fusies aan. In 1972 gingen de koepels van agrarische coöperaties samen in de Coöperatieve Centrale Raiffeisen-Boerenleenbank (Rabobank); ook fuseerde een groot aantal kleinere spaarbanken en verzekeraars. Andere kleinere banken zochten aansluiting bij de grotere spelers. Zo vonden de Hollandse Bankunie (1967), Mees & Hope, alsmede Pierson, Heldring & Pierson (beide in 1975) aansluiting bij respectievelijk ABN en AMRO Bank, en werd de Amsterdamse Gemeentegiro in 1976 onderdeel van de Postcheque- en Girodienst – de eerste stap op weg naar de Postbank (1986) en uiteindelijk ING.

Dit alles leidde tot een sterke vermindering van het aantal banken, maar het betekende ook een grotere dekking van de overblijvende banken. Het kantorennet van De Nederlandsche Bank werd steeds minder belangrijk (Fase, 2000: 462). Het toenemende belang van het girale betalingsverkeer versterkte dit evenzeer. Van de 126 banken die in 1946 bestonden en waarvan het hoofdkantoor niet in Amsterdam of Rotterdam gevestigd was, waren er aan het begin van de jaren zeventig minder dan dertig over (Van der Werf, 1988). Desondanks kenmerkte het Nederlandse bankenlandschap zich nog tot in de jaren tachtig door een ruime mate van diversiteit. Dit was in belangrijke mate het gevolg van de Nederlandse erfenis van het einde van de negentiende eeuw, toen sprake was van een sterke opkomst van spaarbanken, coöperaties en hypotheekbanken.

3.5 DE PRE-CRISISPERIODE (1980-2008)

Vanaf de jaren tachtig veranderde de financiële sector in westerse landen ingrijpend (De Larosière, 2009). De sector nam sterk in omvang toe. Er was daarnaast sprake van een toenemende concentratie en schaalvergroting. De diversiteit in de sector nam af en de grote financiële instellingen kregen steeds grotere marktaandeelen. Banken wijzigden hun bedrijfsmodellen: het traditionele bankieren (het verstrekken van leningen aan bedrijven en huishoudens) werd door veel banken uitgebreid met kapitaalmarktdiensten (zoals dealeractiviteiten, *market-making* en handel in effecten). Ook nam financiële innovatie een hoge vlucht: instellingen ontwikkelden en verhandelden op grote schaal relatief nieuwe financiële producten (zoals derivaten). Daarenboven was sprake van de ‘tweede periode van financiële globalisering’: financiële spelers en stromen kregen een steeds sterkere internationale dimensie. Landen raakten hierdoor sterk financieel verweven.

Hoewel we deze sectorontwikkelingen in het volgende hoofdstuk uitgebreid bespreken, behandelen we ze hier alvast op hoofdlijnen om ze in een groter historisch perspectief te kunnen plaatsen. We bespreken achtereenvolgens: (1) de financiële globalisering; (2) het proces van schaalvergroting en consolidatie in het bank- en verzekeringswezen; (3) de veranderende activiteiten bij financiële instellingen; en (4) de terugkeer van financiële instabiliteit.

Economische en financiële globalisering

Economische zwaargewichten als de Verenigde Staten, het Verenigd Koninkrijk en Duitsland pleitten vanaf het eind van de jaren zeventig voor een verregaande ontmanteling van de kapitaalrestricties. Ook invloedrijke internationale organisaties als het IMF, de OESO en de Europese Economische Gemeenschap (EEG) stelden dat vrijere kapitaalstromen grote positieve economische effecten zouden hebben. Deze zienswijze werd eveneens door multinationals en financiële bedrijven – die deze controles nodeloos belemmerend vonden – omarmd en uitgedragen (Helleiner, 1995; Abdelal, 2007). Vanaf de jaren tachtig ontmantelden steeds meer overheden de kapitaalcontroles, waardoor in de daaropvolgende decennia een grote expansie van mondiale kapitaalstromen kon plaatsvinden.

De financiële globalisering ging hand in hand met economische en technologische ontwikkelingen. De ICT-revolutie maakte een enorme proliferatie van financiële markten mogelijk (Dicken, 2007). Daarbovenop kreeg het bedrijfsleven een meer multinationale dimensie; bedrijven werden in tal van landen actief. Financiële instellingen reageerden hierop door zelf ook internationaler te opereren. Ten dele was de financiële globalisering dan ook het gevolg van het bredere proces van economische globalisering. In de Europese Gemeenschap (EG) kreeg de europeanise-

ring van de financiële sector een stevige impuls door het streven naar één Europese interne markt voor financiële dienstverlening en vanaf 1999 door de totstandkoming van de eurozone.

Fusies, overnames en schaalvergroting

Door de globalisering en de toenemende onderlinge concurrentie streefden financiële instellingen naar schaalvergroting. Met name in het bankwezen leidde dit tot het ontstaan van financiële mega-instellingen. De concentratie nam dus toe; via organische groei, maar ook door fusies en overnames. Niet alleen banken, ook verzekeraars en beleggingsinstellingen werden daarbij onderdeel van grootbanken. Door het ontmantelen van het structuurbeleid mochten banken immers uiteenlopende activiteiten combineren. Hierdoor werd diversiteit in de financiële sector ingeruild voor diversiteit op het niveau van individuele instellingen, waarbij de financiële sector zelf steeds meer een monocultuur werd.

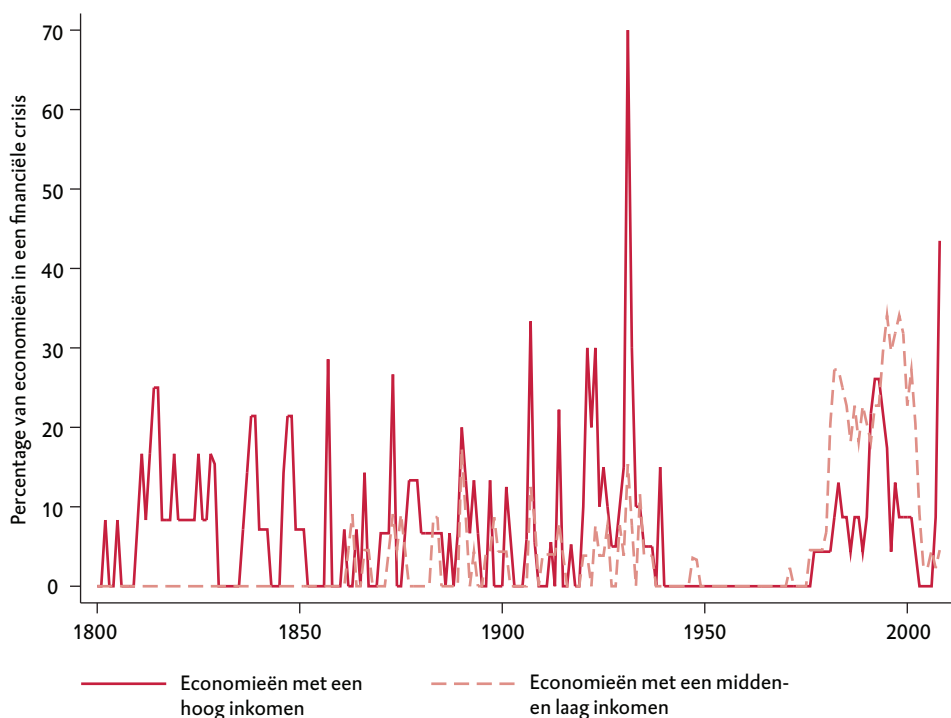
Veranderende activiteiten en de opkomst van nieuwe instellingen

De activiteiten van financiële instellingen veranderden sterk. Binnen het traditionele bankieren (het verstrekken van leningen aan bedrijven en huishoudens) werd hypotheekfinanciering dominant. Door de stijgende welvaart konden meer mensen het zich veroorloven om zich op de koopmarkt te begeven. Naast hypotheekverstrekking gingen banken zich steeds meer oriënteren op kapitaalmarktactiviteiten en zakenbankieren. Financiële innovaties namen een hoge vlucht, mede dankzij de toenemende populariteit van derivaten (bijvoorbeeld renteswaps om renterisico's af te dekken).

Parallel aan deze ontwikkelingen kwamen niet-bancaire financiële instellingen sterk op. Belangrijk was de groei van institutionele beleggers, zoals pensioenfondsen en verzekeraars, maar ook relatief nieuwe financiële spelers zoals hedgefondsen, geldmarktfondsen en *private equity*-fondsen. Deze instellingen onttrokken zich deels aan regelgeving en toezicht, terwijl zij wel een grote invloed hadden op het functioneren van het financiële systeem. Veel van deze instellingen waren hecht verweven met het bankwezen en werden vaak impliciet of expliciet door banken ondersteund (ECB, 2014b).

De terugkeer van financiële instabiliteit

De periode 1945-1973 was zeer stabiel geweest, hetgeen samenviel met het sterk gecontroleerde karakter van de financiële sector en kapitaalstromen. Maar sinds de liberalisering van financiële markten stak de financiële instabiliteit weer de kop op. Zoals figuur 3.1 laat zien is de frequentie van crises sindsdien sterk toegenomen.⁵

Figuur 3.1 De frequentie van bankencrises sinds 1800

Bron: Taylor (2012)

De instabiliteit kan moeilijk los worden gezien van de liberalisatie van de financiële sector. Na de financiële crisis van 2008-2009 is men meer geneigd te onderkennen dat met het opheffen van restricties op kapitaalstromen en het vrijer laten van financiële spelers de kansen op financiële instabiliteit en crises zijn verhoogd.

In de eerste decennia na de Tweede Wereldoorlog golden er verregaande beperkingen voor de financiële sector tezamen met kapitaalcontroles (en ook vaste wisselkoersen onder de monetaire hegemonie van de vs). Dit regime verminderde cycli in overcreditering, die vanaf het begin van de industrialisatie elke twee tot drie decennia tot ontsporingen hadden geleid. Vanzelfsprekend was het beleid waarmee tot 1973 financiële rust werd gekocht, niet zonder afruilen. De ontwikkeling van de financiële sector werd zowel geremd als gestuurd. Dat neemt echter niet weg dat de uitgangspunten waarmee beleidsmakers vanaf de jaren tachtig in een wereld van technologische verandering de relatie tussen financiële regulering en stabiliteit benaderden, te optimistisch waren. De financiële crises die hier het gevolg van waren, werden eerst en vooral gedreven door private kredietgroei en waren bovendien veel ingrijpender dan conjuncturele cycli (Taylor, 2012; Schularick en Taylor, 2012; Jordà, Schularik en Taylor, 2014).

Specifieke ontwikkelingen in Nederland

Zoals in het volgende hoofdstuk uitgebreid wordt belicht, hebben veel van de hierboven besproken ontwikkelingen zich in uitvergroete mate voorgedaan in Nederland. In ons land was bij uitstek sprake van een sterke toename van interne en externe verwevenheden. Vanaf het eind van de jaren tachtig voltrok zich in de financiële sector wederom een grote fusiegolf. Daarbovenop kwam dat het Nederlandse bankwezen in rap tempo internationaliseerde (DNB, 2008: 9; DNB, 2010). Op het gebied van schaalgrootte van financiële instellingen en concentratie van de sector had Nederland, zoals uiteengezet, bovendien een specifieke erfenis. Al vanaf de jaren zestig was sprake van een ‘stille bankrevolutie’ en wonnen de commerciële banken op steeds meer deelmarkten terrein op bijvoorbeeld spaarbanken en hypotheekbanken. De financiële sector werd dan ook al vóór het eind van de jaren tachtig gedomineerd door een klein aantal banken. Deze dominantie werd vervolgens versterkt door de hierboven genoemde fusiegolf.

Het resultaat was dat enkele grote commerciële banken opgingen in ABN AMRO, en dat de andere drie overgebleven grote banken de erfopvolgers werden van de agrarische coöperaties (Rabobank), de naoorlogse publieke nutsdiensten (ING) en een groot conglomeraat aan lokale spaarbanken en verzekeraars (SNS Bank). De traditionele scheidslijnen tussen financiële instellingen waren aan het eind van het millennium zo goed als verdwenen. De instellingen met lokale wortels – zoals agrarische coöperaties en lokale spaarbanken – gingen op in grote financiële instellingen, waarbij de lokale Rabobanken als rechtsopvolger van de agrarische coöperaties enige lokale autonomie behielden. In 1980 kende Nederland nog een systeem van nutsbanken, zoals Duitsland dat nu nog altijd heeft. Door fusies en schaalvergroting gingen deze lokale bindingen in Nederland sterker dan elders verloren. Dit proces resulteerde in een topzwaar bankwezen met een zeer sterke focus op internationale markten. Illustratief was de ontstaansgeschiedenis en verschuivende oriëntatie van ING: ondanks de sterke oorspronkelijke binding met het postgirosysteem werd ook daar een internationale agenda vanaf het ontstaan in 1991 dominant. En zelfs in het geval van Rabo, dat vanuit zijn netwerk over een zeer lange periode een sterke binnenlandse marktpositie had weten op te bouwen, werd een internationale oriëntatie zwaar aangezet. Daarnaast speelde de problematiek van het financieringsgat (veel besparingen liepen naar pensioenfondsen en niet naar banken), waardoor banken zich op internationale financiële markten moesten financieren. De Nederlandse financiële sector werd hierdoor zeer gevoelig voor ontwikkelingen op de internationale financiële markten.

De voorgaande schets van de financiële geschiedenis illustreert dat de financiële sector zich heeft ontwikkeld in tandem met de economie en de samenleving. De plaats, vorm en oriëntatie van de financiële sector is in de loop der decennia sterk veranderd. Veranderingen hingen in belangrijke mate samen met ontwikkelingen in de economische structuur, de mate van openheid van de economie, technologie, welvaartsgroei, overheidsbeleid en de internationale financieel-economische verhoudingen. Omgekeerd hebben ontwikkelingen in de financiële sector invloed op de economie en de samenleving gehad.

Daar waar de financiële sector in de periode voor de industrialisatie in belangrijke mate verbonden was met het faciliteren van internationale handel en de financiering van de staat, ontstond tijdens de industrialisatie een steviger koppeling met het bedrijfsleven. Hetzelfde gebeurde later met huishoudens: de toegenomen welvaart in de twintigste eeuw zorgde ervoor dat de financiële sector zich meer ging oriënteren op de financiële zaken van huishoudens. De verwevenheid tussen financiële sector en samenleving werd hierdoor verder vergroot.

Specifiek in Nederland was sprake van een vroege financiële ontwikkeling met kapitaalrijke en geconcentreerde markten voor geld en kapitaal. Voor de aanvang van de industriële revolutie was de financiële sector in belangrijke mate verbonden aan het faciliteren van internationale handel. De externe oriëntatie domineerde nog sterker in Nederland dan elders. Dit droeg eraan bij dat het binnenlandse bankwezen lange tijd onderontwikkeld bleef. Pas ten tijde van de Industriële Revolutie – die pas laat Nederland bereikte – traden hier wijzigingen in op.

Onder invloed van een sterke vraag naar industrieel en agrarisch kapitaal (kredietverlening) ontstond een behoefte aan lokaal actieve financiële instellingen met een oriëntatie op de binnenlandse economie. De financiële sector raakte meer gedifferentieerd met de opkomst van agrarische coöperaties en lokale spaarbanken. Ook de handelsbanken kregen een grotere oriëntatie op de binnenlandse economie. Dit was echter ten dele slechts een tijdelijk fenomeen. Al vanaf de jaren zestig van de twintigste eeuw begon een (hernieuwd) proces van schaalvergroting, internationalisering, toenemende concentratie en afnemende diversiteit in het bankwezen.

De Nederlandse samenleving kwam in de afgelopen decennia mede daardoor in een andere relatie te staan tot de financiële sector. Deze ontwikkelingen bespreken we in meer detail in de volgende twee hoofdstukken. Een constante in de geschiedenis is de periodiek terugkerende financiële instabiliteit geweest. Een uitzondering daarop was de periode 1945-1973, die samenviel met het sterk gecontroleerde karakter van de economie, en de financiële sector en kapitaalstromen in het bijzonder. Financiële instabiliteit stak sinds de liberalisering van financiële markten eind vorige eeuw weer de kop op. Uit onze geschiedschrijving blijkt dat de frequentie van zulke financiële crises eerder toe- dan afnam. Hoewel beleidsmakers na elke crisis hoopten een 'magic bullet' te hebben gevonden om financiële instabiliteit tot het verleden te laten behoren, bleek keer op keer dat zij hierop niet konden vertrouwen (Reinhardt en Rogoff, 2009). Voorwaar een belangrijke les voor later, temeer omdat de toegenomen verwevenheid tussen financiële sector en samenleving mogelijke onevenwichtigheden sterker doen voelen.

NOTEN

- 1 In Nederland richtte Lodewijk Pincoffs in 1872 de Rotterdamsche Handelsvereeniging op. Dit was een credit mobilier die investeerde in (vooral) infrastructurele projecten in de Rotterdamse haven. Door Pincoff ondernomen vervalsingen in de boekhouding deden deze onderneming de das om (De Jong, 1967b: p. 406).
- 2 Overigens waren lokale economieën sterk afhankelijk van meer informele kanalen en van 'lokaal geld'.
- 3 Nederlandse banken bleven conservatief en legden de nadruk op korte uitzettingen; korte kredietverlening dus (Kymmell, 1996).
- 4 Zie De Vries (1994, p. 84) voor een uitgebreide beschrijving van de 'Vergeefse strijd om de gouden standaard'.
- 5 Een lijst van naoorlogse financiële crises start met de oliecrisis in 1973. Sindsdien volgden de Britse vastgoedcrisis (1973-1975), de Latijns-Amerikaanse crisis (vanaf 1982), de wereldwijde Zwarte Maandag (1987) met de grootste val in beurskoersen ooit binnen één dag, de Amerikaanse spaarbankcrisis (1989-1991), de Japanse activacrisis (1990), de Scandinavische bankcrisis (vanaf 1991), de val van het ERM (1992-1993), de Mexicaanse schuldcrisis (1994), de Aziëcrisis (1997), de Russische financiële crisis (1998), de Turkse crisis (2001), het barsten van de dotcomzeepbel (2001), de Argentijnse crisis (2001-2002) en vervolgens de wereldwijde financiële crisis van 2008.

4 KERNONTWIKKELINGEN IN DE SECTOR SINDS DE JAREN TACHTIG

Het vorige hoofdstuk heeft laten zien dat de financiële sector zich over een zeer lange periode in wisselwerking met de reële economie en de samenleving heeft ontwikkeld. Dit geldt ook voor Nederland, waar internationale ontwikkelingen een belangrijke rol speelden en banken zich nadrukkelijk richtten op de internationale handel, en pas later de binnenlandse markt gingen bestrijken.

In dit hoofdstuk zullen wij in meer detail ingaan op ontwikkelingen in de financiële sector in de afgelopen dertig jaar. We beginnen met een beschrijving van een aantal meer algemene ontwikkelingen, die sterk bepalend zijn geweest voor de veranderingen in de financiële sector (paragraaf 4.1). Vervolgens bespreken wij een viertal belangrijke ontwikkelingen over de afgelopen dertig jaar: de toenemende omvang van de financiële sector (paragraaf 4.2); de schaalvergroting, concentratie en afnemende diversiteit binnen de sector (paragraaf 4.3); de verandering in activiteiten en investeringen van financiële instellingen, mede in relatie tot financiële innovaties (paragraaf 4.4); en de financiële globalisering (paragraaf 4.5).

4.1 DRIJVENDE KRACHTEN ACHTER SECTORALE VERANDERINGEN

De financiële sector is sterk beïnvloed door politieke, maatschappelijke, economische en technologische ontwikkelingen gedurende de afgelopen decennia. Deze paragraaf bespreekt in vogelvlucht een aantal relevante ontwikkelingen.

Globalisering en het wegvallen van Bretton Woods

De globalisering van de financiële sector heeft zich gelijktijdig met de globalisering van het bedrijfsleven voltrokken. De financieringswensen van multinationale ondernemingen waren een belangrijke drijvende kracht achter het ontstaan halverwege de vorige eeuw van de zogeheten eurodollarmarkten: beurzen waar onderhands in dollars genoteerde kredieten werden verstrekt. Banken faciliteerden de globalisering van het bedrijfsleven door zelf ook internationaal actief te worden. Op die manier konden zij multinationale ondernemingen overal ter wereld bedienen. Het ontstaan van de eurodollarmarkten was een vroege vorm van *regulatory arbitrage* – het zoeken naar een minder gereguleerde omgeving waarin banken onbelemmerd handel konden drijven. Deze markten onttrokken zich aan restricties van de Amerikaanse toezichthouders op de binnenlandse (lees: Amerikaanse) obligatiemarkt.

Dit proces intensiveerde in de jaren na het uiteenvallen van het Bretton Woods-regime begin jaren zeventig. Zoals we in hoofdstuk 3 bespraken, werd dit regime onder meer gekenmerkt door vaste, in overleg aanpasbare wisselkoersen en restric-

ties op internationale kapitaalstromen. Vanaf het einde van de jaren zeventig werden kapitaalcontroles in westerse landen stapsgewijs ontmanteld. Door deze ontmanteling van kapitaalrestricties kon in de daaropvolgende decennia een zeer grote expansie plaatsvinden van internationale kapitaalstromen (Helleiner, 1995; Abdellal, 2007). Een versterkende factor hierbij waren de toegenomen onevenwichtigheden in het internationale handelsverkeer. Sommige landen – waaronder Nederland – hadden overschotten op de lopende rekening van de betalingsbalans, terwijl andere landen vanwege grote importen met hoge tekorten kampten. Dergelijke onevenwichtigheden op de lopende rekening van individuele landen versterkten de internationale kapitaalstromen (Butzen, Deroose en Ide, 2014).

Liberalisering en deregulering

Vanaf de jaren tachtig deed zich een kanteling in het overheidsbeleid voor, waarbij het stimuleren van marktwerking een grotere rol ging spelen. De financiële sector werd steeds meer gezien als een ‘normale’ sector, die zich evengoed leende voor overheidsbeleid gericht op liberalisering, deregulering en privatisering. Financiële instellingen zouden hierdoor meer onder invloed komen te staan van (internationale) concurrentie, hetgeen zou bijdragen aan een efficiënte allocatie van financiële middelen en aan financiële innovatie. De verwachting was dat dit alles zou leiden tot hogere economische groei (Cecchini, 1988). Hierbij speelde mee dat via de eerdergenoemde regulatory arbitrage bestaande regulering steeds meer werd omzeild, en dus aan effectiviteit verloor.

Veel van de naoorlogse regelgeving was oorspronkelijk juist gericht op het beteugelen van concurrentie tussen financiële instellingen. Dit werd gezien als essentieel voor het waarborgen van financiële stabiliteit. Diverse naoorlogse maatregelen werden echter grotendeels ontmanteld. Zo werden afgedwongen scheidslijnen tussen verschillende typen financiële instellingen opgeheven (Edey en Hviding, 1995; Barendregt en Visser, 1997). De in 1993 in de EG geïmplementeerde Tweede Bankenrichtlijn introduceerde een Bankenpaspoort (*single passport*). Daarmee mochten banken met een banklicentie in een van de lidstaten uiteenlopende diensten – van spaarrekeningen, valutahandel, hypotheek tot *investment banking* – aanbieden in alle EG-lidstaten. Voor financiële instellingen betekende dit een veel grotere bewegingsvrijheid (Klein, 1995).

Politici en toezichthouders onderkenden dat grotere bewegingsvrijheid vanuit het oogpunt van financiële stabiliteit risicovol kon zijn. Daarom kwam de nadruk in het beleid te liggen bij het zogeheten *microprudentieel toezicht*, waarmee werd getracht te garanderen dat banken genoeg eigen vermogen zouden aanhouden om eventuele onverwachte verliezen op te kunnen vangen. Daarnaast was er ook de hoop dat inzetten op grotere transparantie en marktwerking voor ‘marktdiscipline’ en daarmee voor stabiliteit zou zorgen. Al met al concentreerde het stabili-

teitsbeleid zich op het functioneren van *individuele* financiële instellingen en minder op de structuur van de sector, waar voorheen vooral de nadruk op had gelegen (FSA, 2009).

Toenemende welvaart en grotere financiële verantwoordelijkheden

Ook ontwikkelingen in de samenleving hadden gevolgen voor de financiële sector. De welvaartstoename bracht mee dat er steeds meer financiële besparingen de financiële sector instroomden, die op de een of andere manier moesten worden weggezet. Burgers gingen meer en meer gebruikmaken van financiële diensten, zoals spaar-, leen- en verzekeringsfaciliteiten. Financiële instellingen gingen zich met marketingtechnieken richten op de grote massa consumenten: financiële producten en diensten werden massaproducten. Gelijktijdig speelde de overheid een rol: fiscale faciliteiten – de hypotheekrenteaftrek in het bijzonder – zetten mensen aan tot het aangaan van hoge hypotheekschulden. Meer recentelijk is hierbij gekomen dat de verzorgingsstaat onder druk staat. Eigen verantwoordelijkheid en financiële zelfredzaamheid komen steeds meer centraal te staan (Schelke, 2012). Het zelf aangaan van financiële transacties (van verzekeren en sparen tot lenen en beleggen) past hierbij en schept mogelijkheden voor financiële instellingen.

Veranderingen in de economische structuur

In de meeste westerse landen was vanaf de late jaren zeventig sprake van een overgang van een groeiproces, gedragen door de industrie, naar een nieuwe economie van kennisintensieve diensten, een verdere vergroting van de quataire sector, een intensivering van de internationalisering en een grotere rol van marktmechanismen. Omdat dienstensectoren in vergelijking met industriële sectoren minder gebaseerd zijn op fysiek kapitaal en meer op immaterieel kapitaal (*intangibles*), zoals kennis en kunde, impliceerde dit een verschuiving in financieringsbehoeften en -mogelijkheden (OESO, 2000). De de-industrialisering zorgde voor een afname van investeringsbehoeften. Ook droegen de spaaroverschotten in opkomende landen (lees China) en tekorten op de lopende rekening van met name de VS bij aan een mondiale spaarovervloed (*global savings glut*; Bernanke, 2005). Een drukkend effect op rentes was het gevolg. Dit alles droeg weer bij aan de zoektocht van financiële spelers naar nieuwe en hoogrenderende financiële activiteiten (Dobbs et al., 2010).

Ontwikkelingen in ICT

Ontwikkelingen in informatie- en communicatietechnologie (ICT) zijn een belangrijke faciliterende factor voor de transformatie van de financiële sector geweest. Wellicht meer nog dan in andere sectoren draait het in de financiële sector om transactie- en informatiekosten. Onder invloed van ICT zijn die kosten in de afgelopen eeuw enorm gedaald. Nieuwe communicatiemiddelen en informatietechnologieën hebben dan ook grote invloed gehad op de vorm, snelheid en omvang van financiële activiteiten. ICT heeft daardoor een omvangrijke uitdijning

van financiële markten mogelijk gemaakt (Dicken, 2007). De verhandelbaarheid van financiële producten en van voormalig statische bancaire activa, en daarmee de transactieoriëntatie van de sector, is hierdoor toegenomen. Ook heeft ICT de totstandkoming van grotere en complexere financiële instellingen vergemakkelijkt: de technologische vernieuwingen maakten het aansturen van grotere financiële instellingen minder ingewikkeld. Tot slot is het met ICT makkelijker om meer onderlinge verbanden binnen de financiële sector te creëren, waardoor financiële instellingen en markten nauwer met elkaar verweven zijn geraakt (Cerny, 1994; ECB, 1999).

4.2 DE TOENEMENDE OMVANG VAN DE FINANCIËLE SECTOR

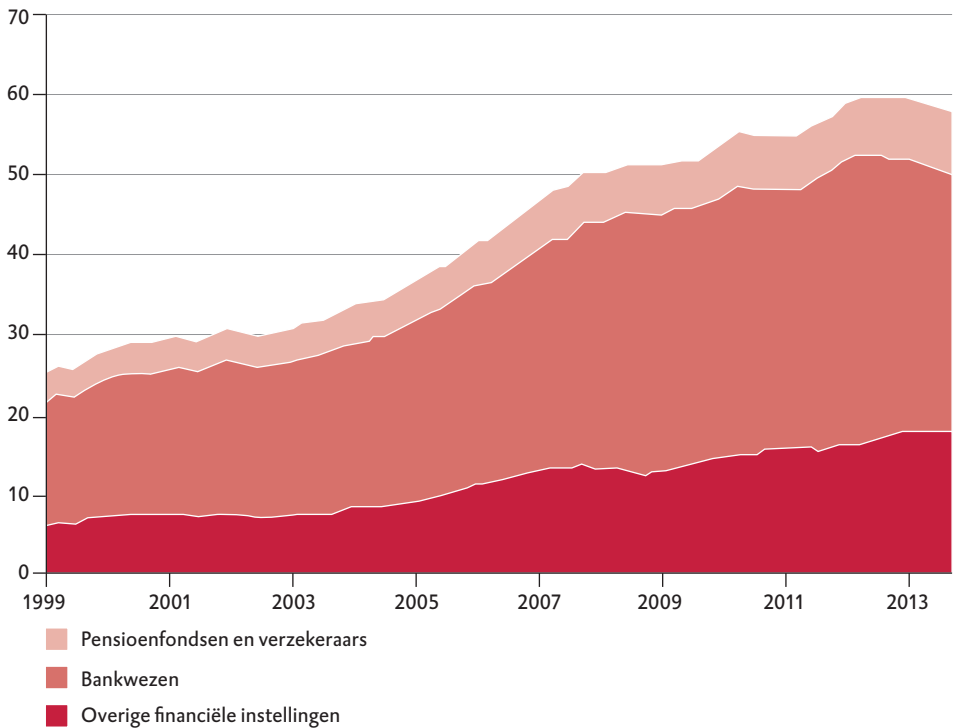
De financiële balansen van de belangrijkste spelers – banken, verzekeraars, pensioenfondsen en overige financiële instellingen – groeiden in het eurogebied tussen het einde van de jaren negentig en 2013 van om en nabij 25 biljoen euro naar 57 biljoen euro (zie figuur 4.1), ruwweg twee keer sneller dan het bbp. Daarmee bereikte de financiële sector van het eurogebied anno 2013 ongeveer zesmaal de grootte van het bbp (ECB, 2014b: 28). Het is opvallend dat de sterkste groei plaatsvond bij de overige financiële instellingen (OFI's). Deze OFI's beslaan een variëteit aan instellingen, van beleggingsfondsen tot *Special Purpose Vehicles* (waaronder afgezonderde juridische structuren die door banken werden gebruikt om leningen via securitisatie aan beleggers in de markt te verkopen). Het aandeel van het OFI-segment in de financiële sector van het eurogebied bedraagt inmiddels ongeveer een derde. Dat is nog steeds kleiner dan dat van het formele bankwezen (52%), maar wel al een stuk groter dan dat van pensioenfondsen en verzekeraars (14%).

Zoals we zullen laten zien, is de omvang van de Nederlandse financiële sector in vergelijking met andere landen groot, hetgeen met name is veroorzaakt door een sterke groei vanaf medio jaren negentig. Dit geldt voor zowel het bankwezen als de pensioen- en verzekeringssector.

In de volgende deelparagrafen gaan we kort in op de groei van de verschillende segmenten van de financiële sector, te weten het bankwezen (subparagraaf 4.2.1), de pensioenfondsen en verzekeraars (subparagraaf 4.2.2), en de overige financiële instellingen (subparagraaf 4.2.3).

Figuur 4.1 De groei van de financiële sector in het eurogebied, 1999-2013

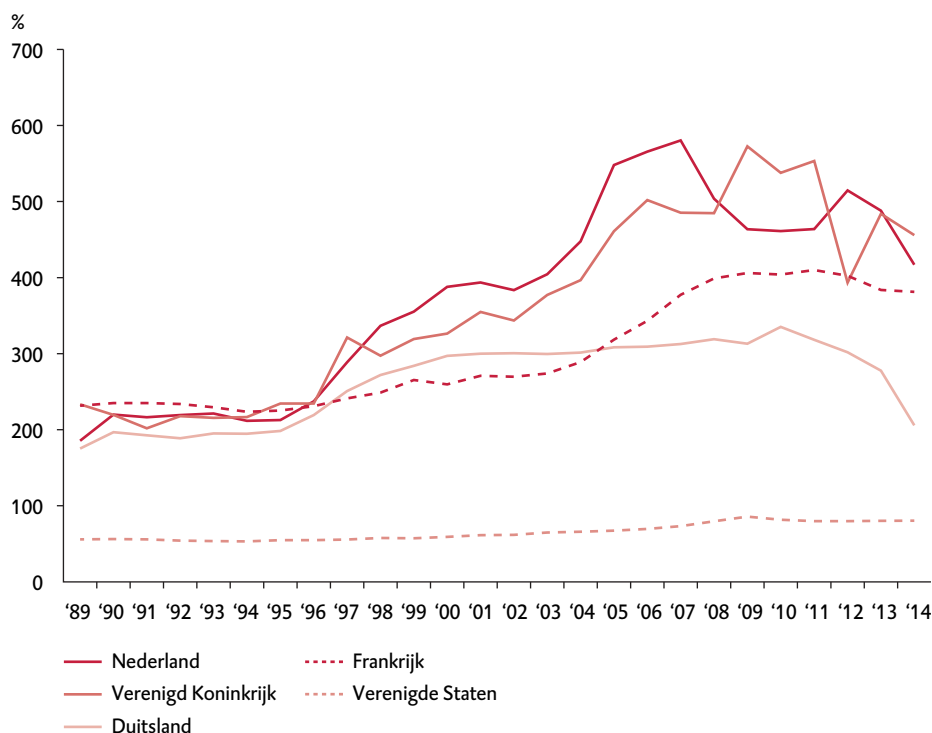
In biljoenen euro's



Bron: ECB (2014b: 28)

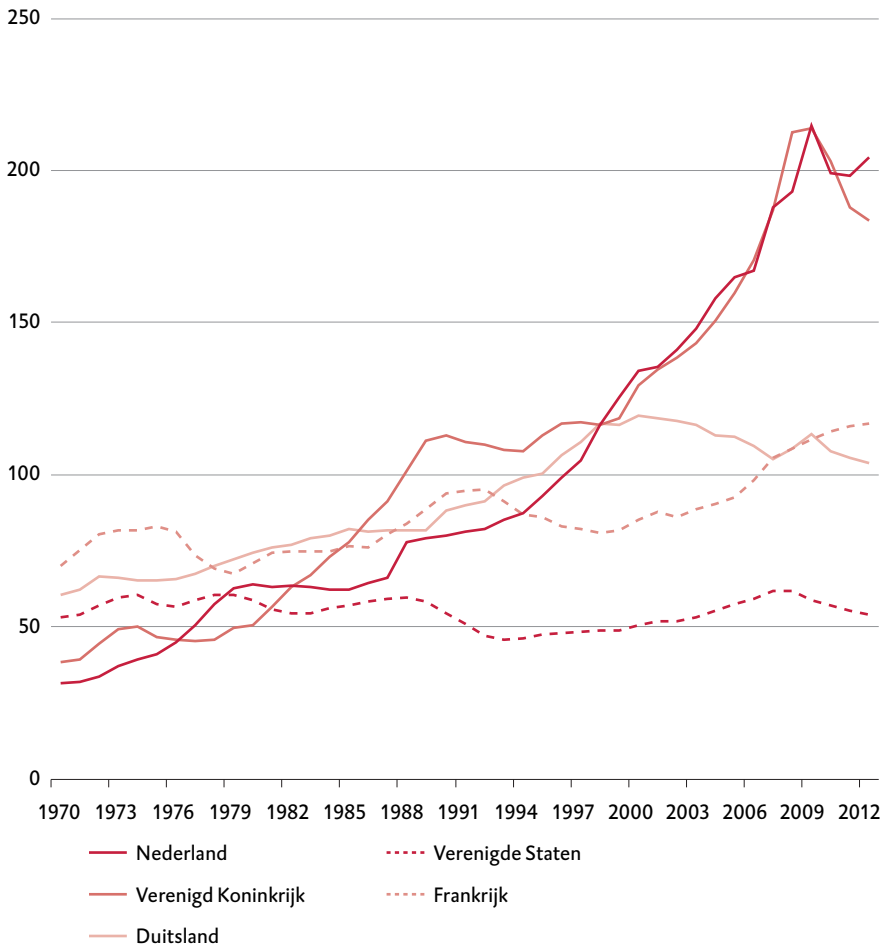
4.2.1 GROEI VAN HET BANKWEZEN

De Europese bancaire sector groeide in de aanloop naar de crisis sterker dan de economie als geheel (FSA, 2009; Liikanen, 2012; ESRB ASC, 2014). In termen van de bezittingen (activa) van banken nam de omvang van de bancaire sector in de Europese Unie tussen 1990 en 2010 toe van ongeveer 200 procent tot 370 procent van het bbp (Liikanen, 2012; Bijlsma en Zwart, 2013). Op deze wijze gemeten was de omvang van de Nederlandse bancaire sector begin jaren negentig nog goed vergelijkbaar met die in andere Europese landen (figuur 4.2). De divergentie tussen Nederland en de Europese Unie als geheel ontstond pas in de daaropvolgende jaren. De Nederlandse bancaire sector groeide van 210 procent van het bbp halverwege de jaren negentig naar 580 procent direct voor het begin van de financiële crisis. Dat gebeurde in twee fasen: eerst gedurende de tweede helft van de jaren negentig, toen de relatieve omvang van de balansen bijna verdubbelde. Vervolgens nam tussen 2002 en 2007 (na de dotcom-crisis) de omvang met nog eens de helft toe. Daarna nam de omvang af tot 461 procent in 2011.

Figuur 4.2 Balanstotaal van het bankwezen, 1990-2014 (% van bbp)

Bron: Data Bankscope en OESO; zie ook Bijlsma en Zwart (2013) voor cijfers tot 2011

Een belangrijke structurele component van de groeiende omvang van bankbalansen is de sterke stijging van kredietverlening. Zoals uit figuur 4.3 blijkt, was de omvang van kredietverlening door Nederlandse banken begin jaren zeventig in internationaal vergelijkend verband relatief laag. Dit beeld kenterde in de jaren die volgden. In de jaren zeventig en tachtig was sprake van een sterker dan gemiddelde stijging in het kredietvolume. Vanaf medio jaren negentig was de toename van kredietverlening opnieuw juist in Nederland zeer sterk, vooral door de groei van hypotheekfinanciering (zie paragraaf 4.4). Deze explosieve groei bleef doorgaan tot aan de crisis. Alleen de ontwikkeling in het Verenigd Koninkrijk is vanaf de millenniumwisseling vrijwel identiek geweest, zo blijkt uit figuur 4.3.

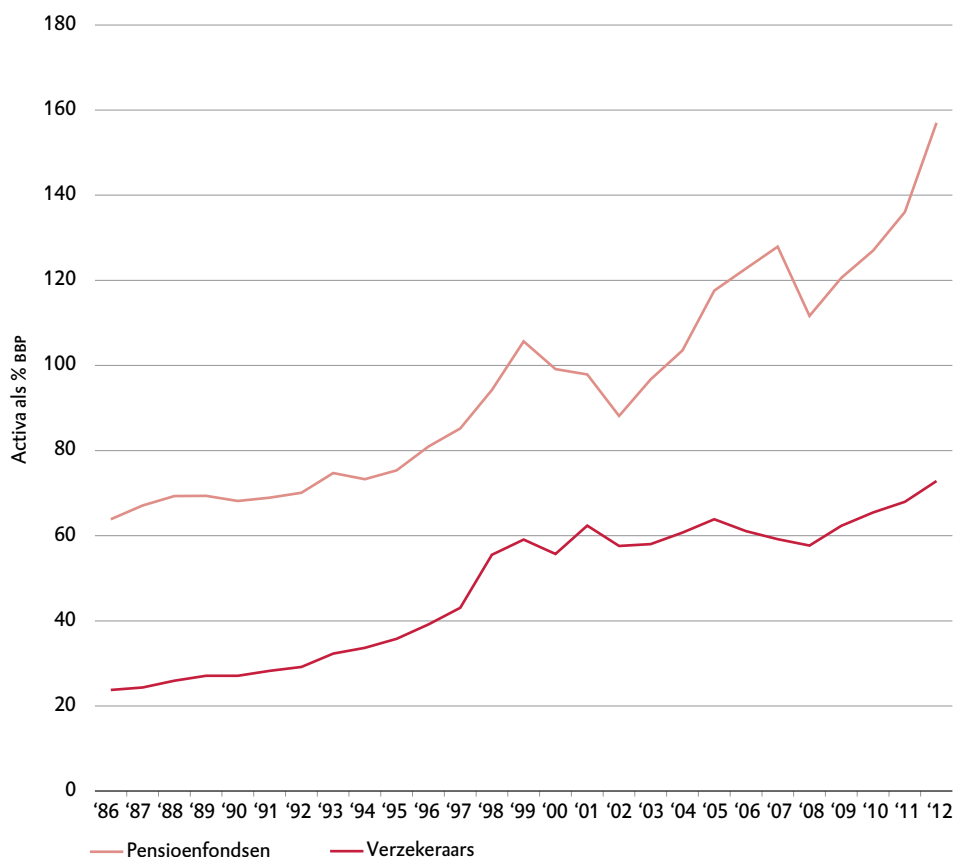
Figuur 4.3 Kredietverlening aan de private sector, 1970-2012 (% van bbp)

Bronnen: Op basis van dataset van Taylor en Schularick en bankscope data¹

4.2.2 GROEI VAN PENSIOENFONDSEN EN VERZEKERINGSINSTELLINGEN

Ook bij pensioenfondsen en verzekeringsinstellingen is sprake geweest van een sterke groei van de activa (Bikker en Wesseling, 2003; Drudi et al., 2007). De balanstotalen van Nederlandse pensioenfondsen zijn gegroeid van 60 procent ten opzichte van het bbp in 1986 tot bijna 160 procent in 2012. Verzekeraars zijn in diezelfde periode in omvang toegenomen van zo'n 20 procent van het bbp in 1986 tot iets meer dan 70 procent in 2012 (zie figuur 4.4).

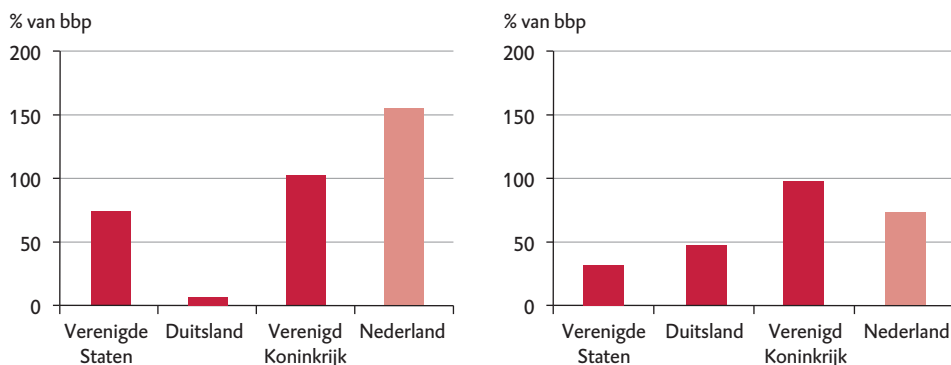
Figuur 4.4 Omvang van de Nederlandse pensioen- en verzekeringssector, 1986-2012 (activa in % van bbp)



Bronnen: Op basis van OESO en DNB

Voor wat betreft de groei van de pensioen- en verzekeringssector spelen het Nederlandse kapitaalgedekte pensioenstelsel en de sterke buitenlandse expansie van de verzekeringssector vanaf de jaren negentig een belangrijke rol (Westerhuis, 2008). Nederlandse pensioenfondsen en verzekeraars zijn een stuk groter in vergelijking met het buitenland, zowel in absolute zin als in verhouding tot het bbp. Dat wordt duidelijk als we een vergelijking maken met Duitsland, de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk (zie figuur 4.5). Wederom is het Verenigd Koninkrijk het vergelijkbaarst met Nederland.

Figuur 4.5 Activa van pensioenfondsen (links) en verzekeraars (rechts) internationaal vergeleken, 2012 (% van bbp)



Bronnen: Op basis van DNB en CBS

De Europese pensioen- en verzekeringsmarkt is qua absolute omvang sterk geconcentreerd in slechts een beperkt aantal landen, te weten het Verenigd Koninkrijk, Duitsland, Frankrijk, Nederland en Italië. Het aandeel van andere landen in dit segment is relatief klein. De belangrijkste verklaring hiervoor is dat in veel van deze andere landen het pensioensysteem vanuit de publieke sector is georganiseerd, en dan nog vaak in de vorm van een omslagstelsel. Er is dan geen opbouw van fondsen in de private pensioen- en verzekeringssector. Voor zover er naast sparen bij bankinstellingen op eigen initiatief fondsen worden opgebouwd die dienen als pensioen, vindt dit veelal plaats door te beleggen in beleggingsfondsen, en die vallen in de categorie ‘overige financiële instellingen’.

4.2.3 GROEI VAN OVERIGE FINANCIËLE INSTELLINGEN

Een sterke groei binnen de financiële sector heeft ook en vooral plaatsgevonden in het segment ‘overige financiële instellingen’ (ECB, 2014b). Zoals de naam al zegt, is dit een brede categorie van zeer verschillende spelers. Er zijn dan ook tal van verschillende definities van deze categorie en ook de manier waarop de verschillende instellingen binnen deze categorie worden ingedeeld verschilt sterk. De OFI-categorie is eigenlijk een allegaartje van alles en nog wat: van beleggingsfondsen, geldmarktfondsen, hedgefondsen, securitisatievehikels tot ‘bijzondere financiële instellingen’ (BFI’s, deze bevatten de activiteiten van multinationals).

Zoals kan worden gezien in figuur 4.1 is de groei van de OFI’s sterker geweest dan die van het bankwezen en de pensioen- en verzekeringssector. Juist ook in recente jaren speelt dit, omdat banken hun balans in omvang (iets) aan het terugbrengen zijn. In een recente studie voor Nederland heeft DNB (Van der Veer, Klaaijsen en Roerink, 2015) het OFI-segment ingeschat op meer dan 5000 miljard euro. In tegenstelling tot veel andere landen is in Nederland de OFI-categorie groter dan het

reguliere bankwezen. Een voorname reden hiervoor is dat veel (niet-financiële) multinationals allerlei geldstromen en intra-groep transacties via Nederland laten lopen.

In het kader van deze studie is relevant welke activiteiten potentiële stabiliteitsrisico's meebrengen. Deze activiteiten worden dan het schaduwbankwezen genoemd, daarbij doelend op instellingen buiten het reguliere bankwezen die bancaire activiteiten ondernemen zoals kredietverstrekking. Definities verschillen echter. Er lijkt overeenstemming te zijn dat van schaduwbancaire activiteiten sprake is als de risico's ervan terug kunnen slaan op het reguliere bankwezen, en hoe dan ook de activiteiten zelf vergelijkbare karakteristieken hebben als die van reguliere banken. Onder die karakteristieken wordt verstaan dat er sprake is van looptijdtransformatie, transformatie van liquiditeit en *leverage* (FSB, 2015). Bij looptijdtransformatie worden schulden met een korte looptijd gebruikt om leningen met lange looptijd te financieren. Liquiditeitstransformatie houdt in dat liquide instrumenten worden gebruikt om illiquide bezittingen te financieren. Gorton en Metrick (2010) hebben benadrukt dat de belangrijkste schaduwbankactiviteiten zijn terug te brengen tot securitisatie, het gebruik van 'repo's' (tegen liquide onderpand kort lenen) en Money Market Mutual Funds (MMMF's, fondsbeleggingen op de kortetermijngeldmarkt). Deze activiteiten kunnen tot bankruchtige problemen leiden en staan bijna altijd in verbinding met het reguliere bankwezen. Meestal creëren ze een extra schakel tussen geldlener en financier, en deze extra schakels zorgen voor complexiteit en afhankelijkheden.²

Het toespitsen van risico's op concrete activiteiten of producten (securitisatie, repos en MMMF's) is riskant, omdat er allerlei andere verschijningsvormen van schaduwbankieren te verzinnen zijn die evenzeer stabiliteitsrisico's kunnen veroorzaken. De dynamiek en mogelijke veranderingen, en de ontwikkelingen daarvan in de toekomst, zijn moeilijk in te schatten. De kans is dus dat met het te zeer focussen op concrete verschijningsvormen belangrijke risico's worden gemist. Dit heeft verschillende partijen ertoe gebracht ordeningscriteria te zoeken. Claessens en Ratnovski (2014) stellen voor schaduwbankieren te verbinden met de mogelijkheid dat uiteindelijk publieke of private achtervang nodig is. De vraag dan is of een instantie moet bijspringen bij problemen: de overheid of juist reguliere banken waar risico's mogelijk op kunnen terugslaan.

Een gerelateerde (poging tot) ordening komt van de Financial Stability Board (FSB, 2015). Hierin wordt getracht aan te geven welke economische functies stabiliteitsrisico's meebrengen, en welke activiteiten die die functies vervullen tot het schaduwsysteem te rekenen. Het is niet gemakkelijk om een dergelijke toespitsing te maken. Tabel 4.1 geeft een overzicht van de verschillende functies in combinatie met spelers en activiteiten waarin deze zich manifesteren.

Tabel 4.1 Economische functies van activiteiten schaduwstelsel

Economic function	Definition	Typical entity types
EF1	Management of collective investment vehicles with features that make them susceptible to runs	Fixed income funds, mixed funds, credit hedge funds, real estate funds
EF2	Loan provision that is dependent on short-term funding	Finance companies, leasing companies, factoring companies, consumer credit companies
EF3	Intermediation of market activities that is dependent on short-term funding or on secured funding of clients assets	Broker-dealers
EF4	Facilitation of credit creation	Credit insurance companies, financial guarantors, monolines
EF5	Securitisation-based credit intermediation and funding of financial entities	Securitisation vehicles

Non-bank financial entity types typically classified into the five economic functions include certain entities that are susceptible to run (EF1), lending dependent on short-term funding (EF2), market intermediation dependent on short-term funding of secured funding of client assets (EF3), facilitating credit creation (EF4), and securitisation-based intermediation (EF5).

Bron: FSB (2015:8)

Uit de tabel blijkt dat de kern is of er sprake is van looptijd- of liquiditeitstransformatie, en daarmee verbonden bankrunachtige problemen. Vaak wijst dit op korte financiering die kan opdrogen en voor problemen kan zorgen. De eerdergenoemde securitisaties en repo's vallen hieronder, alsmede allerlei garanties en vormen van (niet-bancaire) kredietverlening.

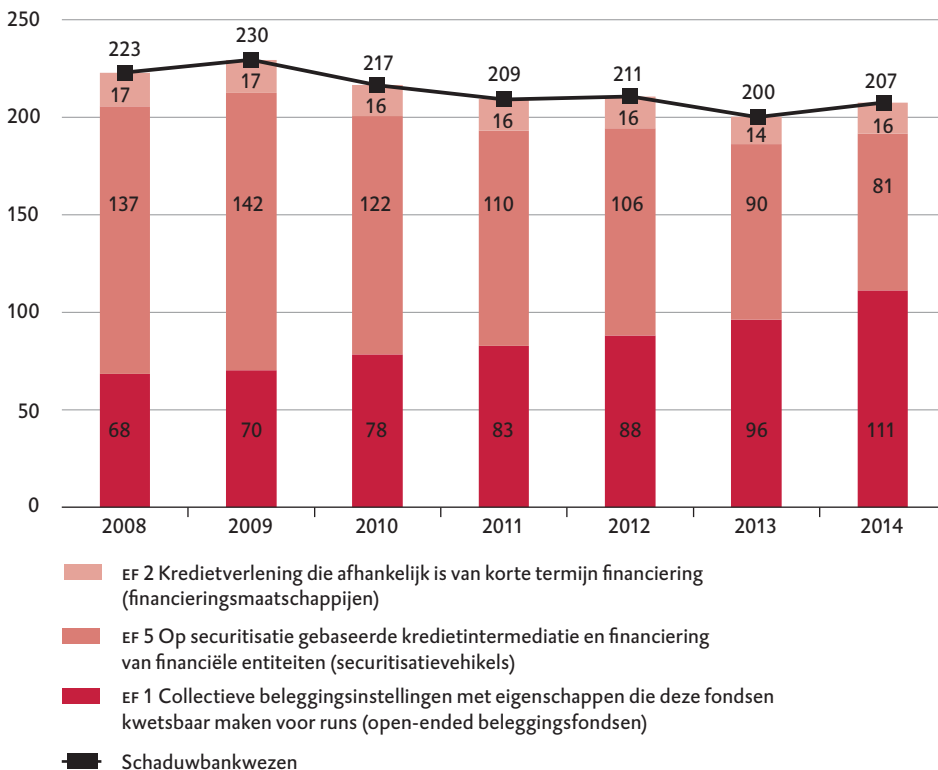
Ter illustratie geven we een paar voorbeelden om duidelijk te maken waarom iets wel of niet in het FSB-raamwerk tot schaduwbankieren wordt gerekend. Iets wat er niet onder valt, zijn de eerdergenoemde geldstromen en groepsfinancieringsactiviteiten van multinationals die voor een aanzienlijk OFI-volume zorgen in Nederland. De risico's die hieraan zijn verbonden, worden geacht terug te slaan op deze (niet-financiële) multinationals zelf en leveren dus geen stabiliteitsrisico op. Hetzelfde geldt voor een gesloten (closed-end) beleggingsfonds. De beleggers hierin kunnen geld verliezen, maar er is in principe geen (direct) effect op de stabiliteit van de financiële sector. Bankrunproblemen zijn er evenmin. In een gesloten fonds zijn de gelden (net als in pensioenfondsen) niet opvraagbaar. Een open-endfonds dat belegt in schuld papier (obligaties), kan mogelijk wel tot het schaduwbankieren horen, omdat bij onrust beleggers wellicht hun geld terug willen hebben (wat bij een open fonds mogelijk is), en dat kan betekenen dat activa in het fonds overhaast moeten worden geliquideerd. Deze vorm van 'fire sales' kunnen tot verliezen leiden die de run op het fonds versterken (dus een soort bankrunprobleem opleveren), en ook andere partijen in de problemen brengen.

In een studie van DNB is recentelijk getracht het FSB-raamwerk te operationaliseren (Van der Veer, Klaaijssen en Roerink, 2015). De DNB-studie spitst schaduwbankieren toe op activiteiten die voldoen aan de volgende drie criteria: zij moeten onderdeel zijn van een keten van kredietintermediatie (bijvoorbeeld het ‘doorverkopen’ van leningen via securitisatie); zij mogen niet onder banken- of vergelijkbaar financieel toezicht staan; én zij dienen activiteiten te ontplooiën met bankachtige risico’s zoals liquiditeit- en looptijdtransformatie, en *leverage*.

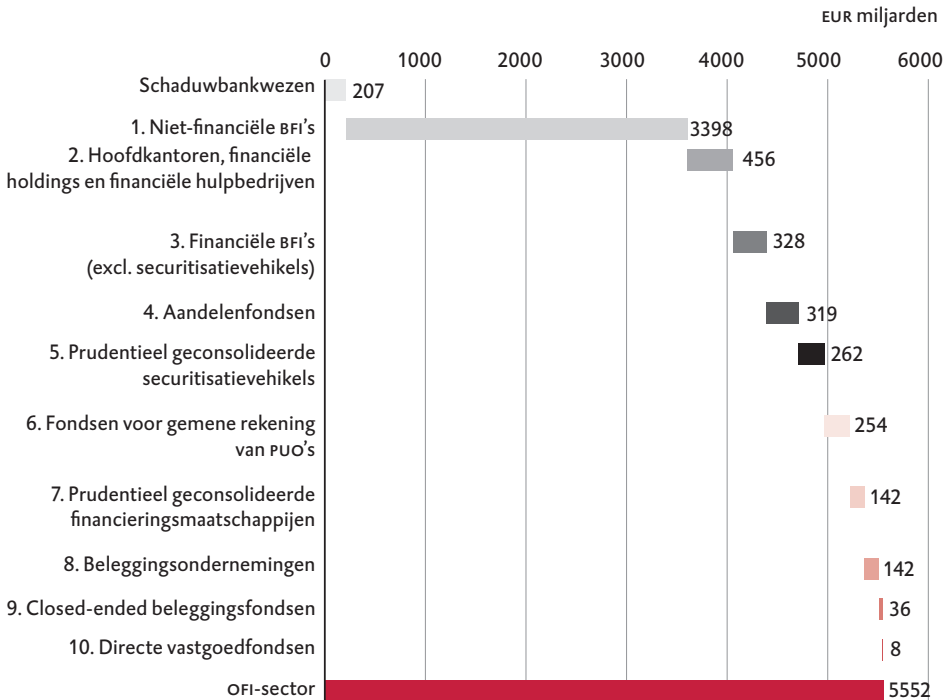
De DNB studie (Van der Veer, Klaaijssen en Roerink, 2015) komt tot een inschatting dat voor Nederland ruim 200 miljard euro aan activiteiten onder deze schaduwbankieren-definitie vallen, uit een totaal aan OFI-activiteiten van meer dan 5000 miljard euro, zie figuren 4.6 en 4.7.

Figuur 4.6 Balansomvang van het Nederlandse schaduwbankwezen per activiteit, 2008-2014 (€ mld)

EUR miljarden, ultimo jaarcijfers



Bron: Van der Veer et al. (2015: 21)

Figuur 4.7 De Nederlandse OFI-sector ultimo 2014 (€ mld)

PUO = pensioenuitvoeringsorganisatie.

Bron: Van der Veer et al. (2015: 54)

Er zijn twee belangrijke opmerkingen te maken bij de – op het oog – beperkte omvang van het schaduwbankieren (althans relatief ten opzichte van de totale OFI-activiteiten in Nederland). Een eerste is dat activiteiten die al onder geconsolideerd banktoezicht vallen hierin niet worden meegenomen. Bijvoorbeeld, de totale waarde van activa in securitisatie-entiteiten in Nederland is ongeveer 344 miljard euro. Echter, daarvan wordt 263 miljard euro meegeconsolideerd in balansen van financiële instellingen. Oftewel, ruim driekwart van de securitisaties in Nederland behoort niet tot het schaduwbankwezen. De risico's hiervan worden dus geacht al volledig te zijn meegenomen in het bancaire toezicht. Een tweede opmerking is dat het label schaduwbankieren op 'slechts' 200 van de 5000 miljard euro aan OFI-activiteiten ons niet in slaap mag sussen over de potentiële risico's die zijn verbonden aan de overige 4800 miljard euro. OFI-activiteiten staan niet los van elkaar, ze worden beïnvloed door ontwikkelingen op de financiële markten en hebben zelf ook invloed op die markten. Er zijn complexe interacties en verwevenheden, die niet makkelijk bloot te leggen zijn, noch goed zijn in te schatten. Dat zorg hierover

gerechtvaardigd is, blijkt ook uit het feit dat in periodes van stress er een grote correlatie is (en dus beperkte diversificatie) tussen allerlei verschillende vermogenscategorieën.

Zoals we in hoofdstuk 5 zullen aangeven, heeft de groei aan financiële activiteiten in het algemeen de kwetsbaarheid van de samenleving voor financiële onevenwichtigheden potentieel vergroot.

De Nederlandse financiële sector is in internationaal vergelijkend en in historisch perspectief groot. Deels heeft dit te maken met de positie van Nederland in de internationale handel. Opvallend is dat deze relatief grote omvang voor alle financiële segmenten geldt.

4.3 **SCHAALVERGROTING, CONCENTRATIE EN HOMOGENITEIT**

De groeiende omvang van Nederlandse financiële sector is gepaard gegaan met schaalvergroting, toenemende concentratie en meer homogeniteit in de sector. Deze processen bespreken we in deze paragraaf. Door een fusie- en overnamegolf leidde de groei van het bankwezen tot de totstandkoming van financiële mega-instellingen. Schaalvergroting deed zich ook voor bij pensioenfondsen en verzekeraars (subparagraaf 4.3.1). Financiële instellingen kregen steeds grotere marktaandeelen, wat tot uitdrukking kwam in een toenemende concentratie, vooral in het bankwezen (subparagraaf 4.3.2). Ten slotte nam door deze ontwikkelingen de diversiteit in het bankwezen af: de sector werd steeds meer gedomineerd door een beperkt aantal financiële instellingen, die sterk op elkaar lijken qua activiteiten en strategie (subparagraaf 4.3.3).

4.3.1 **FUSIES, OVERNAMES EN SCHAALVERGROTING**

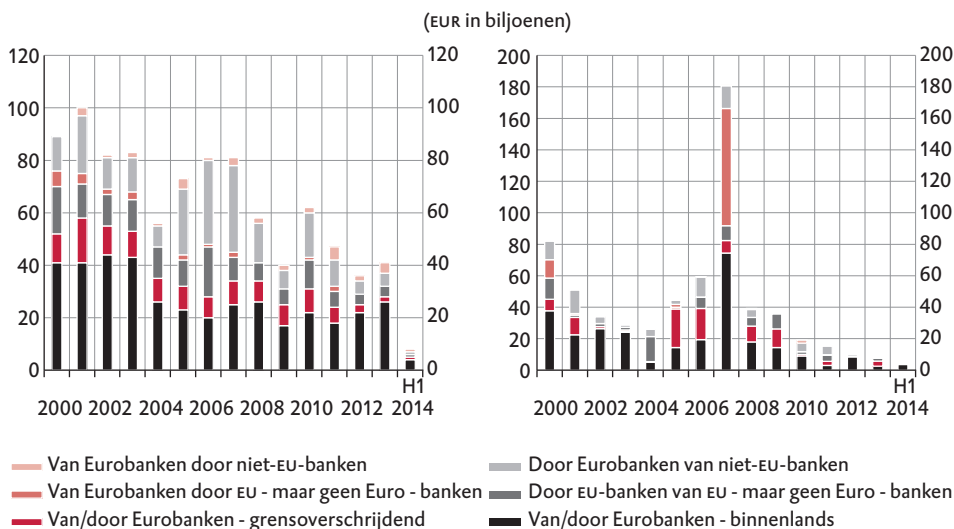
Fusiegolf in Europa en de Verenigde Staten

De financiële sector in Europa en de Verenigde Staten werd vanaf de jaren negentig gekenmerkt door een fusie- en overnamegolf. Er was hierbij sprake van intra-sectorale consolidatie, waarbij banken andere banken overnamen of daarmee fuseerden (Bikker en Wesseling, 2003: 21). Grote banken namen kleine spelers over of fuseerden met gelijkwaardige partners. Commerciële banken integreerden met zakenbanken. Dit laatste was vooral in de Verenigde Staten goed zichtbaar, aangezien daar deze activiteiten al vanaf de jaren dertig uit elkaar waren gehouden (door middel van de *Glass-Steagall Act*). Door de versoepeling (in de jaren tachtig) en uiteindelijke afschaffing van deze regels (in de jaren negentig) namen fusies en overnames een grote vlucht. Daarnaast was in een aantal landen sprake van inter-sectorale integratie, met name in de vorm van fusies tussen banken en verzeke-

raars. Dit laatste wordt ook wel conglomeratievorming genoemd. Bovendien vond vooral vanaf de jaren 2000 grensoverschrijdende integratie plaats, zij het in relatief beperkte mate.

In Europa kenmerkte de fusiegolf zich niet zozeer in termen van het *aantal* fusies, maar vooral in termen van de *omvang* daarvan (Bikker en Wesseling, 2003). Het ging steeds vaker om fusies tussen grote instellingen. De intensiteit hiervan was dusdanig dat de verdubbeling van de omvang van de bancaire sector in de EU geheel neersloeg bij de grootste twintig Europese banken (ESRB ASC, 2014), zoals HSBC, Deutsche Bank en BNP Paribas. Ook in de Verenigde Staten werden megabanken als Citigroup, JP Morgan Chase, Wells Fargo, Goldman Sachs en Bank of America steeds groter en namen zij een substantieel deel van de groei van de bancaire sector voor hun rekening (Baxter, 2012).

Door de grotere diversiteit van het Amerikaanse bankwezen, met vele lokale banken en spaarinstellingen vertaalden de ontwikkelingen in de Verenigde Staten zich niet in alles overheersende ‘nationale kampioenen’. Dat was anders in veel Europese landen. Daar was veelal sprake van een hoge binnenlandse concentratiegraad, die verder werd versterkt met *binnenlandse* en *intra-sectorale* integratie. In Europa kon dus wel gesproken worden over de totstandkoming van ‘nationale kampioenen’, zoals BNP Paribas in Frankrijk, Royal Bank of Scotland Group in het Verenigd Koninkrijk en de Bayerische HypoVereinsbank in Duitsland (Ayadi en Pujals, 2005). Voor Nederland gold dit ook, en gezien de beperktere omvang van ons land impliceerde dat ook een zeer hoge concentratiegraad, die opliep tot boven 80 procent voor de vijf grootste instellingen. Na 2000 – en met name in de periode 2004 tot 2007 – werden grensoverschrijdende fusies en overnames populairder. Veel Europese instellingen deden overnames in de Verenigde Staten, terwijl daar omgekeerd maar beperkt sprake van was (zie figuur 4.8).

Figuur 4.8 Fusies en overnames: aantal (links) en omvang (rechts)

Bron: ECB (2014b:13)

Consolidatieslag onder Nederlandse banken en verzekeraars

Zoals gezegd, vond in de Nederlandse financiële sector een sterke consolidatieslag plaats. De ontwikkelingen waren daarbij in twee opzichten uitzonderlijk. Allereerst vond de Nederlandse consolidatieslag relatief vroeg plaats. Al in de jaren zestig en zeventig was een aantal sterk richtinggevend fusies tot stand gebracht, met als belangrijkste de totstandkoming van ABN (1964), Amro Bank (1964) en Rabobank (1972), zie hoofdstuk 3. Ten tweede was Nederland uitzonderlijk door de conglomeratievorming tussen banken en verzekeraars in de jaren negentig. Deze werd mogelijk gemaakt, doordat het structuurbeleid, dat fusies tussen banken en verzekeraars verbood, in 1990 werd versoepeld. In 1991 kwam door de fusie tussen Postbank en verzekeraar Nationale-Nederlanden ING Groep tot stand. Fortis Bank kwam voort uit VSB, AMEV en het Belgische verzekeringsbedrijf AG Groep,³ terwijl SNS Bank samenging met verzekeringsbedrijf Reaal (Slager, 2004; DNB, 2010). Parallel hieraan fuseerden in 1990 ABN en Amro tot ABN AMRO. Rabobank verwierf Interpolis en nam medio jaren negentig Robeco over. Kortom, er was sprake van een vroeg consolidatieproces met toen een grote populariteit van het 'bank-verzekeraarsmodel'.

De grenzen tussen banktak en verzekeringstak bleven binnen de nieuwe conglomeraten redelijk overeind, mede door eisen van de toezichthouder. De houdbaarheid van het bankverzekeraarsmodel kwam echter zowel in Nederland als internationaal vanaf 2000 ter discussie te staan. Synergien bleken soms moeilijk te realiseren, de complexiteit was groot en ook funding- en diversificatievoordelen bleven in vele gevallen beperkt (Boot, 2003). In Nederland maakten financiële conglome-

raten spoedig daarna plannen om verzekeringstakken weer af te stoten. Dit kreeg onder invloed van de financiële crisis een stevige impuls, doordat de Europese Commissie van de door overheden geholpen financiële instellingen – in het bijzonder ING Groep – eiste dat ze zich zouden opsplitsen (ACM, 2014).

De overname en opsplitsing van ABN AMRO door het consortium van Royal Bank of Scotland, Fortis en Banco Santander in 2007 betekende in beginsel ook een onderbreking van de consolidatieslag. Na de crisis werd het Nederlandse deel van ABN AMRO (alsnog) samengevoegd met het Nederlandse deel van Fortis (samen met een beperkte afsplitsing). Effectief betekende dit alles een verdere consolidatie op de Nederlandse markt. In 2007 waren ‘de grote drie’ (ING, ABN AMRO en Rabobank) alle qua geconsolideerde balansomvang groter dan het Nederlandse bbp. Door de crisis en de opsplitsing is ABN AMRO weliswaar sterk in omvang afgenomen, maar de balanstotalen van ING en Rabobank waren in 2013 beide nog steeds groter dan het Nederlandse bbp (zie tabel 4.2).

Tabel 4.2 Schaalgrootte van de Nederlandse systeembanken

	2001		2007		2013	
	Balanstotaal (x mld €)	Als % bbp	Balanstotaal (x mld €)	Als % bbp	Balanstotaal (x mld €)	Als % bbp
ING Groep	705	166%	994	182%	1.080	184%
ABN AMRO	597	141%	1.025	187%	372	63%
Rabobank	363	85%	570	104%	674	115%

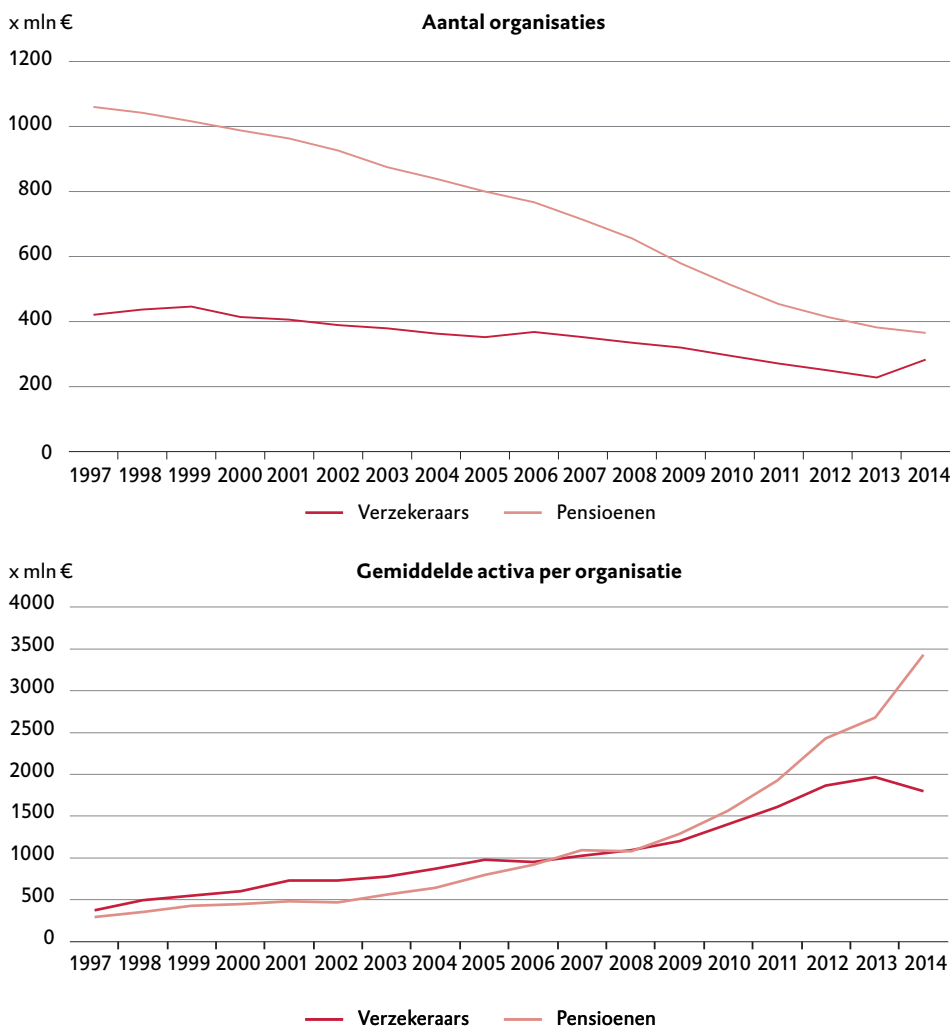
Bronnen: Jaarverslagen banken en CBS

Schaalvergroting bij pensioenfondsen en verzekeraars

In dezelfde periode vond ook in de pensioen- en verzekeringsmarkt een proces van schaalvergroting plaats. Dit proces ging gepaard met een afname van het aantal instellingen. In 2013 waren er in Nederland 382 pensioenfondsen, een forse terugloop ten opzichte van 1997, toen er nog 1060 pensioenfondsen stonden geregistreerd (figuur 4.9). Deze daling bestond vrijwel volledig uit de afname van het aantal ondernemingspensioenfondsen (van 957 naar 292), waarbij met name kleine pensioenfondsen werden opgeheven. De voornaamste oorzaken daarvan waren de vergrote complexiteit van pensioenuitvoering, verhoogde lasten en de wens kosten te drukken door schaalgrootte (PWC, 2007). Daardoor nam het gemiddelde vermogen per pensioenfonds sterk toe (de rechtergrafiek in figuur 4.9), hetgeen duidt op een drastische schaalvergroting.

In de verzekeringssector tekende zich eenzelfde trend af. Het aantal verzekeraars liep flink terug van 421 in 1997 naar 283 in 2014. Zowel het aantal levensverzekeraars als het aantal schadeverzekeraars nam in die periode af, met respectievelijk ruim 60 procent en ruim 50 procent (zie figuur 4.9).

Figuur 4.9 **Schaalvergroting bij pensioenfondsen en verzekeraars (boven: aantal organisaties; onder: gemiddelde omvang activa per organisatie in miljoenen €)**



Bron: DNB-statistieken

4.3.2 MARKTCONCENTRATIE

Door de fusie- en overnamegolf is de financiële sector sterker geconcentreerd geraakt. Een specifieke indicator hiervan is het aandeel van de vijf grootste banken in het totaal aan bankbezittingen in een land. Zoals uit figuur 4.10 blijkt, was er tussen 1997 en 2008 in Nederland een toename van deze concentratie-indicator (van 79% naar 87%), met daarna een terugval naar 84 procent in 2013. Met deze maatstaf is het marktaandeel van de vijf grootste Nederlandse banken in hun thuis-

markt in vergelijking met andere Europese landen groot. Alleen Griekenland, Estland en Litouwen hebben vergelijkbare ratio's (ECB, 2014b). Het gemiddelde voor de EU-27 is ongeveer 45 procent (Schoenmaker, 2011: 14).⁴

Figuur 4.10 Concentratieratio's in Europese landen, 1997-2014 (CR-5 in %)



Bron: Op basis van ECB-statistieken en Inklaar et al. (2011) (CR-5 geeft het marktaandeel van de vijf grootste banken)

Ook andere indicatoren geven aan dat de Nederlandse bankensector sterk geconcentreerd is. Zo is het MKB voor zijn financiering voor meer dan 80 procent afhankelijk van de grote drie – Rabobank, ABN AMRO en ING (DNB, 2015: 17). Op de consumentenmarkt domineren deze banken het betalingsverkeer, de hypotheekverstrekking en deposito's. Binnen de EMU is alleen in Frankrijk het marktaandeel van de grootbanken vergelijkbaar (Van Tilburg, 2012: 10; OESO, 2014: 17; DNB, 2012). Kern is dat er een grote afhankelijkheid is van deze drie banken.⁵ Zij behoren tot de

39 belangrijkste Europese financiële instellingen, waarbij ING (met een balanstotaal ter grootte van 180% van het bbp) tot de 29 systeemrelevante banken wereldwijd wordt gerekend.

Bij Nederlandse pensioenfondsen en verzekeraars is eveneens sprake van een groot marktaandeel van een beperkt aantal spelers, zij het niet van dezelfde orde als in het bankwezen. Blijkens tabel 4.3 beheerden de tien grootste pensioenfondsen in 2013 64 procent van het pensioenvermogen. Vooral het aandeel van ABP en Zorg en Welzijn is opvallend groot. Op de verzekeringsmarkt – als we kijken naar het aandeel van het totaal aan premie-inkomsten – hebben de grootste tien verzekeraars in 2012 samen een marktaandeel van 85 procent.

Tabel 4.3 Concentratie van pensioenfondsen en verzekeraars

Pensioenfondsen 2013	Aandeel in activa	Verzekeringsgroepen 2013	Marktaandeel (bruto geboekte premie)
ABP	29%	Achmea	25%
Zorg en Welzijn	14%	VGZ	14%
Metaal en Techniek	5%	cz Groep	11%
Bouwnijverheid	4%	Menzis	7%
Metalektro	3%	ING	7%
Shell	2%	Aegon	6%
ING	2%	a.s.r.	5%
Rabobank	2%	Delta Lloyd Groep	5%
ABN-AMRO	2%	SNS Reaal	4%
Vervoer	2%	Allinaz	1%
totaal	64%		85%

Bronnen: Op basis van Jaarcijfers 2013-Pensioenfederatie, DNB-statistieken en Verbond van Verzekeraars (2015: 19)

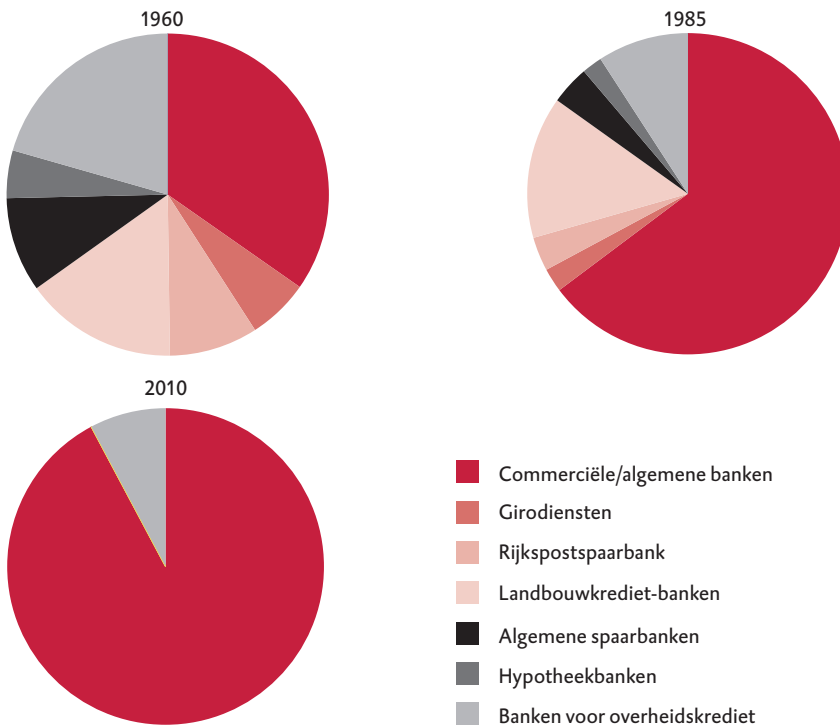
4.3.3 HOMOGENITEIT IN HET BANKWEZEN

Door de hiervoor beschreven ontwikkelingen is de diversiteit in het bankwezen afgenomen: de bancaire sector is in veel landen homogener geworden. In de naoorlogse periode was de bancaire sector vaak nog gesegmenteerd in verschillende ‘compartimenten’, met scheidslijnen tussen algemene banken, spaarbanken en hypotheekbanken. Deze scheidslijnen vervaagden in veel Europese landen. Dit was mede het gevolg van de toenemende concurrentie tussen financiële instellingen (onder meer gestimuleerd door ontwikkelingen op het gebied van automatisering en ICT), wat aanleiding gaf tot fusies en overnames. Het homogeniseringsproces werd voorts gefaciliteerd door beleidshervormingen. Nieuwe Europese regelgeving stond toe dat banken de meer traditionele functies (zoals leningen verstrekken en deposito’s aanbieden) ging combineren met veel andere financiële activiteiten (OESO, 1992; Klein, 1995).

In Nederland is de diversiteit in het bankwezen in de afgelopen decennia eveneens afgenomen (zie figuur 4.11). In de jaren zestig kende Nederland nog een systeem van lokaal gewortelde banken, zoals Duitsland dat nog altijd heeft. Door fusies en schaalvergroting zijn deze bindingen minder geworden. Vanaf de jaren tachtig gingen hypotheekbanken en spaarbanken gaandeweg op in de grote financiële conglomeraten. Het gevolg is geweest dat het bankwezen wordt gekarakteriseerd door instellingen die in veel opzichten sterk op elkaar lijken. Dit geldt met name voor de grote banken, die qua activiteiten en strategieën grote gelijkenissen vertonen.

Figuur 4.11 Structuur van het Nederlandse bankwezen, 1960-2010

Percentages van de totale geaggregeerde balans



Bron: DNB (2015: 21)

De afgelopen decennia is in de Nederlandse financiële sector sprake geweest van een uitzonderlijke mate van schaalvergroting en concentratie. Kleinschalige en lokaal gewortelde financiële instellingen zijn verdwenen, de diversiteit onder bankinstellingen is afgenomen, en grote financiële instellingen hebben hoge marktaandelen gekregen. De bancaire sector wordt nu al jaren gedomineerd door een beperkt aantal grote instellingen, die qua strategie en activiteiten veel op elkaar lijken.

4.4 VERANDERENDE ACTIVITEITEN EN FINANCIËLE INNOVATIE

De derde kernontwikkeling betreft de activiteiten die financiële instellingen ontplooiën en de manier waarop zij deze activiteiten financieren. In de afgelopen decennia hebben zich daarbij ingrijpende veranderingen voorgedaan, langs een viertal wegen, die in deze paragraaf achtereenvolgens ter sprake komen. In veel landen gingen banken hun activiteiten meer en meer richten op kapitaalmarktbankieren, ook wel bekend als zakenbankieren (subparagraaf 4.4.1). Een van de nieuwe activiteiten van het bankwezen was securitisatie, ofwel het doorverkopen van pakketten verpakte hypotheekleningen aan andere financiële instellingen, waardoor banken hechter verweven raakten met financiële markten. De omvang van de bankbalansen groeide vaak harder dan de deposito's om die te financieren, waardoor banken voor hun financiering meer en meer afhankelijk werden van financiële markten (subparagraaf 4.4.2). Deze afhankelijkheid en vervlechting bleef niet beperkt tot het bankwezen, ook pensioenfondsen en verzekeraars raakten nauwer verbonden met (internationale) financiële markten (subparagraaf 4.4.3). De vierde ontwikkeling was de opkomst van handel in financiële derivaten, die verder bijdroeg aan de steeds hechtere intra-sectorale vervlechtingen (subparagraaf 4.4.4).

4.4.1 VERANDERING IN ACTIVITEITEN VAN BANKEN

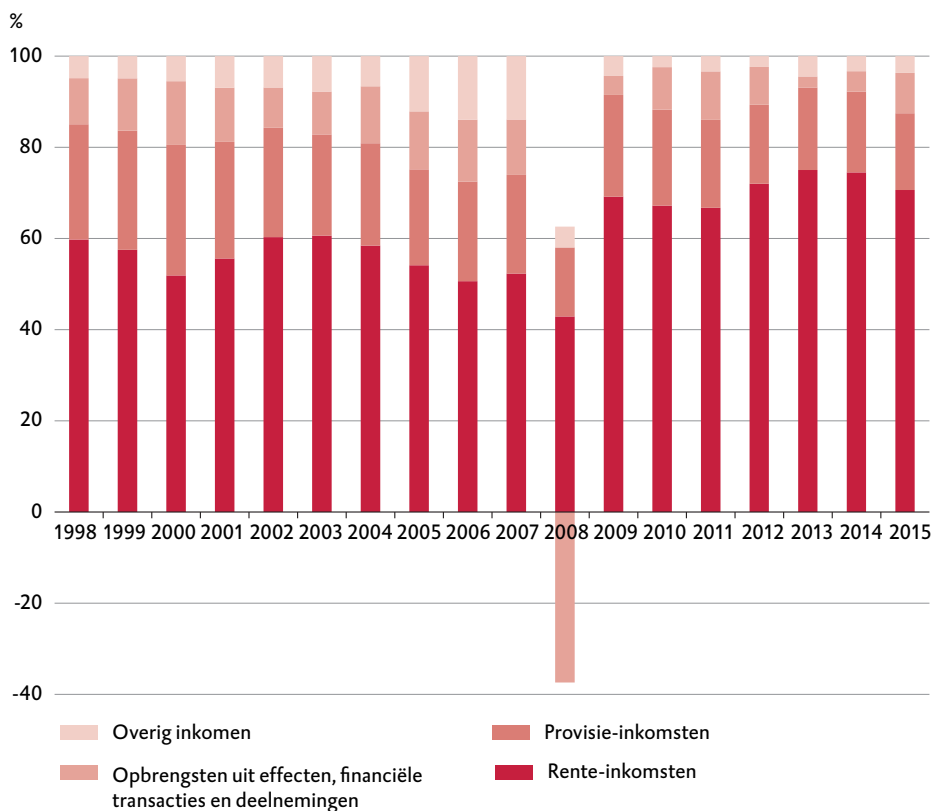
Wat betreft bancaire activiteiten kan een ruw onderscheid worden gemaakt tussen *traditioneel* bankieren en *kapitaalmarkt*-bankieren of zakenbankieren (Blundell-Wignall, 2011). Traditioneel bankieren heeft betrekking op het verstrekken van leningen aan bedrijven en huishoudens. Bij kapitaalmarktbankieren gaat het om een brede waaier van activiteiten, zoals dealeractiviteiten, market making, handel in effecten (waaronder staatsobligaties), verstrekking van interbancaire leningen, emissies, facilitering van de beursgang van bedrijven en het verstrekken van adviezen. Veel *grote* banken hebben in de afgelopen decennia het zwaartepunt verlegd van het traditionele bankieren naar kapitaalmarktbankieren (Liikanen, 2012).⁶

Niet-rentebaten

Bij kapitaalmarktbankieren wordt een groter deel van de inkomsten behaald uit zogenoemde 'niet-rentebaten', zoals provisies. Volgens Albert en Alexandre (2012) nam het aandeel daarvan in het totaal aan baten voor Europese banken toe van gemiddeld ongeveer 20 procent in 1988 tot gemiddeld 47 procent in 2006, waarna de financiële crisis een klap toebracht aan deze nieuwe inkomstenbronnen (zie ook ESRB ASC, 2014). In Nederland heeft een vergelijkbare ontwikkeling plaatsgevonden. Het aandeel niet-rentebaten in het totaal nam toe van ongeveer 30 procent begin jaren negentig tot 50 procent in het begin van de jaren 2000 (DNB, 2014a). Zoals figuur 4.12 laat zien, handhaafde zich die ontwikkeling in de jaren daarna tot aan de crisis. Het grotere belang van niet-rentebaten in aanloop naar de crisis hing uiteraard samen met het feit dat banken zich meer gingen richten op kapitaalmarktactiviteiten, zoals handel in financiële instrumenten. De handelsportfolio

van de grote banken besloeg ten tijde van de financiële crisis ongeveer een derde van de totale balans (DNB, 2015: 13-15). Sinds de crisis neemt het belang van rente-inkomsten weer toe, ten koste van niet-rentebaten anders dan provisies.

Figuur 4.12 **Inkomstenbronnen van Nederlandse banken, 1998-2015**



Bron: DNB-statistieken

Van bedrijfsleningen naar hypothecaire leningen

Daarnaast hebben veel banken *binnen* het traditionele bankbedrijf het gewicht verschoven van bedrijfsleningen naar hypothecaire leningen. Dit is een ontwikkeling die zich zowel in de Verenigde Staten als in veel Europese landen voordeed (Schularick, 2011). Voor Nederland gold dit zeer sterk.

In figuur 4.13 zien we hoe het relatieve belang van verschillende type leningen in het Nederlandse bankwezen is verschoven. De grootste veranderingen vonden plaats bij bedrijfsleningen en hypotheekleningen. Het aandeel bedrijfskredieten daalde vanaf begin jaren negentig sterk: van rond 45 procent toen naar ongeveer 30 procent in 2013. Bij de leningen aan huishoudens was die beweging precies

tegenovergesteld. Bovendien was sprake van een sterke stijging van leningen aan andere financiële instellingen, ten koste van overige leningen aan huishoudens en publieke instellingen. Onder invloed van al deze bewegingen zag de verdeling van de door banken verstrekte kredieten er in 2013 als volgt uit: de helft van de leningen stond uit bij huishoudens, 30 procent bij bedrijven en 20 procent bij andere financiële instellingen. Uit dit alles kan echter niet de conclusie worden getrokken dat banken in *absolute* zin minder gingen lenen aan bedrijven: zoals eerder is aangestipt (zie figuur 4.3) groeide de totale omvang van de uitstaande bancaire kredieten tussen 1990 en 2011 van 80 naar 200 procent van het bbp.

Securitisatie van leningen

Het securitiseren van leningen (vooral hypotheekleningen) is een van de manieren waarop banken verder verstrengeld raken met financiële markten. Met deze activiteit halen banken verstrekte leningen van hun balans en kunnen ze doorverkocht worden – als beleggingspapier ('securities') – aan partijen in de financiële markt (zie tekstbox 4.1). Een effect hiervan is dat hierdoor de verwevenheid binnen de financiële sector groter wordt: men koopt elkaars beleggingspapier (Blundell-Wignall, 2011) en vaak is sprake van herfinancieringsgaranties (liquiditeitsgaranties).

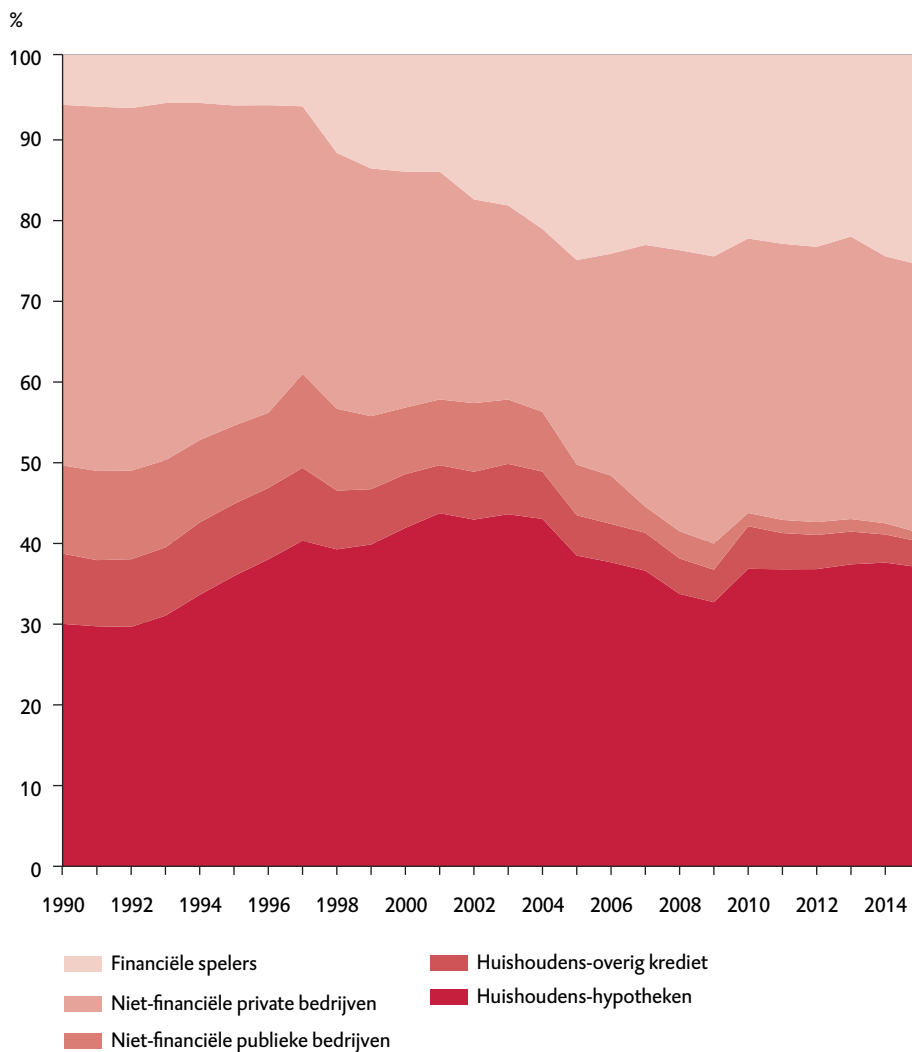
Tekstbox 4.1 Hoe werkt securitisatie?

Bij securitisatie brengen banken (of andere kredietverstrekkers) leningen onder in een aparte juridische entiteit (een zogenoemde *Special Purpose Vehicle*, spv), die deze overdracht financiert door de uitgifte van *Asset Backed Securities* (ABS's). De kopers van deze obligaties hebben recht op de kasstromen die voortkomen uit de leningen (bijvoorbeeld rentebetalingen op hypotheeken). Obligaties krijgen verschillende 'risicobeoordelingen' (*ratings*), aangezien ze in prioriteit worden gedifferentieerd ('tranches'). Zo worden ABS's uitgegeven met hoge ratings (die een lage coupon kennen, maar relatief veilig zijn omdat ze als laatste aan de beurt zijn om verliezen op te vangen) en lagere ratings (die een hogere coupon kennen maar als eerste aan de beurt zijn om verliezen op te vangen).

In aanloop naar de crisis groeide de securitisatiemarkt sterk. De markt werd gedomineerd door Amerikaanse ABS's, maar ook in Europa werd het securitiseren meer gangbaar, met name in het Verenigd Koninkrijk, Nederland, Spanje en Italië (ECB en BoE, 2014). De primaire kredietcategorie was hypotheeken. De populariteit van ABS's moedigde ook nieuwe kredietverstrekking aan en banken konden door het van de balans halen van leningen ook weer nieuwe leningen verstrekken. De onderliggende leningen werden daarmee niet zelden van lagere kwaliteit, zie met name de subprimehypotheeken in de Verenigde Staten. De producten zelf werden bovendien steeds gecompliceerder: bedrijven begonnen ook ABS's te bundelen en opnieuw op te knippen en door te verkopen (zogenoemde *Collateralized Debt*

Obligations, CDO's), en zelfs die producten konden weer opnieuw verpakt, opgeknipt en doorverkocht worden, steeds met als achterliggend doel om daarmee de gemiddelde kredietbeoordeling – en dus de waardering – omhoog te krijgen.

Figuur 4.13 Kredietcategorieën van het Nederlandse bankwezen, 1990-2015



Bron: DNB-statistieken (binnenlands bankbedrijf)

In Nederland breidde de securitisatiemarkt in Europees vergelijkend perspectief zich snel uit. Sinds de eerste securitisatie in 1996 steeg de totale omvang van activa in securitisatie-entiteiten in Nederland naar ongeveer 344 miljard euro. Echter, driekwart hiervan is nooit aan derdenbeleggers verkocht, maar staat op de balans

van de originerende financiële instellingen. Dus hoewel Nederlandse SPV's naar schatting maar liefst 20 procent van alle Europese securitisaties voor hun rekening nemen, is de feitelijke bijdrage aan wat in de markt is verkocht veel beperkter.

Door securitisatie werd de bancaire kredietverleningsmarkt feitelijk gekoppeld aan obligatiemarkten. Hierdoor zouden risico's verspreid kunnen worden over het financiële systeem, waardoor dit als geheel stabiel zou worden. Desalniettemin bleven veel van de risico's alsnog kleven aan het bankwezen. Want naast het zelf aanhouden van gesecuritiseerde leningen kochten banken deze producten ook van collega-instellingen (Fligstein en Habinek, 2014). Bovendien hadden veel banken impliciete of expliciete garanties gegeven aan de door hen opgezette SPV's, zodat de problemen bij deze entiteiten ook problemen voor banken betekenden.

4.4.2 ANDERE FINANCIERINGSCONSTRUCTIES VAN BANKEN

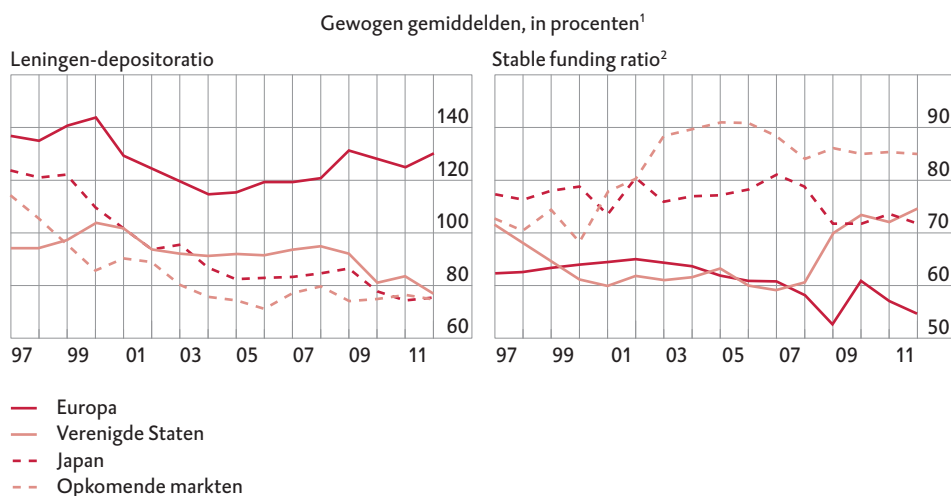
De wijze waarop banken alle hiervoor genoemde nieuwe activiteiten financierden, veranderde sterk. Banken gingen hun activiteiten steeds meer financieren door middel van interbancaire leningen en leningen op de geld- en kapitaalmarkten (wholesale-financiering). Een belangrijke ontwikkeling daarachter was het zogeheten depositofinancieringsgat – de groeiende kloof tussen wat banken aan spaargeld binnenkregen en wat ze aan hypotheek en kredieten uitzetten – dat zich in ons land vanaf midden jaren negentig begon af te tekenen. Ook leek *wholesale financing* een relatief goedkope bron van vermogen. Daarnaast was sprake van een sterke groei van interbancaire schulden en uitzettingen, die op zijn beurt mede er de oorzaak van was dat bankbalansen zo sterk groeiden. Daarbij werden nieuwe financieringsinstrumenten ontwikkeld, zoals *repurchase agreements* (repo's, leningen met een korte looptijd verstrekt op basis van een onderpand) en *covered bonds* (obligaties met voorkeursrecht op specifieke bancaire activa). Beide vormen van financiering op basis van onderpand (*collateralized*) gaven een voorkeursrecht op activa die het onderpand vormden aan een specifieke groep financiers. Aangezien deze activa van de hoogste en meest liquide vorm waren, verslechterde dit de financieringsmogelijkheden van de rest van de balans. De 'beste' zekerheden waren immers vergeven. Dit wordt *asset encumbrance* genoemd en kan gezien de populariteit van repo's en covered bonds stabiliteitsrisico's met zich meebrengen (DNB, 2016a).

Hoge leningen-depositoratio's

In figuur 4.14 laat het linkerplaatje de verhouding zien tussen leningen en deposito's. Deze leningen-depositoratio geeft aan in welke mate de uitstaande leningen van banken worden gedekt door spaargelden. Hieruit blijkt dat in Europa al aan het eind van de jaren negentig de omvang van de uitstaande leningen de omvang van deposito's ruimschoots overtrof (ratio hoger dan 100%), en dat dit sindsdien nauwelijks is veranderd. Dat gegeven zou op zich niet problematisch hoeven te zijn, mits de tekortschietende deposito's zouden worden aangevuld met een sta-

biele lange financiering uit financiële markten. Het rechterplaatje in dezelfde figuur wijst echter op het tegendeel: het aandeel van stabiele (lange) financieringsbronnen in het totaal van de financiering van Europese banken is in vergelijking met andere regio's vrij laag.

Figuur 4.14 Leningen-depositoratio's en de samenstelling van de financiering, 1997-2011

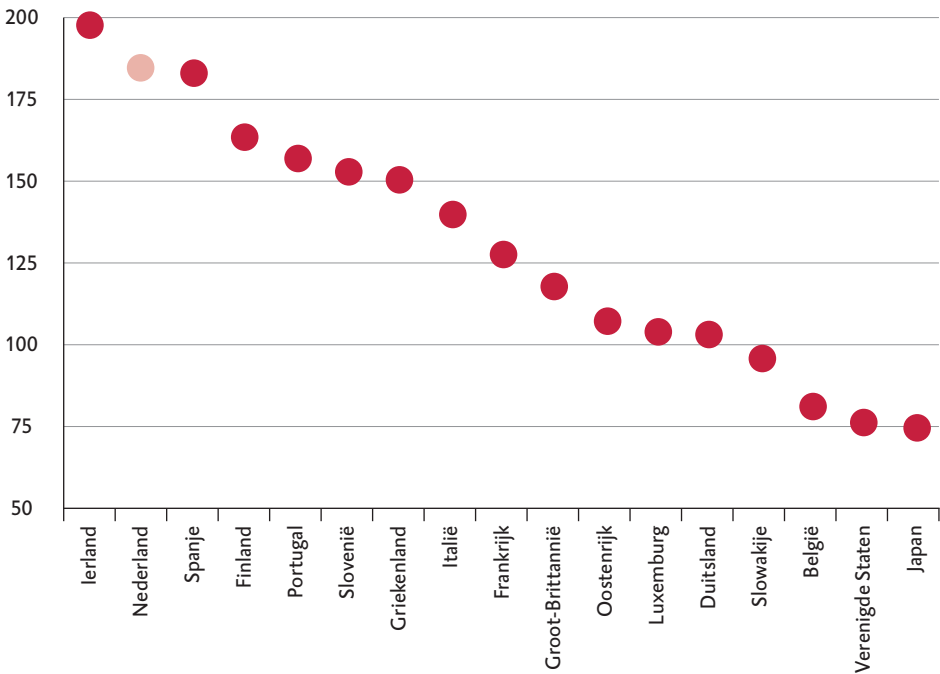


¹ Gewichten zijn gebaseerd op de financiering van de langetermijn financieringsbronnen van banken.

² Deposito's plus langetermijn financiering, als een percentage van de totale financiering.

Bron: BIS (2012: 71)

Als onderdeel van het Europese patroon zijn ook Nederlandse banken sterk afhankelijk van wholesale-financiering (CPB, 2013: 4). De groei van de depositobasis heeft namelijk geen gelijke tred gehouden met de groei van de bancaire activa (Jansen et al., 2013). Zoals uit figuur 4.15 blijkt, heeft Nederland in internationaal vergelijkend verband een hoge leningen-depositoratio (ca. 180%). Nederlandse banken zijn voor de financiering van hun leningen dus sterk afhankelijk van andere vormen van financiering. Het Nederlandse bankwezen is hierdoor sterk afhankelijk van internationale financiële markten. Ook het feit dat om en nabij 45 procent van de externe schuld kortlopend is (tot een jaar), draagt bij aan gevoeligheid voor de dynamiek van deze markten (Jansen et al., 2013; OESO, 2014: 7).

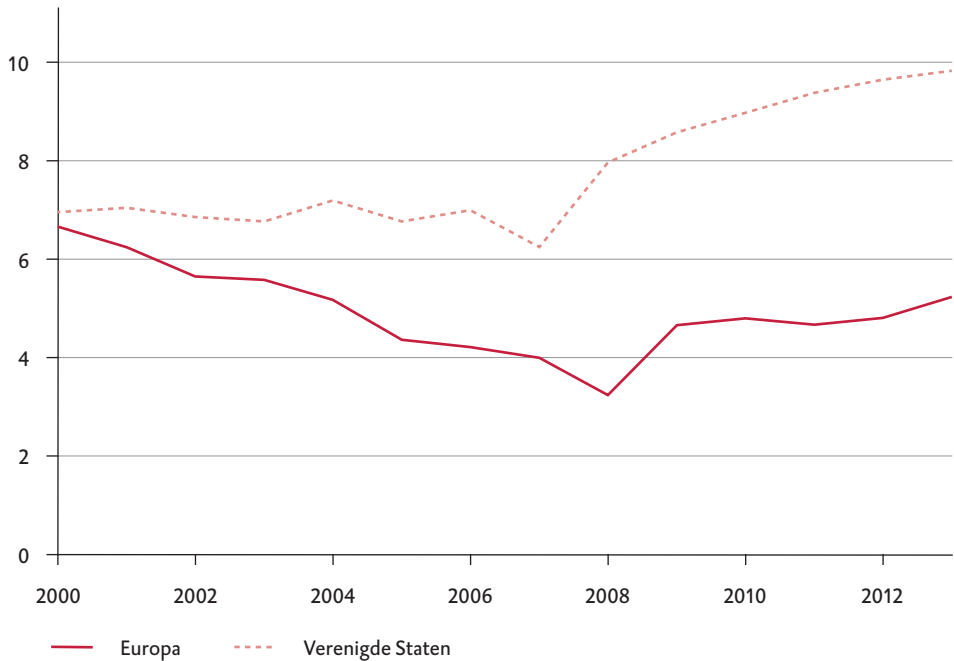
Figuur 4.15 Leningen-depositoratio in westerse landen, 2012

Bron: Jansen et al. (2013)

Lage leverage ratio's

Het relatieve belang van het eigen vermogen van de banken om activiteiten te financieren nam in de jaren voorafgaand aan de crisis sterk af. De *leverage ratio* – het aandeel eigen vermogen ten opzichte van het totaal aan bezittingen – daalde voor de grote Europese banken van ongeveer 6 procent aan het eind van de jaren negentig tot ongeveer 3 procent ten tijde van de financiële crisis. Na de crisis was weer sprake van een opwaartse trend richting 5 procent (ESRB ASC, 2014). Europa stak hiermee overigens negatief af ten opzichte van de Verenigde Staten, waar de leverage ratio in de pre-crisisjaren constant rond 7 procent bleef (figuur 4.16). Een belangrijke uitzondering hierop vormden enkele investeringsbanken (denk aan Lehman Brothers) en commerciële banken, waarvan Citigroup misschien wel het zwartste schaap was.

In het Nederlandse bankwezen daalde de gemiddelde leverage ratio van een vergelijkenderwijs reeds lage 4 procent eind jaren negentig naar iets meer dan 3 procent in 2006. Ook in ons land is sinds de crisis sprake geweest van een licht opwaartse trend. Nederlandse instellingen behoren echter internationaal nog steeds tot de banken met relatief lage leverage ratio's (OESO, 2014: 8).

Figuur 4.16 Leverage ratio's van grootste Europese en Amerikaanse banken⁷

Toelichting: De grafiek toont de gemiddelde hoogte van het eigen vermogen als percentage van het balanstotaal van de zes grootste Amerikaanse banken en die van de zes grootste Europese banken.

Bron: Greenbaum, Thakor en Boot (2016: 33), gebaseerd op Bankscope-data

4.4.3 ANDERE BELEGGINGSMIX VAN PENSIOENFONDSEN EN VERZEKERAARS

Voor Europese verzekeraars en pensioenfondsen is de trend de afgelopen decennia geweest: weg van onderhandse leningen naar verhandelbare effecten (aandelen en obligaties). Zo'n 80 procent van de bezittingen van deze instellingen bestaat inmiddels uit aandelen en staats- en bedrijfsobligaties. Pensioenfondsen zijn in het algemeen meer georiënteerd op aandelen, terwijl verzekeraars meer gericht zijn op obligaties (Çelik en Isakson, 2014).

In Nederland heeft eenzelfde verschuiving plaatsgevonden. Daar waar pensioenfondsen vroeger in belangrijke mate via de onderhandse kapitaalmarkt leningen verstrekten aan bedrijven en overheden en door de wetgever zelfs lange tijd werden verplicht om zich daartoe in belangrijke mate te beperken, verlegden zij vanaf de jaren negentig hun focus naar de effectenmarkten, met een voorkeur voor aandelen. Nederlandse verzekeraars en pensioenfondsen verschoven, in lijn met de internationale trends, hun aandacht van onderhandse leningen naar verhandelbare effecten (staats- en bedrijfsobligaties) en in mindere mate naar aandelen (Lenior,

1999; DNB, 2009). Deze veranderingen zijn niet evident goed of slecht geweest; waar het ons om gaat, is dat door deze ontwikkelingen pensioenfondsen en verzekeraars meer bloot zijn komen te staan aan de dynamiek van financiële markten.

4.4.4 TOENAME VAN DERIVATENHANDEL

Een laatste belangrijke verandering in de aard van financiële markten is de sterke groei in de uitgifte van en handel in financiële derivaten geweest. Derivaten zijn producten die hun waarde ontleen aan een afgeleid financieel product, financiële indicator of een niet-financieel product. Het zijn producten die marktspelers in staat stellen om risico's te beheren, maar ook om te speculeren. Een voorbeeld kan de werking van derivaten verduidelijken. Een instelling die een lening heeft afgesloten met een variabele rente, kan zich bijvoorbeeld indekken tegen de risico's van veranderende rentes door een *renteswap* aan te gaan. De koper van de renteswap ruilt dan de variabele rente om voor een vaste rente; de verkoper neemt het renterisico op zich en krijgt daarvoor een vergoeding van de koper van de swap. Een ander voorbeeld is de *Credit Default Swap* (CDS). De koper van een dergelijk derivaat beschermt zich hiermee tegen een mogelijke wanbetaling van een debiteur.

Er zijn grofweg twee methoden om de omvang van de derivatenmarkt in kaart te brengen: (1) de nominalewaardemethode en (2) de marktwaardemethode. Bij de eerste methode wordt gekeken naar de waarde van producten waarover een derivaatcontract is gesloten. Op basis van die methode groeide in de periode tussen 1998 en 2008 de omvang van uitstaande derivaatcontracten van 68 biljoen naar 557 biljoen euro (Deutsche Börse Group, 2009). Daarmee was de omvang van deze markt ongeveer negenmaal het mondiale bbp en vijfmaal groter dan de totale omvang van de aandelenmarkt en de obligatiemarkt (ibid.). Direct na de crisis slonk de omvang van de markt, waarna deze zich stabiliseerde rond 520 biljoen euro. Hoewel interessant, heeft deze berekening zijn beperkingen. Het maximaal te lopen risico is altijd veel kleiner dan de waarde van de onderliggende effecten. Bij de tweede methode wordt gekeken naar de 'netto' waarde van de contracten zelf; op zichzelf is dit zinnvoller. Hierbij worden onder meer overlappende posities tegen elkaar weggestreept. Dan komen we op een cijfer van ongeveer 14 biljoen euro eind 2013 (BIS, 2014a:3), een fractie van de omvang zoals berekend met de andere methode. Deze methode om de omvang in kaart te brengen is echter ook niet zonder problemen. Zo stelt Blundell-Wignall (2011) dat de marktwaardemethode ervan uitgaat dat alle posities netjes tegen elkaar weg te strepen zijn, wat vooral in situaties van grote onzekerheid en financiële dynamiek verre van vanzelfsprekend is.

Credit Default Swaps

Het gros van de derivatencontracten wordt onderhands (*Over The Counter*; OTC) verkocht: zo'n 90 procent van alle derivatencontracten wordt niet op een beurs verhandeld. De grootste categorieën hierbinnen zijn renteswaps (49%), CDS's (17%) en wisselkoersderivaten (12%) (ECB, 2009: 16). In aanloop naar de crisis groeide vooral de omvang van de markt voor CDS's. Een CDS biedt bescherming tegen het kredietrisico op de onderliggende activa (bijvoorbeeld bedrijfsleningen, consumentenleningen of securitisaties). De koper van de CDS betaalt een periodieke premie aan de verkoper. In ruil hiervoor neemt de verkoper de activa over van de koper (dan wel compenseert hij de verliezen) in het geval er een specifieke gebeurtenis plaatsvindt, bijvoorbeeld wanbetaling op de onderliggende activa. In dat opzicht kunnen CDS's gezien worden als verzekeringsproduct. Een belangrijk verschil met traditionele verzekeringsproducten is echter dat de koper van een CDS niet per se de onderliggende portefeuille in bezit hoeft te hebben (zogenoemde *naked CDS contracts*). In dat laatste geval fungeert de CDS als een speculatie-instrument (DNB, 2010: 75-76). Het overgrote deel van CDS-contracten die in aanloop naar de crisis werden uitgegeven waren *naked CDS contracts* (Xinzi, 2013).

Toenemende verwevenheden en risico's

Hoewel derivaten door het niet-financiële bedrijfsleven worden gebruikt om zich in te dekken tegen bijvoorbeeld wisselkoersrisico's, zijn op derivatenmarkten hoofdzakelijk financiële spelers actief. Ongeveer 80 procent van de derivaatcontracten wordt verhandeld tussen financiële instellingen (Liikanen, 2012). De sterke opkomst van derivatenmarkten zorgt daardoor voor toenemende verwevenheden in het financiële systeem (Girardi, Lewis en Getmansky, 2014). Doordat de meeste derivaatcontracten buiten de beurs om worden verhandeld, is het moeilijk in kaart te brengen op welke manier verschillende spelers via derivaten met elkaar verbonden zijn. Wel is door de crisis duidelijk geworden dat een klein aantal cruciale spelers zeer grote posities had genomen in de derivatenmarkt, zoals bijvoorbeeld het Amerikaanse verzekeringsbedrijf AIG (Girardi, Lewis en Getmansky, 2014). Risico's concentreerden zich bij een beperkt aantal partijen, die veelal niet of in mindere mate onder toezicht stonden (DNB, 2010: 81).

De transformatie van de financiële sector heeft ervoor gezorgd dat er steeds complexere verbindingen zijn ontstaan binnen het financiële systeem. De veranderende activiteiten van banken hebben hierbij een belangrijke rol gespeeld. Banken zijn meer verbonden geraakt met financiële markten. Tegelijk zorgen aan de banken gelieerde vennootschappen (SPV's) via securitisaties voor doorverkoop van die hypotheekleningen aan andere financiële instellingen. De sterke groei van de handel in derivaten heeft er ook voor gezorgd dat financiële instellingen nauwer met elkaar verweven zijn. Het gros van derivatenhandel vindt binnen de sector plaats, maar doordat veel handel onderhands gebeurt, is het moeilijk in te schatten hoe de financiële risico's precies zijn belegd. Voor de financiering van hun activiteiten zijn banken afhankelijker geworden van marktfinanciering – wholesale interbancaire financiering, onder meer repo's en covered bonds. Daarnaast zijn pensioenfondsen en verzeke-

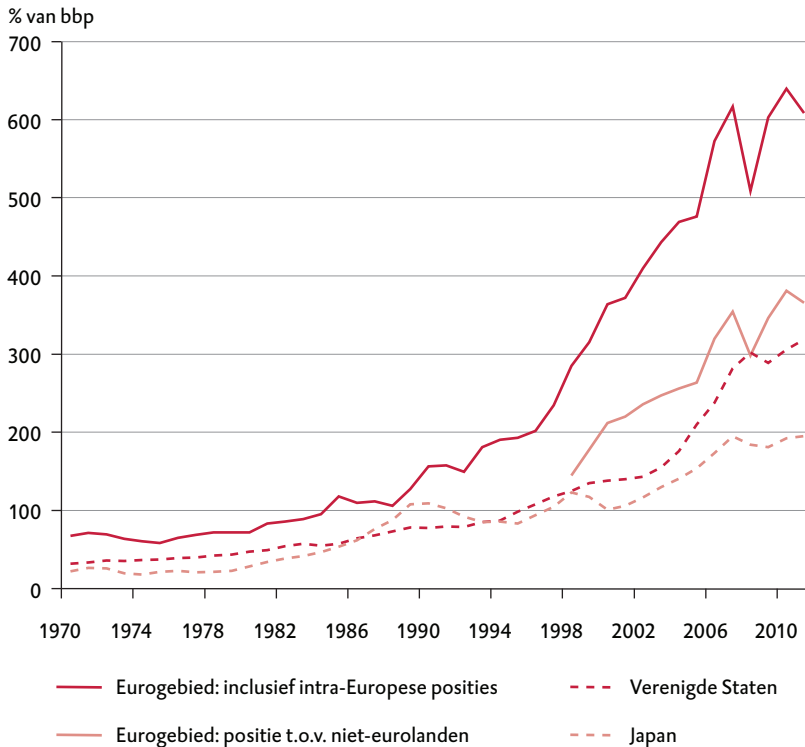
ringsbedrijven zich ook meer gaan richten op financiële markten, met name doordat verhandelbare effecten een groter aandeel in hun beleggingsmix hebben.

4.5 FINANCIËLE GLOBALISERING

Een vierde kernontwikkeling is de mondialisering van het financiële systeem geweest. De financiële globalisering werd in belangrijke mate gefaciliteerd door technologische innovaties, met name ontwikkelingen in ICT. Cruciaal waren ook de beleidshervormingen vanaf de jaren tachtig, die belemmeringen voor de internationale oriëntatie van financiële stromen en spelers voor een belangrijk deel wegnamen. De restricties op grensoverschrijdende kapitaalstromen werden ontmanteld en het vestigingsbeleid voor financiële instellingen werd versoepeld (Helleiner, 1995; Porter, 2005; Dicken, 2007). Dit alles droeg bij aan een explosieve toename van het grensoverschrijdend financieel verkeer (subparagraaf 4.5.1). De internationalisering van het bankwezen was hiervan een belangrijke component (subparagraaf 4.5.2), maar ook pensioenfondsen, verzekeraars en andere beleggers mikten in hun beleggingsstrategieën steeds meer op het buitenland (subparagraaf 4.5.3).

4.5.1 GRENSOVERSCHRIJDEND FINANCIEEL VERKEER

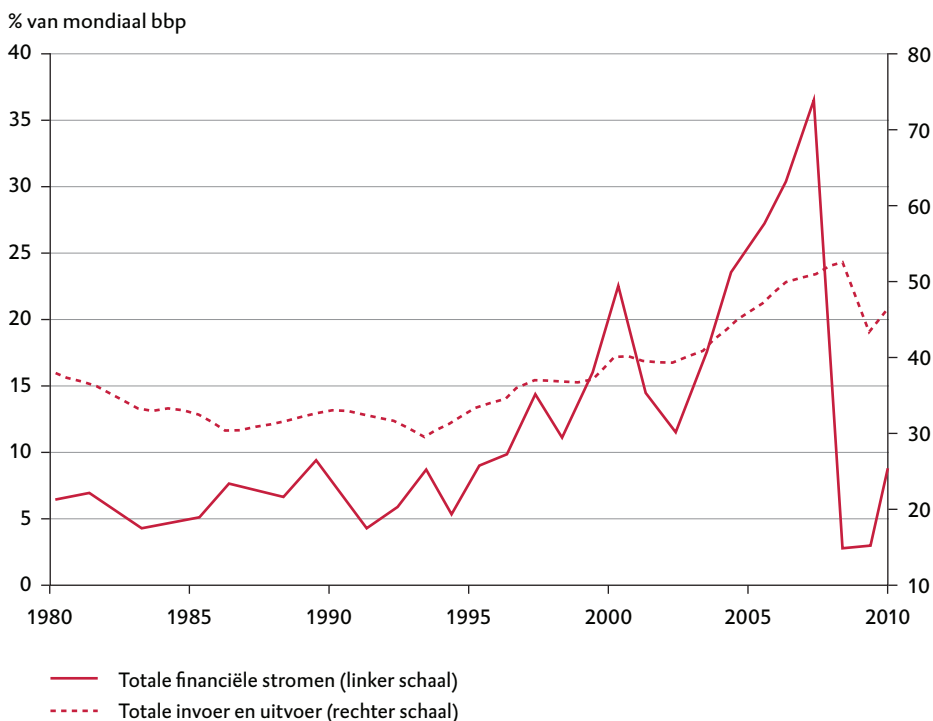
De voortgang van het proces van financiële globalisering op langere termijn blijkt uit de som van activa en passiva in het buitenland (van alle bedrijven en ingezetenen), uitgedrukt als percentage van het bbp (Lane en Milesi-Ferretti, 2007). Figuur 4.17 toont dit kengetal voor de Verenigde Staten, Japan en de latere eurolanden sinds 1970. Bij de eurolanden is een onderverdeling gemaakt in posities ten opzichte van niet-eurolanden en posities ten opzichte van eurolanden.

Figuur 4.17 Som van buitenlandse activa en passiva, 1970-2011 (% van bbp)

Bron: dataset (<http://www.philiplane.org/EWN.html>) geconstrueerd door Lane en Milesi-Ferretti (2007)

De financiële mondialisering blijkt ook uit gegevens over internationale kapitaaltransacties. Zoals in figuur 4.18 te zien is, stegen internationale kapitaaltransacties (linkeras) in de aanloop naar de crisis explosief: tussen 1995 en 2007 van ongeveer 7 procent van het mondiale bbp naar circa 35 procent. Daarmee stegen ze harder dan internationale handelsstromen (rechteras), al lagen die wel consequent op een hoger niveau. De financiële crisis leidde echter tot een sterke terugslag in internationale kapitaalstromen (ECB, 2012).

Figuur 4.18 Mondiale financiële transacties en handelstransacties, 1980-2010 (% van mondiaal bbp)



Bron: ECB (2012: 105) op basis van gegevens van het IMF

4.5.2 INTERNATIONALISERING VAN HET BANKWEZEN

Als onderdeel van de bredere globalisering van financiële stromen zijn banken in de afgelopen decennia sterk geïnternationaliseerd (Bikker en Wesseling, 2003; Slager, 2004; Allen et al., 2011; Claessens en Van Horen, 2012). In Europa kreeg de internationalisering van het bankwezen een sterke impuls door het streven naar één Europese interne markt voor financiële diensten en door de vorming van de monetaire unie. Vooral op het gebied van wholesale financiële markten (dienstverlening aan grote bedrijven, instellingen en overheden) was sprake van een voortschrijdende europeanisering. Retailmarkten (dienstverlening aan huishoudens en kleine bedrijven) bleven sterk gedomineerd door nationale financiële instellingen (Bikker en Wesseling, 2003). De uitzondering op dit laatste punt vormde Oost-Europa, waar na het uiteenvallen van de Sovjet-Unie en de toetreding van Oost-Europese landen tot de EU de financiële sector van veel landen werden gedomineerd door buitenlandse banken.

Multinationaal bankieren

Internationalisering van het bankwezen kan op grofweg twee manieren plaatsvinden: (1) door de *directe* verstrekking van financiële diensten aan buitenlandse spelers; en (2) door het opzetten dan wel overnemen van een buitenlandse instelling of door grensoverschrijdende fusies. De eerste manier wordt ook wel *internationaal* bankieren genoemd, terwijl bij de tweede vorm sprake is van *multinationaal* bankieren (McCauley, McGuire en Von Peter, 2010). De eerste vorm van grensoverschrijdend bankieren wordt vooral door eventuele kapitaalcontroles en wisselkoersrisico's beïnvloed, terwijl voor de tweede vorm vooral wettelijke beperkingen op directe buitenlandse investeringen (*Foreign Direct Investment*, FDI) relevant zijn.

Er is op mondiaal niveau sinds de jaren negentig sprake van een groter aandeel van de tweede vorm van bankieren (McCauley, McGuire en Von Peter, 2010; Niepmann, 2011). Binnen Europa kwam multinationaal bankieren aanvankelijk moeilijk van de grond, maar vanaf de beginjaren 2000 kreeg het een sterke impuls (European Banking Federation, 2007). Banken gingen grensoverschrijdende fusies of overnames aan (waarvan de overname van ABN AMRO voor Nederland de meest significante was). Daarnaast faciliteerden het Europese bankenpaspoort en de harmonisatie van wet- en regelgeving een toenemende populariteit van multinationaal bankieren. Er waren echter ook trends die het *internationale* bankieren versterkten, zoals de introductie van de euro die de interbancaire markt stimuleerde, alsmede grote investeringen in Amerikaanse hypotheekobligaties (zie subparagraaf 4.4.3) (McCauley, McGuire en Von Peter, 2010). De trends in Europa zijn dus niet heel eenduidig. De bancaire sector is dan ook op verschillende manieren geglobaliseerd. In bijvoorbeeld Duitsland en België bestaat een relatief groot deel van de totale internationale *exposure* uit grensoverschrijdende leningen, terwijl de Spaanse bancaire sector voornamelijk multinationaal actief is (Niepmann, 2011; McCauley, McGuire en Von Peter, 2010: 28-29).

Mondialisering van het Nederlandse bankwezen

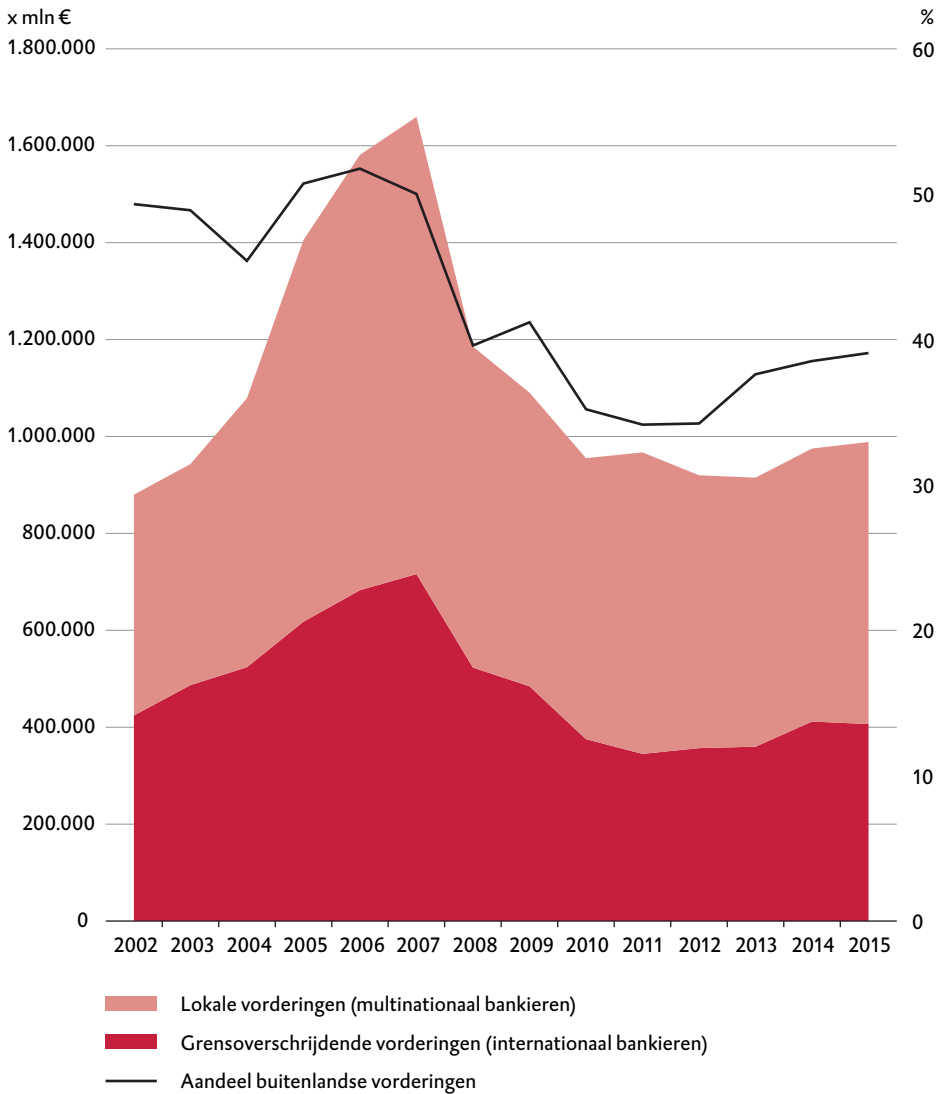
Het Nederlandse bankwezen heeft zich conform de Europese trend sinds de jaren negentig sterk gemonialiseerd (DNB, 2008: 9; DNB, 2010). Voor zover data beschikbaar zijn, zijn de buitenlandse uitzettingen gelijkmatig verdeeld tussen enerzijds grensoverschrijdende leningen en anderzijds leningen die in het gastland door een dochterbedrijf worden verstrekt. Deze trend kwam in belangrijke mate van de grond via fusies en overnames. Begin jaren negentig ontstond Fortis uit fusies van Nederlandse verzekeraar AMEV en bank VSB Bank en de Belgische AG Groep. ING verwierf Barings, Furman Selz, Banque Bruxelles Lambert en Equitable of Iowa. ABN AMRO verwierf Banco Real en Antonveneta. Een van de rechtsvoorgangers van ABN AMRO – ABN – was al sinds 1979 eigenaar van de Amerikaanse bank LaSalle. In de decennia daarna breidde het deze positie sterk uit. ING was ook sterk internationaal gericht, met name via haar *direct banking*-formule. Deze

leidde overigens ook tot de problemen met de Amerikaanse Alt-A-hypotheken in de financiële crisis. Opgehaalde depositogelden moesten lokaal worden uitgezet. In de Verenigde Staten werd gekozen voor de grootschalige aanschaf van Amerikaanse hypotheekobligaties, die tijdens de financiële crisis voor zeer grote problemen in het Nederlandse bankwezen zorgden (Fligstein en Habinek, 2014).

Ten tijde van de crisis vormden buitenlandse uitzettingen zo'n 50 procent van de totale uitzettingen van het Nederlandse bankwezen, met een hoofdrol voor ING en ABN AMRO; Rabo zat iets lager. Zoals figuur 4.19 laat zien is sindsdien sprake van een daling, tot onder 40 procent vandaag de dag. Deze ontwikkeling past in een internationale trend waarbij banken zowel de omvang van hun grensoverschrijdende vorderingen als het aantal landen waarin ze actief zijn, hebben terugschroefd (BIS, 2014b). ING en ABN AMRO werden zelfs gedwongen internationale activiteiten deels af te stoten na de staatssteun, respectievelijk nationalisatie in de periode na het uitbreken van de financiële crisis. Dit speelde ook in andere landen. Zo was de eveneens door de overheid overeind gehouden Engelse Lloyds Bank aan de vooravond van de crisis actief in dertig landen, maar dat aantal is inmiddels teruggebracht tot acht.

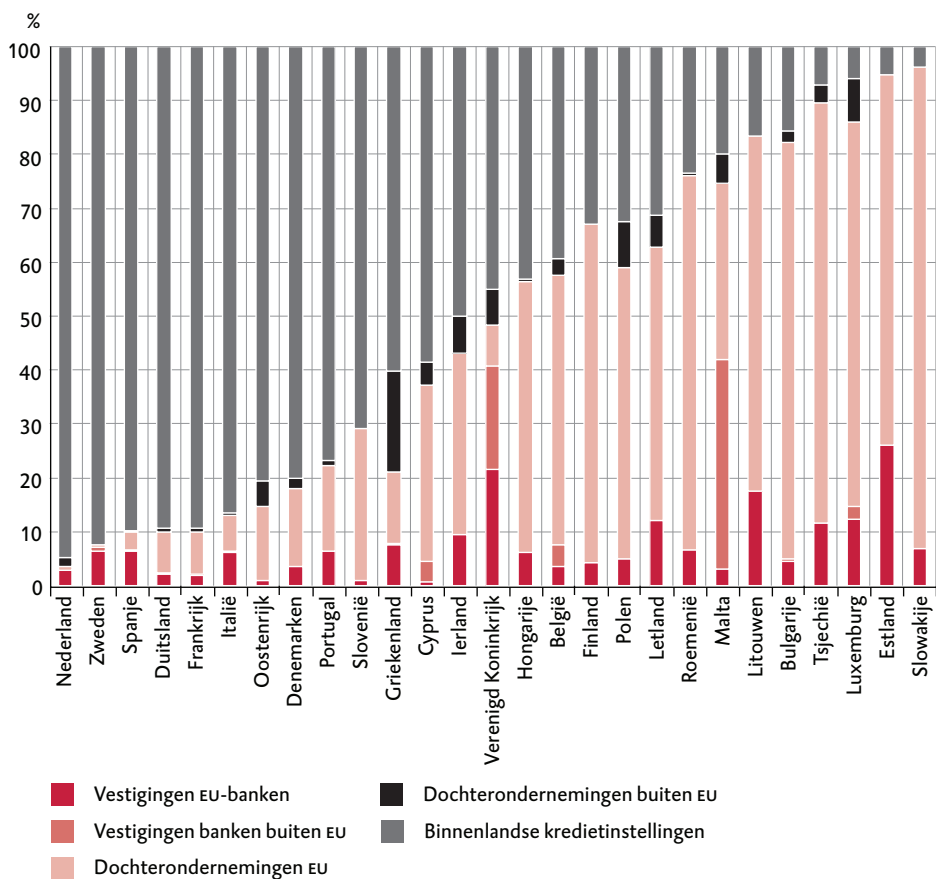
Beperkte rol buitenlandse banken in Nederland

Omgekeerd was in veel mindere mate sprake van een grotere rol van buitenlandse instellingen op de Nederlandse markt. Nederland had zich al relatief vroeg opengesteld voor buitenlandse banken. Medio jaren tachtig was het 'buitenlandse' marktaandeel (berekend als aandeel van buitenlandse banken in het totaal van Nederlandse bankbezittingen) het grootst, zo'n 10 procent (Slager, 2004). Daarna is het aandeel van buitenlandse banken in het geconsolideerde balanstotaal van het Nederlandse bankwezen flink teruggelopen, van 5 procent 1998 naar 3,1 procent in 2007 (DNB, 2008: 13). Van alle EU-lidstaten is in Nederland het aandeel van buitenlandse banken in het geconsolideerd balanstotaal zelfs het kleinst (zie figuur 4.20). Gezien de formele openheid en de omvang van de Nederlandse markt roept dit vragen op over de feitelijke toegang en de competitieve verhoudingen (DNB, 2015).

Figuur 4.19 De mondiale dimensie van het Nederlandse bankwezen, 2002-2015

Bron: DNB-statistieken

Figuur 4.20 Aandeel van binnenlandse en buitenlandse banken in activa in EU-landen, 2009

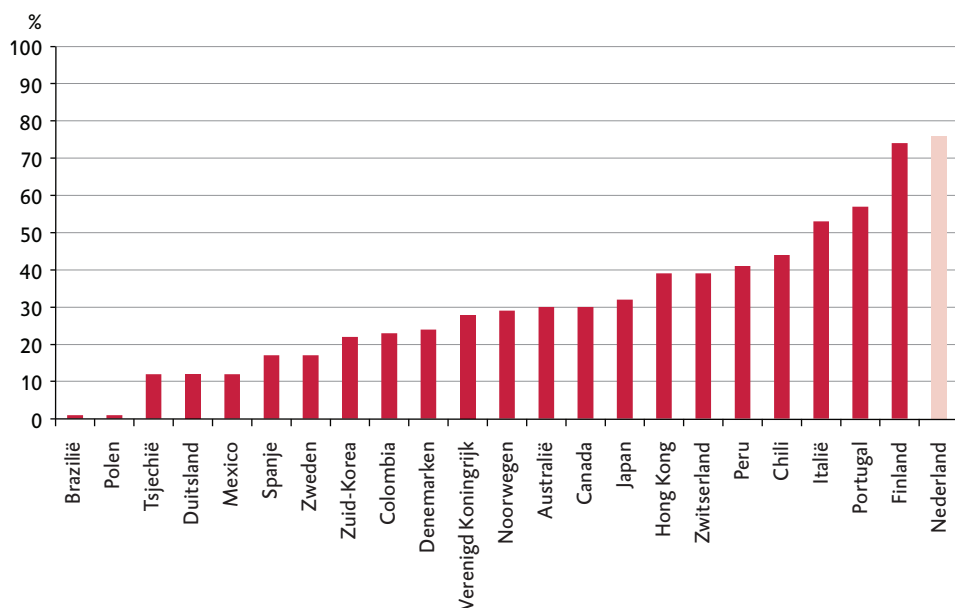


Bron: ECB (2010: 20)

4.5.3 INTERNATIONALISERING VAN PENSIOENFONDSEN EN VERZEKERAARS

Ook pensioenfondsen en verzekeraars zijn steeds internationaler gaan opereren. Volgens een berekening van PWC (op basis van cijfers van DNB) investeerden Nederlandse pensioenfondsen tussen 2008 en 2014 tussen 73 procent en 77 procent van hun vermogen in het buitenland (PWC, 2015: 31). In internationaal perspectief is dat een hoog aandeel (zie figuur 4.21).⁸

Figuur 4.21 Buitenlandse investeringen van pensioenfondsen 2014 (als percentage van totale investeringen)

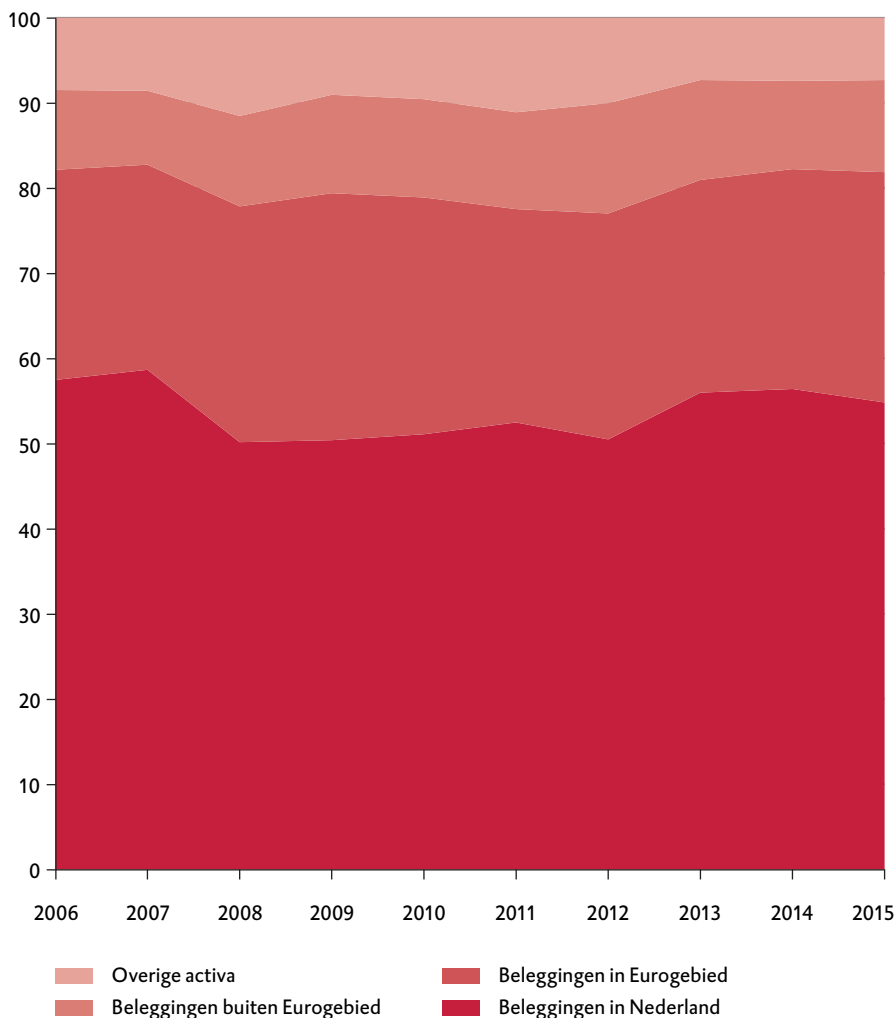


Bron: PWC (2015)

Ook verzekeraars investeerden veel in het buitenland, maar het aandeel was lager dan bij pensioenfondsen. Ongeveer de helft van de financiële activa van Nederlandse verzekeraars waren beleggingen in Nederland. Van de beleggingen ging 35 procent naar het eurogebied, de rest werd buiten het eurogebied belegd (zie figuur 4.22).

De internationale oriëntatie van pensioenfondsen en verzekeraars – net als van Nederlandse banken – zorgt ervoor dat ook zij gevoelig zijn voor turbulentie op internationale financiële markten. Het is overigens evident dat hieraan moeilijk te ontkomen is. Nederland is een erg open economie. Bovendien zorgen de grote saldi op de lopende rekening – een reflectie van ons spaaroverschot – voor een netto-opbouw van beleggingen in het buitenland.

Figuur 4.22 Internationale beleggingen van Nederlandse verzekeraars, 2006-2015
(% van activa)



Toelichting: de beleggingen omvatten aandelen en deelnemingen, effecten m.u.v. aandelen, financiële derivaten en leningen.

Bron: DNB-statistieken (tabel 7.1)

Eerder wezen we op de toenemende verwevenheden tussen verschillende financiële segmenten en instellingen. Deze paragraaf heeft laten zien dat deze verwevenheden zich niet beperken tot de nationale schaal. De Nederlandse financiële sector staat in bijzondere mate bloot aan de dynamiek van internationale financiële markten. Door de globalisering van financiële stromen en spelers is er een nauwe internationale verwevenheid ontstaan.

De financiële sector is in de afgelopen dertig jaar sterk veranderd. De omvang, verwevenheid en complexiteit ervan zijn enorm toegenomen. Financiële instellingen zijn steeds meer met elkaar vervlochten geraakt. Er heeft binnen de sector een proces van concentratie en schaalvergroting plaatsgevonden en de internationale oriëntatie van financiële instellingen is enorm toegenomen. Tegelijkertijd hebben financiële innovaties zoals securitisatie en derivatenhandel de verwevenheid van banken met internationale financiële markten verder vergroot. De Nederlandse financiële sector scoort hoog op omvang van balansen, sterke onderlinge vervlechting, hoge vlucht in productinnovaties, en een hoge concentratiegraad.

NOTEN

- 1 Toelichting op dataset van Taylor en Schularick is te vinden in: http://www.frbsf.org/economic-research/files/schularick_taylor.pdf; zie ook Schularick en Taylor (2012). De beschikbare data zijn niet altijd volledig en vergelijkbaar, dus enige voorzichtigheid is geboden. De stijging en relatieve ontwikkeling zijn echter evident.
- 2 Dit sluit ook aan op de afbakening van Claessens et al. (2012). Zij zien securitisatie en 'collateral intermediation' (de repo's) als belangrijkste activiteiten in het schaduwsysteem die het meest aansluiten op de rol van banken.
- 3 In de jaren negentig volgde een verdere vergroting van Fortis via fusies en overnames, onder meer ASLK, Generale Bank, ASR Stad Rotterdam, Amersfoortse, et cetera.
- 4 Een andere indicator van concentratie is de zogenoemde *Herfindahl-Hirschman Index* (HHI). De HHI neemt (in tegenstelling tot de C-5) de kleinere financiële instellingen mee in de berekening van de mate van concentratie. Ook met die alternatieve berekening is de Nederlandse sector in Europees vergelijkend verband erg geconcentreerd.
- 5 Het is niet onze bedoeling hiermee de concurrentie op de Nederlandse markt te beoordelen, zie hiervoor bijvoorbeeld het rapport van de Commissie-Wijffels (2013). Zie Boot (2007) voor een analyse over hoe de *contestability* van de bancaire markt te beoordelen.
- 6 Ook de financiering van de banken zelf werd meer afhankelijk van de financiële markten. *Wholesale financing* nam toe, en het relatieve belang van deposito's nam af.
- 7 De absolute niveaus moeten niet te precies worden genomen. Verschillen in boekhoudregels (US GAAP versus IFRS) creëren verschillen. De mogelijkheden voor Amerikaanse banken om onder US GAAP bepaalde verplichtingen en bezittingen tegen elkaar weg te strepen, werken enigszins in hun voordeel. Het belangrijkste is echter de scherp negatieve hellingshoek van Europese banken vóór de crisis.
- 8 Cijfers van de OESO suggereren dat het percentage buitenlands geïnvesteerd pensioengeld veel lager is. Het verschil wordt met name veroorzaakt, doordat de OESO alleen investeringen telt die op de balans van het pensioenfonds zelf staan (Gebraad, 2014). Pensioenfondsen investeren echter ook veel geld in Nederlandse fondsen, die op hun beurt weer in het buitenland investeren. In de bovenstaande cijfers zijn die investeringen meegeteld als (buitenlandse) investeringen van het pensioenfonds zelf.

5 FINANCIËLE ONTWIKKELINGEN IN DE SAMENLEVING

Het vorige hoofdstuk liet zien dat de financiële sector in de afgelopen decennia ingrijpend is veranderd, in Europa in het algemeen en in Nederland in het bijzonder. De sector groeide in omvang en reikwijdte, terwijl het aantal financiële instellingen sterk afnam. Grote financiële instellingen werden dominanter, de financiële globalisering nam een enorme vlucht en relatief nieuwe activiteiten kwamen op. Er was daardoor sprake van steeds hechtere en complexere verwevenheden: binnen instellingen, tussen instellingen, sectoroverstijgend en grensoverschrijdend. In dit hoofdstuk bekijken we de financiële ontwikkelingen in de Nederlandse samenleving, dus bij huishoudens, niet-financiële bedrijven en semipublieke instellingen. Het zal blijken dat zij in een sterk veranderde relatie tot de financiële sector zijn komen te staan. Kernachtig samengevat komt het erop neer dat de samenleving in de afgelopen decennia veel afhankelijker is geworden van de financiële sector en steeds meer is komen bloot te staan aan financiële dynamiek.

In paragraaf 5.1 laten we in vogelvlucht zien hoe de financiële balans van de Nederlandse economie als geheel zich in de voorbije decennia heeft ontwikkeld. Schulden en besparingen zijn sterk toegenomen. Nederland kent een structureel spaaroverschot, en is dus een nettokapitaalexporteur. In de drie paragrafen daarna zoomen we in op ontwikkelingen bij achtereenvolgens huishoudens (paragraaf 5.2), bedrijven (paragraaf 5.3) en semipublieke instellingen (paragraaf 5.4).

We zullen in dit hoofdstuk vaak spreken over ‘huishoudens’, ‘bedrijven’ en ‘semipublieke instellingen’ alsof het gaat om uniforme categorieën. Maar er bestaan grote verschillen binnen elke groep. Als we bijvoorbeeld wijzen op de invloed van hypotheekschulden op het gedrag van huishoudens, moge duidelijk zijn dat er ook een grote groep is zonder hypothecaire schuld. En ook *binnen* de groep huishoudens met hypotheek komen belangrijke verschillen voor, bijvoorbeeld wat betreft de hoogte van de hypotheeklening en de mate waarin huiseigenaren met eigen geld hun woningaankoop hebben kunnen financieren. Ook tussen ondernemingen bestaan uiteraard grote verschillen, qua omvang, eigendomsstructuur, financieringsbehoeftes en financieringsmogelijkheden. Het belangrijkste onderscheid dat we binnen deze categorie zullen maken, is dat tussen het MKB en het grootbedrijf. Bij semipublieke instellingen gaat het ons primair om woningbouwcorporaties, onderwijsinstellingen en zorgleveranciers. Tussen die instellingen bestaan veel verschillen wat betreft de taken, het overheidsbeleid en -toezicht, financieringsconstructies en financiële verantwoordelijkheden. We proberen in dit hoofdstuk zo specifiek mogelijk aan te geven hoe de ontwikkelingen zich precies manifesteren binnen de genoemde categorieën. Soms zullen we ons echter beperken tot meer algemene conclusies.

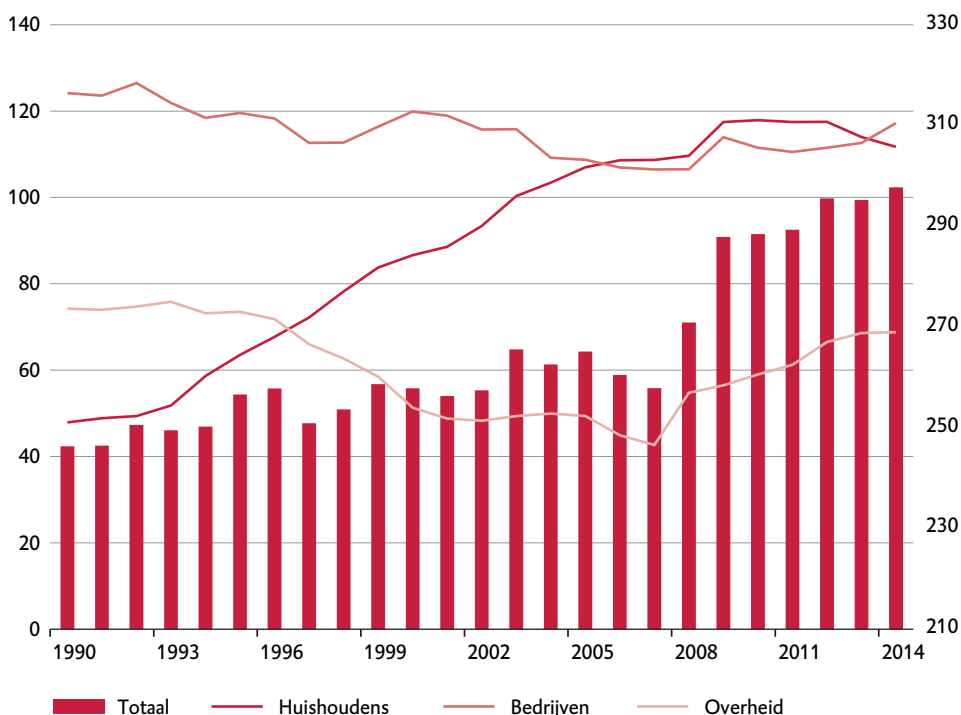
5.1 NEDERLAND: SCHULDEN, BESPARINGEN EN INTERNATIONALE VERWEVENHEDEN

De ontwikkeling van schulden en besparingen in de samenleving zijn niet alleen in macro-economische zin van belang, maar geven ook een beeld van de verwevenheid tussen financiële sector en samenleving. Verderop in dit rapport zal blijken dat de sterke toename van schulden en besparingen van Nederlandse huishoudens, bedrijven en overheden een belangrijke drijvende kracht is achter de groei van de financiële sector.

Schulden

Figuur 5.1 laat zien dat de schulden in de Nederlandse samenleving in de afgelopen twintig jaar gestaag zijn gestegen. Deze aanwas is vrijwel geheel het resultaat geweest van een explosieve groei van de schulden van huishoudens, die veel sterker stegen dan het nationaal inkomen. De schuldpositie van bedrijven was daarentegen veel stabiel. De overheidsschuld nam vanaf medio jaren negentig af, maar is als gevolg van de financiële crisis weer gestegen.

Figuur 5.1 Schulden van niet-financiële sectoren, 1990-2014 (% van bbp)



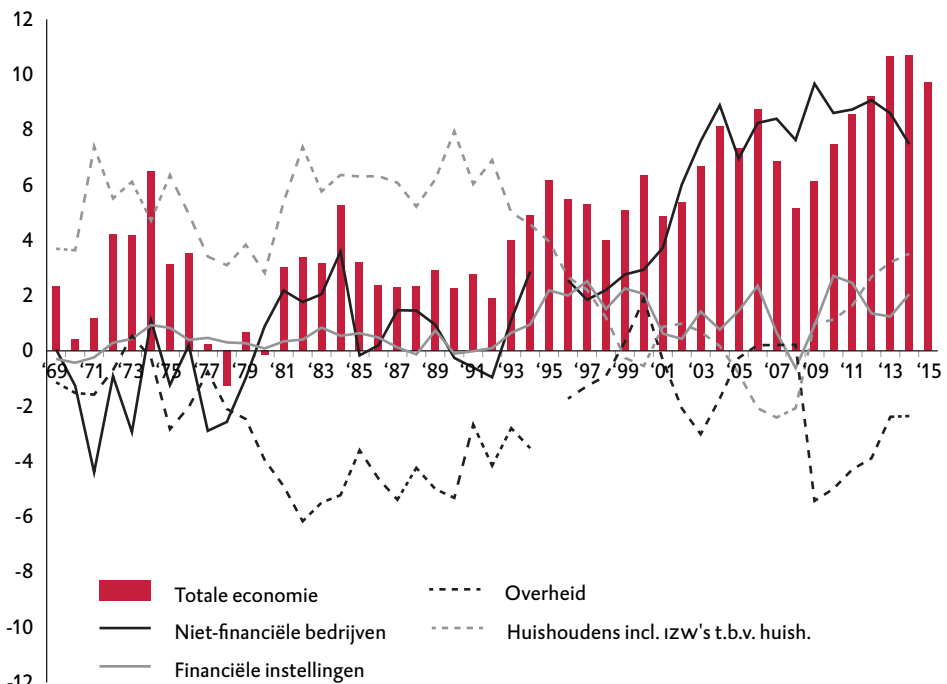
Toelichting: voor de schuldquote van het totaal geldt de rechter-as.

Bronnen: CBS, Statline en ter beschikking gestelde data

Besparingen

Ook de Nederlandse nettobesparingen – dat wil zeggen nationale besparingen minus investeringen – hebben een groei doorgeemaakt. Sinds de Tweede Wereldoorlog heeft Nederland vrijwel elk jaar een spaaroverschot gehad: er werd meer gespaard dan geïnvesteerd (Jansen en Ligthart, 2014). Het meest recente tekortjaar was 1978. Figuur 5.2 laat zien dat tot de jaren negentig vooral huishoudens veel spaarden. Sinds het midden van de jaren negentig heeft het Nederlandse niet-financiële bedrijfsleven de rol van ‘spaarsector’ overgenomen. Grote bedrijven (multinationals) sparen veel, de besparingen bij het MKB liggen veel lager (zie paragraaf 5.3.1). In vergelijking met Europese landen is de Nederlandse situatie uitzonderlijk. In de meeste andere Europese landen sparen huishoudens meer dan bedrijven, maar in Nederland lag deze situatie het afgelopen decennium dus precies omgekeerd. In 2014 hadden Nederlandse bedrijven besparingen ter grootte van maar liefst 7 procent van het bbp, ten opzichte van –1 procent in de landen van de eurozone (Eggelte et al., 2014: 13-14).

Figuur 5.2 Sectorale bijdrage aan spaaroverschot, 1970-2015 (% van bbp)



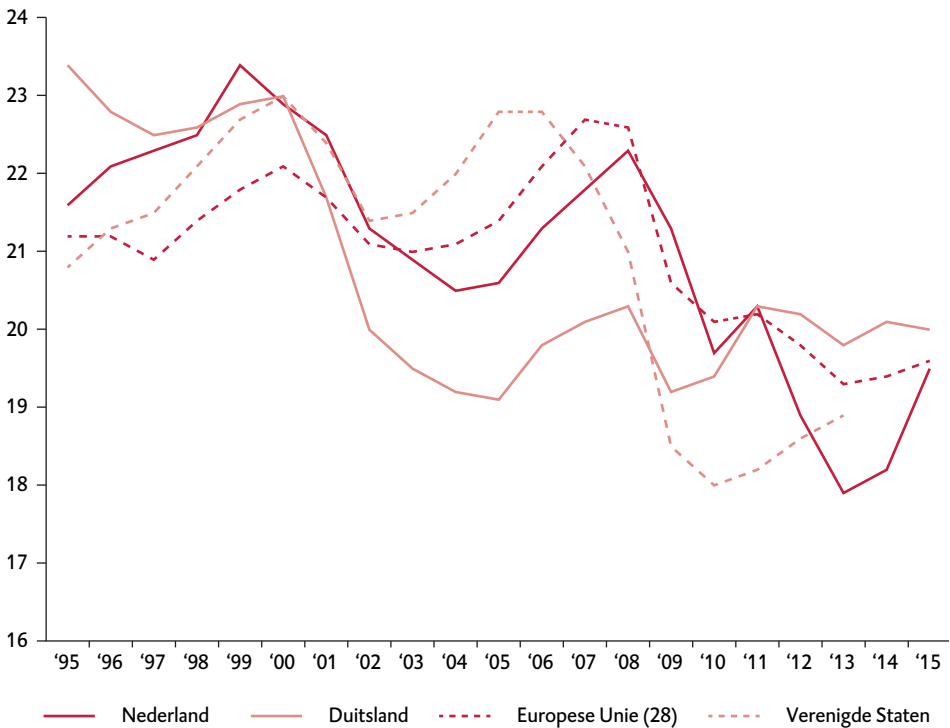
Bron: Jansen en Ligthart (2014), en actualisatie op basis van CBS-statistieken

Saldo op de lopende rekening

Het nationale spaarsaldo van een land is per definitie gelijk aan het saldo op de lopende rekening van de betalingsbalans. Ons land kent al decennia een positief saldo op de lopende rekening. In 2015 bereikte dit saldo een waarde van ruim 10 procent van het bbp. Een dergelijke omvang werd sinds de door koloniale export gedreven groei in het midden van de negentiende eeuw niet meer bereikt (Smits, Horlings en Van Zanden, 2000; CPB, 2016). Dit hoge saldo op de lopende rekening komt voor het overgrote deel voort uit handelsoverschotten in industriële goederen en agrarische producten. Nederland heeft zich daarnaast gespecialiseerd in (weder)uitvoer binnen mondiale productieketens, wat bijdraagt aan de inkomsten in de groothandel, transport en logistieke sectoren. Nederland is als gevolg van het spaaroverschot een belangrijke exporteur van kapitaal naar de rest van de wereld.¹

Investeringsquote

Een laatste relevante ontwikkeling is de al decennia dalende Nederlandse investeringsquote, ofwel het aandeel van investeringen in het bbp. Bedroeg deze investeringsquote in 1970 nog 28 procent, vandaag de dag schommelt die rond 16 procent. Nederland is daarbij overigens niet uniek: deze daling doet zich in veel rijke landen voor, zoals figuur 5.3 laat zien. Een oorzaak van de structurele daling in rijke landen is het steeds grotere aandeel van de dienstensector in de economie. Bovendien zijn hedendaagse kapitaalgoederen (zoals computers) vaak relatief goedkoop. Veel kapitaalintensieve productiefaciliteiten zijn onder invloed van de globalisering naar andere landen verplaatst – een fenomeen dat niet in de investeringsquote-statistieken wordt meegenomen (De Haan, 2013). Daarnaast is er ook een hypothese dat de genoemde daling het gevolg zou zijn van de zogenoemde ‘financialisering van het bedrijfsleven’: de stelling is dat hogere winstuitkeringen en een focus op financieel rendement in het bedrijfsleven op structurele wijze ten koste zijn gegaan van productieve investeringen. Consensus bestaat hier niet over. Sommige onderzoekers stellen dat bedrijven zich meer zijn gaan focussen op ‘financiële investeringen’ en daarmee ‘reële investeringen’ verwaarlozen (Lazonick en O’Sullivan, 2000; Stockhammer, 2004; Orhangazi 2008), anderen betwijfelen dit (Kliman en Williams, 2015).

Figuur 5.3 Investeringsquote internationaal vergeleken 1995-2015

Bron: De Haan (2013), geactualiseerd op basis van data van het CBS

5.2 GROTERE BLOOTSTELLING VAN HUISHOUDENS AAN FINANCIËLE DYNAMIEK

Nederlandse huishoudens zijn in een sterk veranderde relatie tot de financiële sector komen te staan. Schulden zijn explosief toegenomen, overwegend voor de financiering van het eigenwoningbezit. Gelijktijdig zijn de bezittingen van huishoudens sterk in waarde gestegen, al is dit deels het gevolg geweest van de stijgende huizenprijzen. Nederlanders sparen ook veel, maar deze besparingen liggen veelal ‘opgeslagen’ bij pensioenfondsen. Ten slotte kopen steeds meer Nederlandse huishoudens uiteenlopende financiële producten. Daardoor wordt een groter beroep gedaan op hun financiële zelfredzaamheid. Hierna presenteren we eerst een algemene beschrijving van deze ontwikkelingen (subparagraaf 5.2.1). Vervolgens stippen we aan welke consequenties daaraan verbonden zijn: economische volatiliteit (subparagraaf 5.2.2) en meer kwetsbaarheden voor huishoudens (subparagraaf 5.2.3).

5.2.1 DE VERLENGING VAN FINANCIËLE BALANSEN

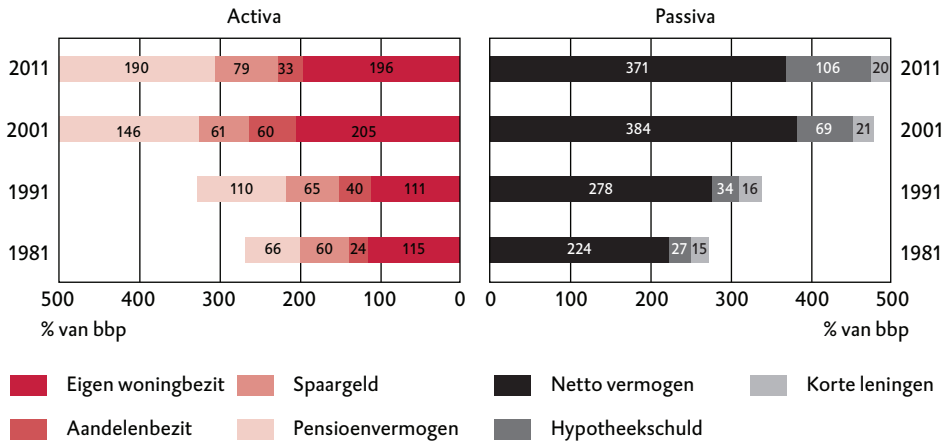
Figuur 5.4 toont de ontwikkeling van de totale financiële balans van huishoudens. Links staan de bezittingen (activa), rechts staan de schulden (passiva). Nederlandse huishoudens zijn gemiddeld genomen de laatste decennia rijker geworden: het nettovermogen (het saldo van bezittingen en schulden) is toegenomen, al is er door de crisis een terugslag waar te nemen. De figuur laat zien dat de bezittingen van huishoudens sterk in waarde zijn gestegen, tot maar liefst 500 procent van het bbp. Een groot deel van die groei komt door de stijging van de huizenprijzen: de waarde van de huizen nam toe van 115 procent van het bbp in 1981 tot 196 procent van het bbp in 2011. Ook zien we dat het pensioenvermogen sterk is gestegen: van 66 procent van het bbp in 1981 tot 190 procent van het bbp in 2011.

Hypotheekschulden

Figuur 5.4 laat ook zien hoezeer de hypotheekschuld van huishoudens is toegenomen: van 27 procent van het bbp in 1981 tot 106 procent van het bbp in 2011. Sindsdien is die min of meer gestabiliseerd. De hypotheekschuld in Nederland bedroeg eind 2015 637,6 miljard euro (De Vries et al, 2016). Deze groei die vanaf de jaren negentig losbarstte, ging hand in hand met sterk stijgende huizenprijzen. Dit alles werd gestimuleerd door een veelheid van factoren en overheidsmaatregelen, zoals de hypotheekrenteaftrek, het toestaan van hypotheekleningen die specifiek waren toegesneden op een maximale renteaftrek (zoals de spaarhypotheek en de aflossingsvrije hypotheek) en de Nationale Hypotheek Garantie. De fiscale bevoordeling van de eigen woning heeft een prijsopdrijvend effect gehad. Daarnaast heeft het strikte ruimtelijke ordeningsbeleid ertoe geleid dat het aanbod van koop- en huurwoningen sterk achterbleef (OESO, 2010; Vermeulen en Rouwendal, 2007).

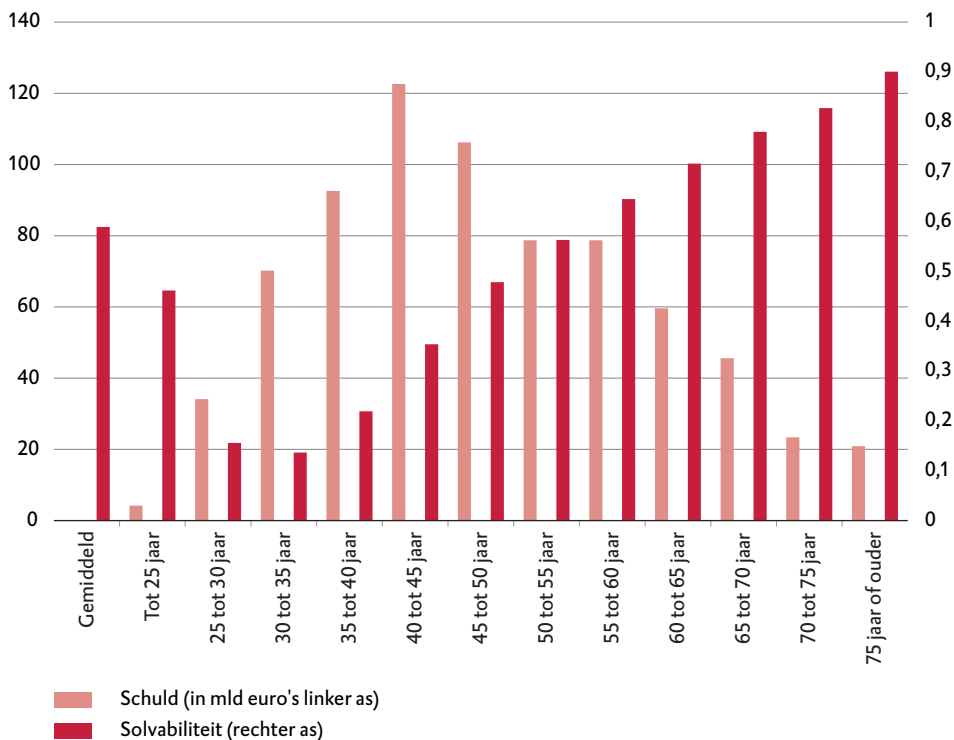
Nederland is op het gebied van hypotheekschulden van huishoudens in de laatste twintig jaar uit de pas gaan lopen met veel andere landen. Aan het einde van de jaren negentig besloeg de Nederlandse hypotheekschuld zo'n 60 procent van het bbp. Daarmee was de situatie nog vergelijkbaar met landen als Denemarken, het Verenigd Koninkrijk en opmerkelijk genoeg ook Duitsland. Een decennium later echter was de Nederlandse hypotheekschuld met ruim 100 procent van het nationaal inkomen de hoogste ter wereld, waarbij alleen Denemarken, het Verenigd Koninkrijk, Australië en Ierland in de buurt kwamen (IMF, 2011: 134).

Figuur 5.4 Samenstelling van bezittingen en schulden van huishoudens, 1981-2015
(% van bbp)



Bron: SER (2013)

Bij het interpreteren van deze geaggregeerde cijfers moet in het achterhoofd worden gehouden dat bezittingen en schulden ongelijk verdeeld zijn over de samenleving. Er zijn bijvoorbeeld belangrijke verschillen tussen leeftijdsgroepen. Jongvolwassenen hebben vaak nog niet veel gespaard, maar gaan in steeds grotere aantallen over tot het kopen van een huis en gaan daarbij veelal hoge schulden aan. Hun schuldratio (schulden ten opzichte van bezittingen) is hoog. In figuur 5.5 laten we de schuld en schuldratio zien voor verschillende leeftijdsgroepen. Met name voor mensen tussen 25 en 40 jaar zijn deze erg hoog.²

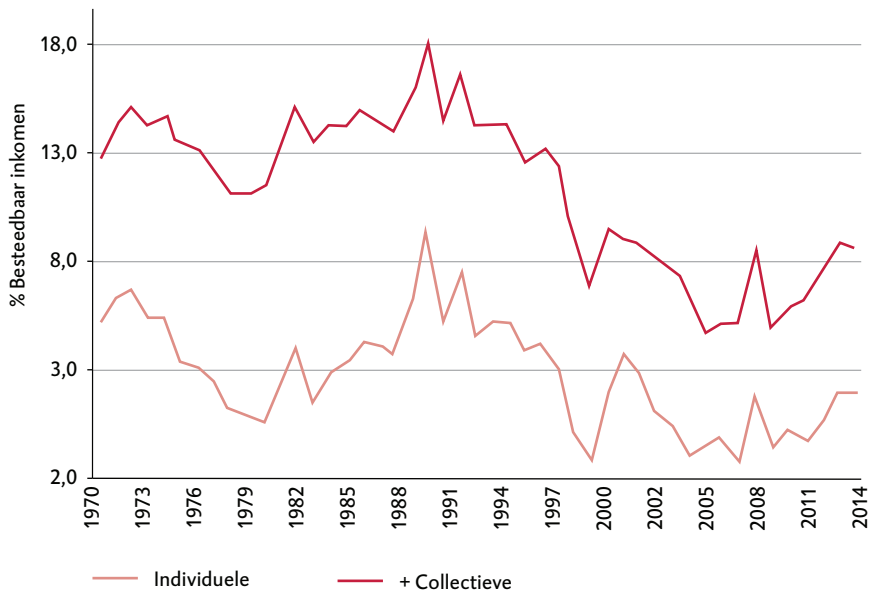
Figuur 5.5 Schulden en schuldratio's van huishoudens, 2014

Bron: CBS-statistieken

Besparingen

De huishoudelijke nettobesparingen bleven in absolute termen groeien, maar in relatieve termen, als percentage van het bbp, gingen huishoudens minder sparen. Figuur 5.6 toont de ontwikkeling van de collectieve besparingen en de vrije besparingen, als aandeel in het besteedbaar inkomen. Duidelijk is te zien dat de vrije besparingen voor de crisis trendmatig terugliepen. Een reden is dat de stijging van de huizenprijzen leidde tot extra consumptie (en dus tot lagere vrije besparingen). Opvallend is dat de collectieve besparingen, met name in de vorm van verplichte pensioenpremies, vanaf begin jaren negentig ook sterk daalden. Pensioenpremies zijn in de jaren tachtig en negentig onder een kostendeekkend niveau gekomen. Pensioenfondsen rekenden zich (te) rijk door de stijging van de waarde van de activa. Daarbij speelde bij het ABP dat het verlagen van de werkgeversafdracht gezien werd als een belangrijke manier om het financieringstekort van de staat terug te dringen (Algemene Rekenkamer 1998: 5). Het pensioenbeleid en de waarde van het eigenwoningbezit hadden beide een grote invloed op de besparingen van huishoudens.

Figuur 5.6 Collectieve en vrije besparingen van Nederlandse huishoudens, 1970-2014 (aandeel in besteedbaar inkomen, cumulatief)



Bron: Bezemer en Muysken (2015:29)

Meer verbindingen met de financiële sector

Huishoudens zijn langs steeds meer kanalen verbonden geraakt met de financiële sector. Deels is dit, omdat mensen gemiddeld genomen welvarender zijn geworden en financiële producten voor een veel breder publiek toegankelijk werden. De welvaarts groei leidde bijvoorbeeld tot grotere penetratie in de aandelenmarkten, via directe beleggingen dan wel via beleggingsfondsen. Naast deze sterke toename in populariteit van beleggingen was bovendien sprake van een sterke opkomst van aanvullende pensioenen bij verzekeraars (inclusief spaar- en beleggingsrekeningen). Het ging hierbij bijvoorbeeld over pensioenproducten in de derde pijler.³

Een andere reden voor de intensievere verbindingen met de financiële sector is de grotere eigen verantwoordelijkheid bij huishoudens, bijvoorbeeld als gevolg van hervormingen van de welvaartsstaat. Huishoudens moeten hun financiële zaken en toekomstige financiële risico's steeds meer zelf door middel van financiële producten inschatten en afdekken. Zo is het afgelopen decennium het zelfstandig pensioensparen steeds belangrijker geworden. Ook vallen vele werkenden nu al buiten het pensioensysteem doordat zij zzp'er zijn geworden. Vergelijkbare afwegingen doen zich voor bij het moeten inschatten van toekomstige zorgkosten en bij de overgang van de studiefinanciering naar een leenstelsel. In het algemeen wordt er

een groter beroep gedaan op financiële zelfredzaamheid van huishoudens. Deze factoren hebben weer geleid tot een grotere marktpenetratie van financiële producten.

5.2.2 ECONOMISCHE VOLATILITEIT DOOR HOGE SCHULDEN EN VASTLIGGENDE BESPARINGEN

Hoewel de totale financiële balans van Nederlandse huishoudens een positief beeld schetst – de waarde van de bezittingen overtreft ruim de omvang van de schulden – kan een dergelijk plaatje misleidend werken. We stipten al aan dat bezittingen en schulden ongelijk over generaties zijn verdeeld. Ook *binnen* generaties is in toenemende mate sprake van vermogensongelijkheid in Nederland (Kremer et al., 2014; Bruil, 2015). Daarnaast zijn sommige bezittingen niet zomaar in geld of koopkracht om te zetten. Een groot deel van Nederlandse besparingen zit bijvoorbeeld ‘opgeslagen’ in het pensioensysteem, waar mensen pas na pensionering een beroep op kunnen doen. En ook bezittingen in de vorm van eigen woningen laten zich niet eenvoudig te gelde maken. Huishoudens hebben dus in beperkte mate beschikking over contante, ‘liquide’ vermogens. Met 17 procent van het brutoinkomen was het mediane liquide vermogen van huishoudens in Nederland tussen 2008 en 2010 lager dan dat in de eurozone en zelfs ver beneden dat in Duitsland (22%) en België (33%), zie Lukkezen en Elbourne, 2015: 12.

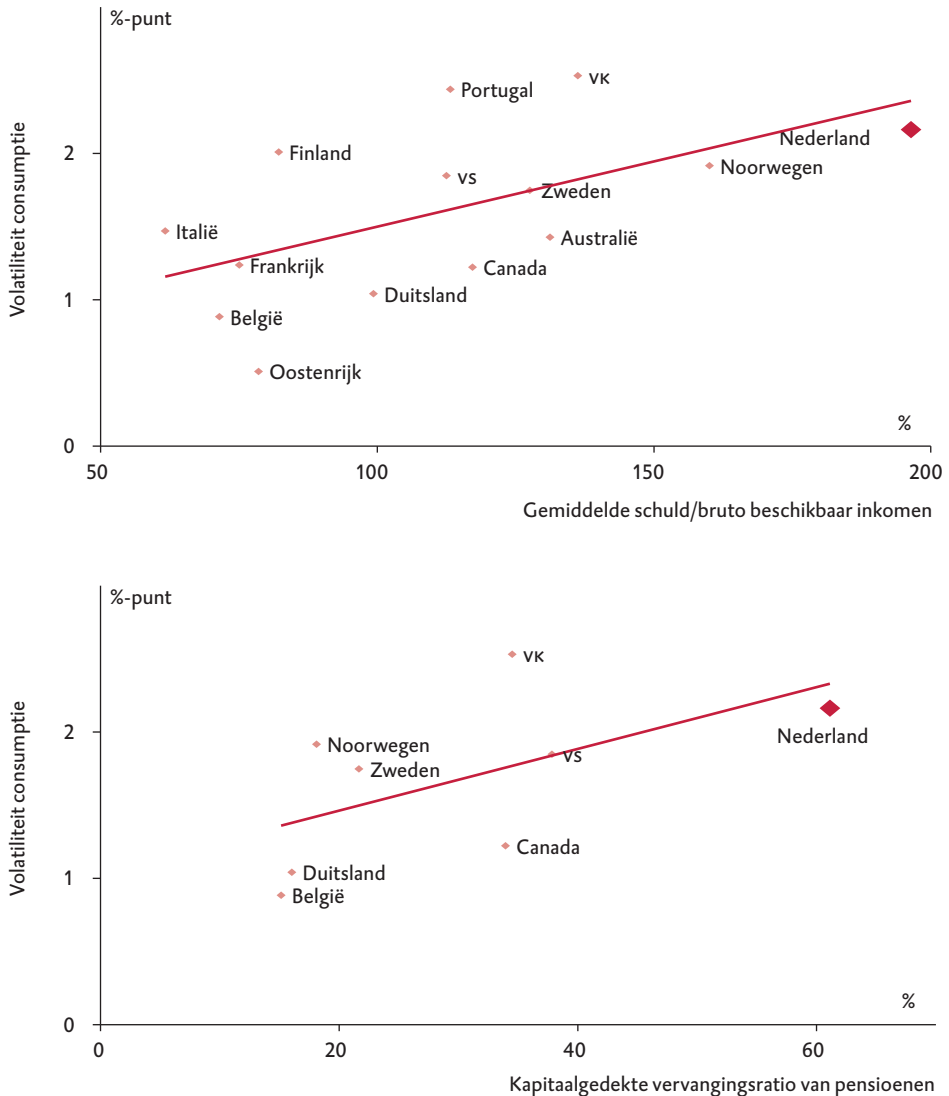
Consumptie-uitgaven fluctueren sterk

Door de combinatie van hoge schulden, een ongelijke verdeling van schulden en besparingen, en een beperkte toegang tot besparingen zijn de consumptieve bestedingen van Nederlandse huishoudens beweeglijker geworden. Uit een internationale vergelijking blijkt dat de volatiliteit of beweeglijkheid van de Nederlandse consumptie van huishoudens ten opzichte van die in andere landen hoog is (figuur 5.7). Door hoge private schulden wordt het consumptiepatroon van huishoudens meer dan voorheen beïnvloed door variaties in marktrenten en ontwikkeling van huizenprijzen. Zo hadden de sterk stijgende huizenprijzen in de aanloop naar de financiële crisis effect op de private besparingen: huizenbezitters voelden zich rijker en gingen daardoor minder sparen en meer uitgeven. De dalende huizenprijzen na de crisis hadden het tegenovergestelde effect: mensen traptten op de rem, gingen meer sparen en probeerden schulden af te bouwen. De inzakkende bestedingen waren een van de belangrijkste oorzaken waarom de Nederlandse economische groei werd gedrukt (SER, 2013).

Analyses van het CPB laten zien dat fluctuaties in de waarde van Nederlandse vermogens een substantieel deel van de beweeglijkheid van de nationale consumptie verklaren. Nederlandse exporten, importen en investeringen fluctueren ten opzichte van die van andere landen minder of ongeveer hetzelfde, maar de volatili-

teit van de Nederlandse consumptie steekt daar ver bovenuit (Lukkezen en Elbourne, 2015). Het gevolg hiervan is dat de Nederlandse economie zelf volatieler is geworden.

Figuur 5.7 Volatiliteit van de Nederlandse consumptie



Toelichting: in de bovenste figuur wordt de volatiliteit van consumptie gerelateerd aan de gemiddelde schuldratio van huishoudens. In de onderste figuur is de verklarende variabele de vervangingswaarde van kapitaalgedekte pensioenen.

Bron: Lukkezen en Elbourne (2015:10)

Onzekere pensioenvoorzieningen

Via het pensioenstelsel staan huishoudens bloot aan financiële dynamiek. Door het kapitaalgedekte stelsel, waarbij mensen sparen voor hun oude dag, hebben rendementsontwikkelingen op de financiële markten invloed op de vermogensontwikkeling van pensioenfondsen. Marktrentes hebben ook een grote invloed op de berekening van toekomstige verplichtingen, en dus op de dekkingsgraad van pensioenfondsen (zie tekstbox 5.1). Dit zorgt ervoor dat pensioenfondsen in sterke mate afhankelijk zijn van de dynamiek op financiële markten.

Tekstbox 5.1 Rekenrente, dekkingsgraden en een duurzaam pensioenstelsel

Dekkingsgraden en rekenrentes spelen een belangrijke rol in ons pensioenstelsel. De dekkingsgraad is de waarde van de bezittingen van het pensioenfonds gedeeld door de (toekomstige) verplichtingen. Omdat deelnemers in het Nederlandse pensioenstelsel zekerheden op het gebied van pensioenuitkeringen is beloofd, moeten pensioenfondsen continu bepalen in hoeverre zij aan de (toekomstige) verplichtingen kunnen voldoen. Anders gezegd, zij moeten hun dekkingsgraad op peil houden. Toegezegde uitkeringen worden hierbij gediscoteerd (naar het heden omgerekend) tegen de rekenrente, die op zijn beurt wordt bepaald aan de hand van marktrentes. Zonder deze gesuggereerde zekerheden omtrent pensioentoezeggingen zou er in principe geen dekkingsgraadprobleem zijn: het toekomstige pensioen hangt dan immers af van wat er straks beschikbaar is. In zakelijke termen verwoord: wanneer zekerheden worden gesuggereerd, zijn pensioendeelnemers als het ware 'schuldeisers' die recht hebben op een specifieke claim, terwijl zonder gesuggereerde zekerheden deelnemers verkapte 'aandeelhouders' zijn waarvan de uitkering afhangt van de bedrijfsprestaties. De gesuggereerde zekerheden creëren dus de noodzaak om continu te berekenen of aan claims kan worden voldaan. Zonder zekerheden geldt dit in principe niet, maar geldt uiteraard ook dat het onzeker is wat er in de toekomst kan worden uitgekeerd. 'In principe', omdat in het Nederlandse systeem de pensioenpremies van jong en oud op één hoop worden gegooid, en er dus zelfs zonder vaste toezeggingen een verdelingsprobleem is: van wie is het geld dat in het pensioenfonds zit? Hoeveel van het opgebouwde vermogen is van de jongeren en hoeveel van de ouderen? En krijgen de laatstgenoemden niet een te hoge pensioenuitkering die jongeren later benadeelt? Zonder dit collectieve element zou iedere deelnemer zijn eigen 'potje' hebben. Kortom, er is dan geen dekkingsgraadprobleem. Overigens is dan wel de vraag hoe de pensioendeelnemer omgaat met de onzekerheid rond zijn opgebouwde pensioenpot. De pensioenfondsen worden door deze eisen gestimuleerd om te beleggen in eenvoudig te waarderen, liquide effecten. Dan kunnen er immers gemakkelijker continue inschattingen worden gemaakt over de dekkingsgraad, en daarmee over de haalbaarheid van de toezeggingen. De rekenrente waartegen verplichtingen worden gediscoteerd, speelt hierbij een centrale rol.

Zijn er aanpassingen in het pensioenstelsel mogelijk die zowel de positie van pensioengerechtigden (deelnemers) versterken als voor de samenleving als geheel wenselijk zijn? De samenleving zou profijt kunnen hebben van een beleggingsbeleid van pensioenfondsen dat meer op de lange termijn is gericht (OECD, 2011). Uiteindelijk worden de hoogte en houdbaarheid van pensioenen bepaald door de in de reële economie gegenereerde toegevoegde waarde. Het pensioenvermogen moet dan ook bijdragen aan de economische groei. Vanwege het langetermijnkarakter van pensioentoezeggingen zou hierbij een lange beleggingshorizon passen. De kortetermijnimpulsen in het huidige stelsel – veroorzaakt door gesuggereerde zekerheden en verdelingsvraagstukken – staan hiermee op gespannen voet.

Een productieve benutting van pensioenvermogen moet centraal staan. Het is immers de groei van de economische activiteit waar pensioenen van afhankelijk zijn. Vanuit dit perspectief is het evident dat het pensioenvermogen als geheel bloot moet staan aan risico. Het moet meebewegen met (en bijdragen aan) de economische ontwikkeling, juist in het belang van deelnemers. De 'fictie van zekerheid' in ons pensioensysteem is dan ook onhoudbaar, of inderdaad niet meer dan een 'fictie'. Het is dus onwenselijk (en onmogelijk) om een groot pensioenvermogen – inmiddels meer dan anderhalf keer het nationaal inkomen – niet mee te laten bewegen met de economische ontwikkeling. Daarmee is ook evident dat het pensioenstelsel als geheel (en dus ook het opge-

bouwd vermogen) onderhevig is aan risico's. Het nadrukkelijker onderkennen hiervan kan het mogelijk maken risico's te 'fine-tunen': bijvoorbeeld meer risico in het beleggingsbeleid voor hogere pensioenen dan voor lagere pensioenen, en minder risico naarmate de pensioenleeftijd dichterbij komt.

Huishoudens staan dus ook via het pensioenstelsel bloot aan financiële dynamiek. Tegenvallende ontwikkelingen op financiële markten beïnvloeden de waarde van de beleggingen en verplichtingen van pensioenfondsen. En door de grote rol van markttrentes in de berekening van dekkingsgraden hebben dalingen of stijgingen van de rente linksom of rechtsom invloed op het beleid van pensioenfondsen en leiden zij tot aanpassingen in pensioenpremies en -uitkeringen. Dit werkt vervolgens weer door op de bestedingsruimte van Nederlandse huishoudens (van zowel gepensioneerden als werknemers) en dus op de consumptiepatronen. Onzekerheden omtrent de dekkingsgraad van pensioenfondsen tasten het vertrouwen bij deelnemers aan, hetgeen weer een zelfstandig (versterkend) effect heeft op de consumptie en de volatiliteit van de economie.

5.2.3 KWETSBAARHEDEN DOOR GROTERE FINANCIËLE VERANTWOORDELIJKHEDEN

Huishoudens hebben meer eigen verantwoordelijkheid gekregen op sociaaleconomisch gebied. Zo moeten zij steeds vaker zelf voorzieningen treffen voor studiefinanciering, zorgkosten, verzekeringen en pensioenen door middel van de aanschaf van diverse financiële producten. Een belangrijke vraag is in hoeverre de vergrote financiële eigen verantwoordelijkheid heeft geleid tot een grotere kwetsbaarheid bij huishoudens. Financiële producten zijn door hun aard vaak lastig te doorgronden. De meeste consumenten schaffen heel incidenteel financiële producten aan, waardoor zij in beperkte mate kunnen terugvallen op eerdere kennis en ervaring. Veel producten zijn bovendien ingewikkeld, met verborgen risico's die vooraf lastig in te schatten zijn. Dit geldt des te meer, doordat veel financiële producten een lange looptijd hebben en de risico's zich pas veel later manifesteren (Muller et al., 2014).

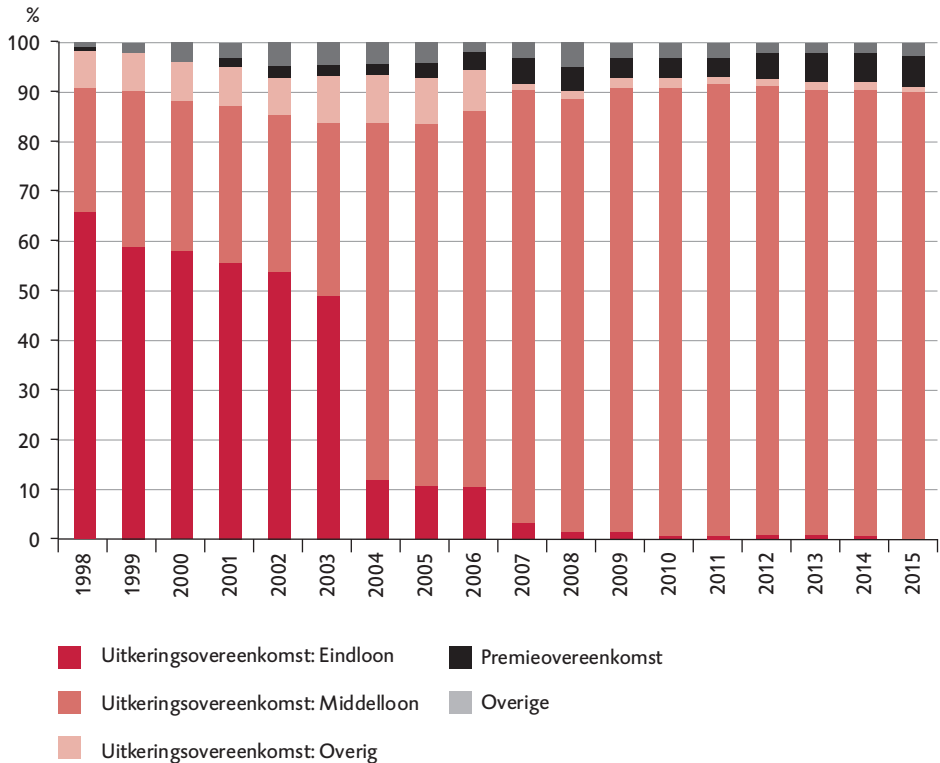
Bovendien moeten de mogelijkheden van mensen om hun financiële zaken goed te kunnen regelen niet worden overschat. Kennis van financiële diensten blijkt bij veel consumenten beperkt te zijn (Zingales, 2015). Daarnaast wijst gedragswetenschappelijk onderzoek uit dat consumenten niet handelen conform het vaak veronderstelde 'rationele keuzemodel', waardoor het gevaar bestaat dat consumenten de 'verkeerde' keuzes maken en te grote risico's nemen (Tiemeijer, Thomas en Prast, 2009; WRR, 2014a). Bovendien zijn persoonskenmerken van belang. Zo zijn verslavingsgevoeligheid en een laag zelfvertrouwen eigenschappen waardoor mensen eerder in financiële problemen komen. Mensen kunnen in een negatieve

spiraal raken: wanneer zij stress ondervinden door een verslechterde financiële positie, zijn zij minder goed in staat om verstandige keuzes te maken, wat de financiële positie verder verslechtert (Tiemeijer, 2016).

Een recent voorbeeld van verhoogde financiële kwetsbaarheid van huishoudens heeft zich voorgedaan bij hypotheeken. Als de omvang van een hypotheekschuld ten opzichte van de waarde van het huis hoog is, zorgen dalende huizenprijzen er sneller voor dat huishoudens 'onder water' staan. Sinds de financiële crisis en de neergang op de woningmarkt heeft 35 procent van de ruim 4 miljoen Nederlandse hypotheekhouders in 2014 te maken gehad met een negatieve overwaarde (NIBUD, 2014). Velen van hen zijn bij de verkoop van hun woning met een restschuld blijven zitten. In veel gevallen betreft het relatief jonge mensen die op het hoogtepunt van de huizenmarkthausse een huis hebben gekocht. Deze mensen hebben echter vaak maar in beperkte mate beschikking over liquide middelen om eventuele verliezen op te kunnen vangen (NIBUD, 2014).

Een ander voorbeeld betreft veranderingen in het pensioensysteem, waardoor financiële risico's nadrukkelijker bij de consument zijn komen te liggen. Werkgevers kopen hun verplichting aan het pensioenfonds van hun werknemers steeds vaker af, want zij hebben dan geen bijstortverplichtingen meer. De risico's worden daardoor naar de deelnemers verschoven. Daarnaast vallen zzp'ers niet onder een pensioenregeling, zij moeten dus zelf 'de markt' op. Ook worden pensioenregelingen eerder afgetopt (bijvoorbeeld geen opbouw boven 100.000 euro). Premieovereenkomsten worden populairder, waarbij niet het niveau van de uitkering, maar alleen die van de premie vaststaat (zie figuur 5.8). Dergelijke regelingen leggen expliciet beleggingsrisico's bij de deelnemer. Uit recent onderzoek van de AFM (2015) blijkt dat een derde van de burgers minder pensioen gaat ontvangen dan de beoogde bestedingsbehoefte. Het is dus zeker niet vanzelfsprekend dat mensen erin zullen slagen om goed om te gaan met deze grotere financiële verantwoordelijkheden.

Nederlandse huishoudens zijn afhankelijker geworden van de financiële sector en staan meer bloot aan financiële dynamiek. Een belangrijke reden hiervoor is de sterke groei van de hypotheekschulden. Een gevolg hiervan is dat consumptieve bestedingen meer afhangen van variaties in de rente en de ontwikkeling van huizenprijzen. Nederlandse huishoudens worden via het pensioenstelsel eveneens beïnvloed door financiële dynamiek. Pensioenfondsen zijn afhankelijk van markttrentes en beleggingsrendementen. De dynamiek op financiële markten heeft daarmee grote effecten op de financiële positie van huishoudens. Ook hebben huishoudens in de afgelopen decennia meer verantwoordelijkheid gekregen of genomen op sociaaleconomisch gebied, waarmee een groter beroep wordt gedaan op hun financiële zelfredzaamheid.

Figuur 5.8 Veranderende pensioenvormen, 1998-2015

Bron: DNB statistieken, tabel 8.11

5.3 HET BEDRIJFSLEVEN IN EEN VERANDERDE FINANCIËLE OMGEVING

Net als huishoudens heeft ook het Nederlandse bedrijfsleven de gevolgen onder-
vonden van veranderingen in de financiële omgeving. Het bedrijfsleven wordt
geconfronteerd met een meer dynamische en dominante financiële sector. De
effecten hiervan zijn echter niet eenduidig. Subparagraaf 5.3.1 beschrijft deze ont-
wikkelingen en de consequenties daarvan in meer detail. Grofweg zien we een
splitsing tussen het MKB en de grote bedrijven. Het MKB is op financieel gebied
kwetsbaar, door zijn financieringsstructuur (een hoog aandeel van schulden) en
zijn financieringsbronnen (een grote afhankelijkheid van bancaire krediet) (para-
graaf 5.3.2). Dat speelt minder voor het grootbedrijf. Daarin vormt vooral de vola-
tiele financiële omgeving een bedreiging (paragraaf 5.3.3). De grote bedrijven wor-
den in hun strategie en bedrijfsvoering meer dan voorheen beïnvloed door finan-
ciële prestatie-indicatoren, zoals beurskoersen en kredietbeoordelingen (paragraaf
5.3.4).

5.3.1 ONTWIKKELINGEN IN DE FINANCIERING VAN HET NEDERLANDSE BEDRIJFSLEVEN

Voordat we ingaan op de financiële aspecten, geven we eerst meer algemene informatie over het Nederlandse bedrijfsleven.

Belang van MKB voor economie

In de Nederlandse economie speelt het MKB een belangrijke rol. Het MKB is verantwoordelijk voor ongeveer 60 procent van de werkgelegenheid in het bedrijfsleven en voor iets meer dan de helft van de in het bedrijfsleven gegenereerde toegevoegde waarde. Het binnenlands grootbedrijf en de multinationals nemen de rest voor hun rekening (zie tabel 5.1).

Tabel 5.1 Economisch belang van verschillende typen Nederlandse bedrijven (2010)

	Groot international	Groot geen international	Klein	Totaal SFO	NR
Aantal ondernemingen	852	752	272967	274571	
Aantal werknemers (*1000) ^a	936	446	2066	3447	4105
Idem per onderneming ^b	1098	592	8	13	
Bruto toegevoegde waarde (mld euro)	92,6	47,9	122,2	262,8	327,9
Idem per onderneming (mln euro) ^b	108,7	63,7	0,4	1,0	
Loonsom (mld euro)	54,1	24,1	91,2	169,5	201,8
Idem per werknemer (dzd euro) ^b	57,8	54,2	44,2	49,2	49,2

a Het aantal werknemers voor totaal Statistiek Financiën Ondernemingen (SFO) is berekend door de loonsom per werknemer gelijk te stellen aan het NR-gemiddelde.

Gegeven het aantal werknemers groot uit de Statistiek Financiën Grote Ondernemingen (SFGO) is het aantal werknemers van klein berekend als restpost.

b Gemiddelde.

Toelichting: MKB-bedrijven zijn hier gedefinieerd als ondernemingen met een omzet van minder dan €40 miljoen; multinationals zijn ondernemingen met buitenlandse groepsmaatschappijen.

Bron: Jansen en Ligthart (2014:15)

Hoewel het grootbedrijf en de multinationals van oudsher een belangrijke rol spelen binnen de Nederlandse economie, is dit belang de afgelopen decennia relatief afgenomen. Dit is deels het gevolg geweest van de uitdijende dienstensector. Dienstverlenende bedrijven zijn gemiddeld kleiner, waardoor ook binnen de Nederlandse economie als geheel de kleinere ondernemingen belangrijker zijn geworden. Een andere structurele oorzaak kan gelegen zijn in de toegenomen dynamiek op productmarkten, met meer toetreding van nieuwe ondernemingen, waartegen grote bedrijven en multinationals moeten opboksen.⁴ Ook speelt informatietechnologie een rol, waardoor het markt bereik van kleinere ondernemingen aanzienlijk is vergroot.

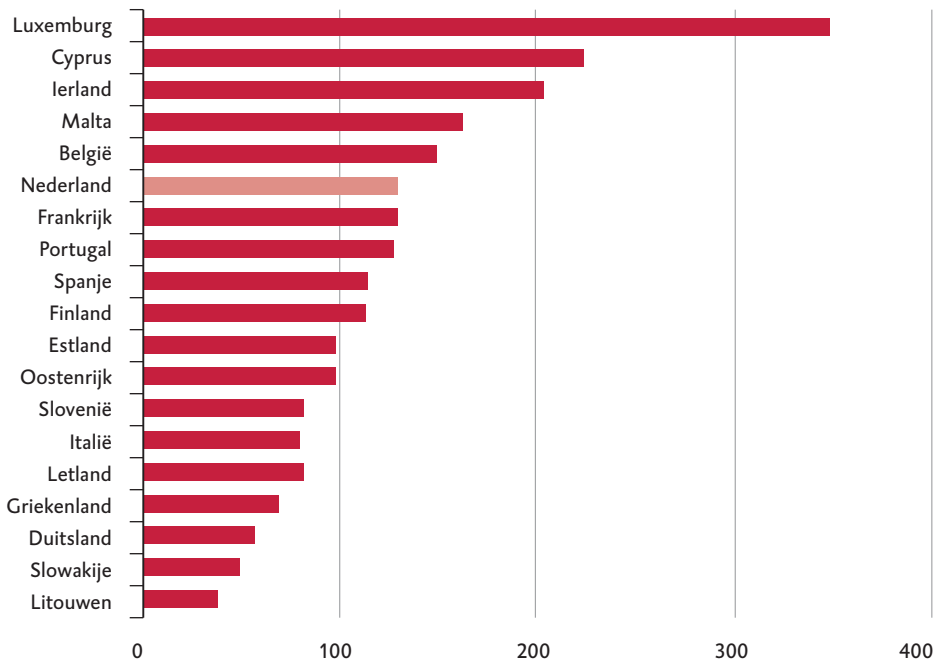
Schuldenquote van bedrijfsleven daalt licht

Het geaggregeerde schuldniveau van het Nederlandse bedrijfsleven is over de afgelopen decennia relatief stabiel. Na een aanvankelijke stijging rond de eeuwwisseling is de schuldenquote na het knappen van de internetzeepbel weer aan het dalen (Jansen en Ligthart, 2014: 12). Internationaal vergeleken is het schuldenniveau van het Nederlandse niet-financiële bedrijfsleven relatief hoog (zie figuur 5.9). Deels komt dit door het hoge aandeel leningen tussen bedrijven binnen één concern. Maar zelfs als daarvoor gecorrigeerd wordt, is het schuldniveau van 85 procent van het bbp, internationaal vergeleken hoog (DNB, 2016b: 34)

Figuur 5.9 Schuldenniveau niet-financiële bedrijven 2014 internationaal vergeleken

Niet-geconsolideerde schuld, in procenten bbp, eind 2014.

Niet-financiële bedrijven



Bron: DNB 2016b: 32

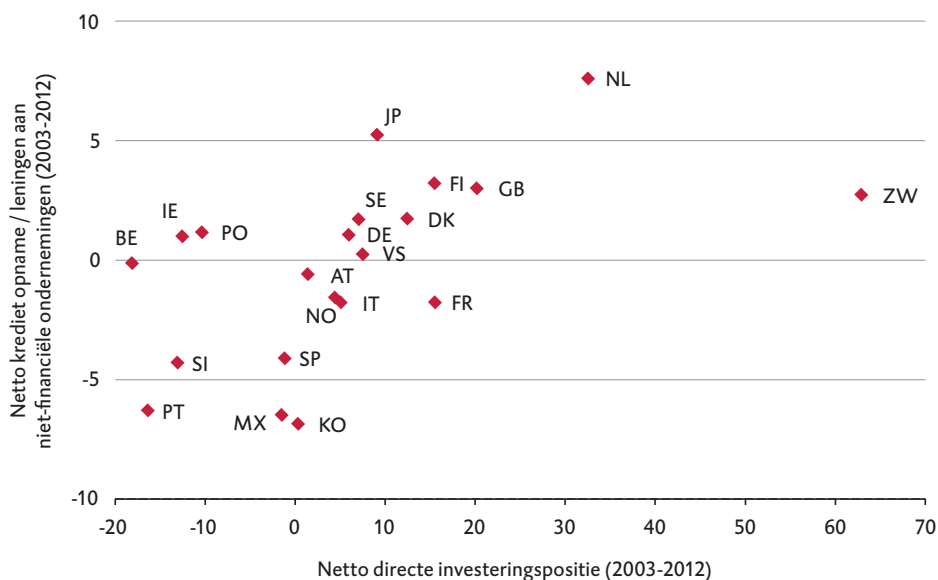
Grootbedrijf genereert meer besparingen

Het MKB en het grootbedrijf verschillen ook sterk op het gebied van besparingen. De omvangrijke besparingen van het Nederlandse bedrijfsleven worden vrijwel geheel gegenereerd door de grote ondernemingen, vaak multinationals (Jansen en Ligthart, 2014; Bezemer en Muysken, 2015). De hoge besparingen bij grote bedrijven zijn het resultaat van relatief hoge winsten, lagere belastingen en hogere belas-

tingvrije winsten in het buitenland. De effectief betaalde belasting op nettowinsten daalde bijvoorbeeld van 20 procent in de jaren tachtig tot 10 procent anno 2016.

Het gevolg van de hoge besparingen bij multinationals is terug te zien in figuur 5.10. Daarin zijn bedrijfsbesparingen uitgezet tegen de buitenlandse investeringen voor 21 OESO-landen. Zoals eerder is opgemerkt, zijn de besparingen bij niet-financiële ondernemingen (y-as) in Nederland in vergelijking met het buitenland hoog. Ook de netto-investeringspositie in het buitenland (x-as) van Nederland is hoog, dat wil zeggen dat Nederland meer dan andere landen investeert in het buitenland. Alleen Zwitserland scoort hoger.⁵

Figuur 5.10 Besparingen van niet-financiële bedrijven en netto buitenlandse investeringen, 2003-2012



Toelichting: Nederlandse cijfers zijn exclusief Bijzondere Financiële Instellingen (houdster- en financieringsmaatschappijen)

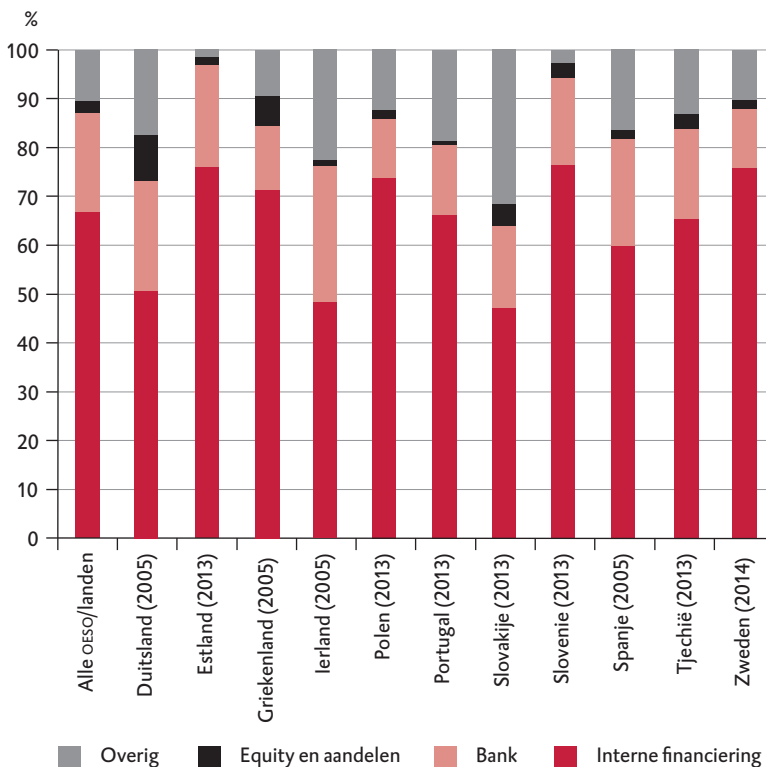
Bron: Eggelte et al. (2014: 31)

Extern financieren is lastig voor het MKB

Ten slotte verschillen bedrijven in de bronnen die zij kunnen aanboren voor het financieren van hun activiteiten. Bedrijven kunnen kiezen tussen interne of externe financiering. Bij interne financiering worden investeringen gefinancierd uit de opbrengst van de bedrijfsactiviteiten (winstinhouding). Uit onderzoek blijkt dat interne financiering de belangrijkste financieringsbron is voor ondernemingen: in veel landen dekt die meer dan de helft van de totale financieringsbehoefte; zie

figuur 5.11 (Mayer, 1988; Beck, Demircuc-Kunt en Levine, 2004). Bij externe financiering komen financiers van buiten de onderneming in beeld. Externe financiering bestaat grofweg uit vier vormen: (1) extern eigen vermogen; (2) obligatie-emissies; (3) (bank)leningen; en (4) handelsfinanciering (bijvoorbeeld bij exporten). De eerste vorm betreft het aantrekken van eigen vermogen door het uitgeven van aandelen aan externe aandeelhouders (onderhands dan wel via de beurs). De overige drie vormen – obligatie-emissies, (bank)leningen en handelsfinanciering – worden vreemd vermogen (of: schuldfinanciering) genoemd.

Figuur 5.11 Financieringsbronnen voor investeringen het bedrijfsleven

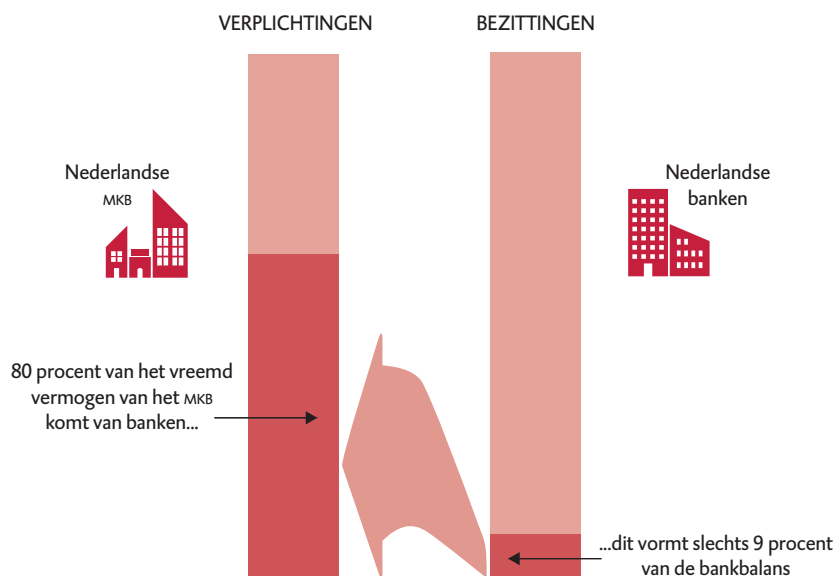


Bron: World Bank Enterprise Surveys

Grote bedrijven kunnen in vergelijking met het MKB kiezen uit een breed palet aan externe financieringsopties. Het Nederlandse grootbedrijf maakt gebruik van bankkrediet, maar heeft daarnaast toegang tot de openbare obligatiemarkten. Ook is het voor grote bedrijven gemakkelijker om eigen vermogen aan te trekken door de uitgifte van aandelen. Het Nederlandse MKB is – net als het MKB in veel andere landen – wat betreft externe financiering primair afhankelijk van bancaire krediet, al moet wel worden opgemerkt dat een groot deel van het MKB geen beroep doet op externe financiering. Wel maken veel kleine en middelgrote bedrijven gebruik van

een rekening-courantkrediet: een betaalrekening waarbij de ondernemer tot een bepaald bedrag 'rood' mag staan. Van de externe financiering die naar het MKB vloeit, is ongeveer 80 procent afkomstig van banken (Bijlsma, Van Veldhuizen en Vogt, 2015). Omgekeerd vormen MKB-leningen op de bankbalansen nog geen 9 procent van de totale balans. Met andere woorden, terwijl het MKB sterk afhankelijk is van het Nederlandse bankwezen, zijn banken minder afhankelijk van het MKB (zie figuur 5.12).

Figuur 5.12 MKB-afhankelijkheid van het bankwezen



Bron: gebaseerd op gegevens van DNB (2015:15) en Bijlsma et al. (2015:3)

5.3.2 MKB IS FINANCIËEL KWETSBAAR EN STERK AFHANKELIJK VAN BANKEN

Kapitalisering bij MKB is problematisch

Kleine en grote bedrijven verschillen wat betreft de rol van schuldfinanciering (vreemd vermogen) in hun totale vermogen. Kijken we naar de solvabiliteit van het bedrijfsleven (dat is het aandeel eigen vermogen in het balanstotaal), dan is het aandeel eigen vermogen van het MKB lager dan dat van het grootbedrijf: 33 procent tegenover 48 procent (Verhoeven et al., 2010). Dat betekent dat het MKB voor financiering relatief sterk afhankelijk is van vreemd vermogen (schulden). Aangezien de solvabiliteit gebruikt wordt als indicator van de mate waarin bedrijven in staat zijn om aan hun langetermijnverplichtingen te voldoen, letten kredietverleners hierop bij de beoordeling van een kredietaanvraag. Bedrijven met een gezonde solvabiliteit komen bij economische tegenslag of verandering in marktomstandigheden niet direct klem te zitten (zie tekstbox 5.2).

Tekstbox 5.2 Het belang van eigen vermogen in een veranderlijke omgeving

Terwijl het Nederlandse MKB gemiddeld genomen qua solvabiliteit redelijk stabiel was in de afgelopen twintig jaar (Verhoeven et al., 2010) maar wel onveranderlijk laag, is de dynamiek van de economie sterk toegenomen. Zoals de WRR (2013a) dat in een eerder rapport formuleerde:

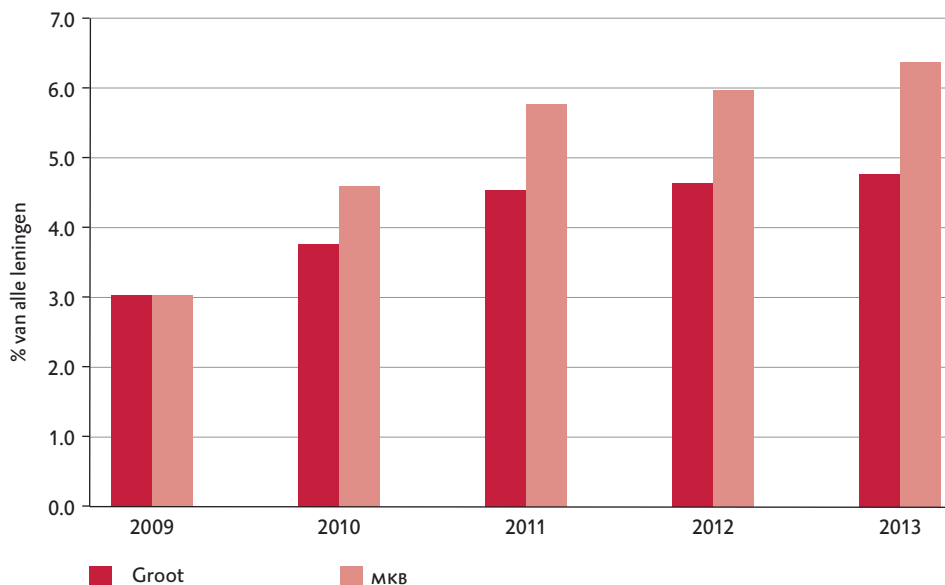
Tegenwoordig zijn vernieuwing en aanpassing aan nieuwe aanbieders, varianten, klanten en eisen verworden tot permanente activiteiten. Innovatie en de snelheid van adaptatie worden meer dan in het verleden bepalend voor de concurrentiepositie en overlevingskansen van bedrijven – denk bijvoorbeeld aan de op- en neergang van Nokia. Dat betekent dat ondernemingen soms snel marktaandeel kunnen winnen, maar dat ook weer bijna even snel kwijt kunnen raken. Het wordt een permanente uitdaging om daarmee te leren omgaan (WRR 2013a: 214-216).

In een dergelijke veranderlijke omgeving is het juist van belang voor bedrijven om hun financiële positie dusdanig te organiseren dat zij tegen een stootje kunnen. In dat opzicht is het onveranderlijk lage eigenvermogensaandeel op de balans van het MKB een punt van aandacht.

De combinatie van relatief lage solvabiliteit met geringe besparingen maakt dat de financiële balansen van een significant deel van het MKB fragiel zijn. Dit blijkt bijvoorbeeld uit het feit dat het percentage problematische leningen voor deze groep vanaf 2009 sneller is gestegen dan bij grote bedrijven. In 2009 lag dat aandeel problematische leningen voor grote en kleine bedrijven nog op 3 procent. Maar daar waar dit vanaf 2011 voor de grote bedrijven stabiel op 4,75 procent is gebleven, is het in het geval van het MKB tot ruim boven 6 procent gestegen (zie figuur 5.13). Dit is ook vanuit het oogpunt van werkgelegenheid een zorg.

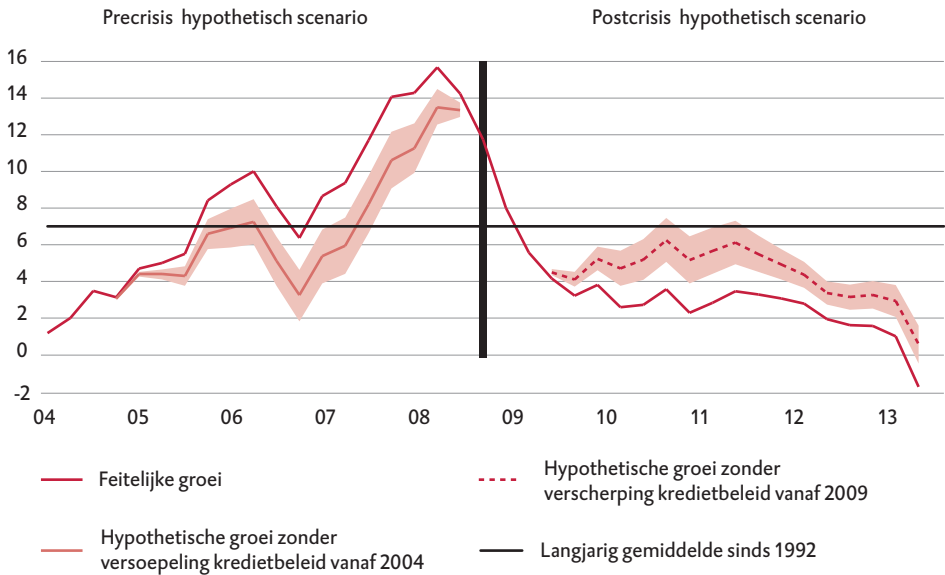
Financiële crisis treft MKB extra hard

De sterke afhankelijkheid van bankfinanciering maakt het MKB kwetsbaar voor problemen in het bankwezen. De financiële crisis en de daaropvolgende recessie lieten zien dat een bankgeoriënteerde economie zoals Nederland hard werd geraakt, omdat het bedrijfsleven minder makkelijk kon overstappen op alternatieve financieringsbronnen (Bijlsma, Van veldhuizen en Vogt, 2015; Van Beers et al., 2015). Aangezien banken instellingen zijn met een hoog aandeel schulden in hun vermogen (leverage), is er bij economische of financiële neergang dus een dubbele klap: niet alleen verzwakt de positie van het MKB, ook het bankwezen waar het van afhankelijk is, komt klem te zitten.

Figuur 5.13 Problematische leningen bij MKB en grootbedrijven

Bron: Bezemer en Muysken (2015)

Sinds de crisis hebben banken dan ook juist op het gebied van MKB-financiering hun kredietbeleid aangescherpt. In figuur 5.14 zien we die daling in de groei van bancaire kredietverlening, waarbij sinds 2013 sprake is van een nettokrimp. De rode zone geeft de hypothetische ontwikkeling van kredietgroei aan als banken hun kredietbeleid in aanloop naar de crisis niet hadden versoepeld: die was dus flink lager geweest. De groene zone laat zien dat als banken hun kredietbeleid niet hadden aangescherpt, kredietverstrekking minder hard was gedaald. De procyclische werking van het bankwezen, en dat nog eens versterkt door de risico-gewogen kapitaaleisen van Bazel II (zie hoofdstuk 4), is evident op basis van deze figuur. Overigens past hierbij wel de opmerking dat het MKB mede zelf veroorzaker was van een uitbundige kredietvraag voor de crisis, en vermindering van de vraag daarna.

Figuur 5.14 Procentuele jaargroei van bancaire kredietverlening aan bedrijven

Bron: DNB (2014b : 33)

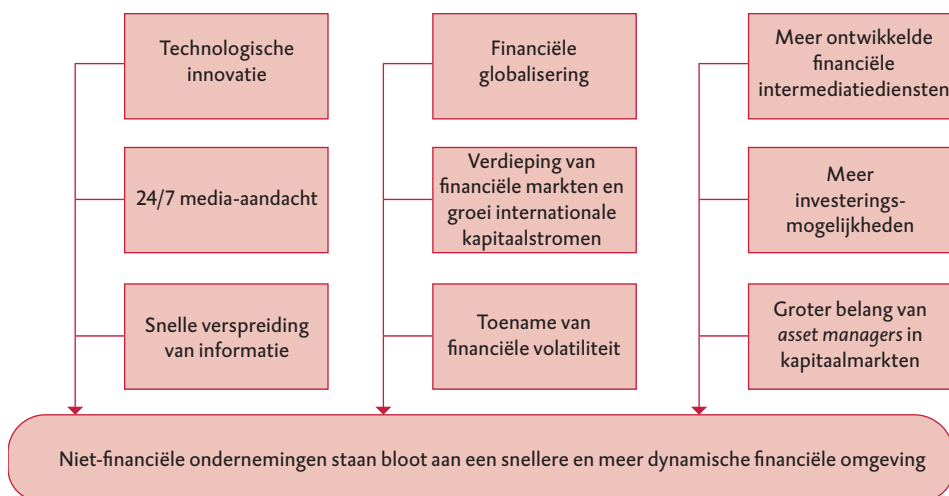
De problemen van het MKB bij het verkrijgen van toegang tot krediet na de financiële crisis hebben ertoe geleid dat de positie van dit deel van het bedrijfsleven sinds enige jaren in de belangstelling staat. Specifieke onderzoeken van CPB, DNB en SER naar de oorzaken van deze knelpunten wijzen daarbij op een aantal factoren, zowel aan de vraag- als aan de aanbodzijde (CPB, 2014; DNB, 2014b; SER, 2014). Aan de vraagkant wordt gewezen op de stagnerende consumptieve vraag. Maar ook structurele oorzaken kunnen worden genoemd, zoals de invloed van de ‘internetrevolutie’ binnen de retailsector. Ook zien we dat het onderpand van het MKB (meestal bedrijfsgebouwen of de eigen woning van de ondernemer) door de crisis in waarde is gedaald. Aan de aanbodzijde speelt het feit dat banken hun eigen-vermogenspositie versterkten, mede in reactie op aangescherpte kapitaaleisen. Bank deden dit vooral door een combinatie van winstinhouding en beperking van de kredietverlening, waar vooral het MKB onder te lijden heeft gehad. Daarnaast is de MKB-financiering relatief risicovol, zeker door de lage kapitalisatie van veel MKB-bedrijven (SER, 2014). Ook zien we dat banken hun financieringsbeslissingen veelal hebben gestandaardiseerd en dat er een grotere afstand is ontstaan met het bedrijfsleven. Dat is met name voor het MKB nadelig.

Gelet op het belang van het MKB voor de Nederlandse economie past de conclusie dat de Nederlandse status quo te wensen overlaat. In dat opzicht sluiten wij ons aan bij de constatering van de SER dat ‘de Nederlandse financiële infrastructuur momenteel niet ideaal is voor MKB-financiering’ (SER, 2014:8).

5.3.3 EEN VOLATIELERE FINANCIËLE OMGEVING VOOR GROTERE BEDRIJVEN

De financiële omgeving van het grotere bedrijfsleven is in de afgelopen decennia sterk van karakter veranderd. Ondernemingen voelen een toenemende druk van beleggers. Door technologische veranderingen zijn transactiekosten sterk verlaagd, waardoor het voor beleggers eenvoudiger is om hun beleggingsportfolio's aan te passen. Bovendien zijn beleggingsmogelijkheden sterk uitgebreid door financiële globalisering. Ook informatietechnologie (het internet bijvoorbeeld) speelt een grote rol: informatie is snel en wijdverbreid beschikbaar. Dit alles draagt eraan bij dat beleggers worden overladen met informatie en met beleggingsmogelijkheden. *Asset management* of vermogensbeheer – als specialistische bedrijfstak – speelt in op deze ontwikkelingen. Een andere belangrijke trend is dat beleggers uit de kluwen aan relevante informatie over de prestaties van bedrijven meer en meer focussen op hapklare indicatoren, zoals kredietbeoordelingen of de ontwikkeling van beurskoersen (Olesiński et al., 2014: 13-16). Dit alles heeft eraan bijgedragen dat niet-financiële bedrijven worden geconfronteerd met een steeds meer dynamische en snellere financiële omgeving (zie figuur 5.15).

Figuur 5.15 Ontwikkelingen in financiële markten



Bron: Op basis van Olesiński et al. (2014: 14)

Meer macht voor aandeelhouders

Dat het Nederlandse bedrijfsleven blootstaat aan de dynamiek van financiële markten is niet altijd zo geweest (zie hoofdstuk 3). Tot de jaren tachtig van de vorige eeuw waren Nederlandse bedrijven relatief vrij van de invloed van externe (niet-bancaire) financiers en de beurs. Oorzaken hiervan waren de relatief late groei in externe financiering, de beperkte mobiliteit van kapitaal en de minder ontwikkelde financiële markten. Daarnaast had Nederland ook bijzondere *corporate*

governance-arrangementen (regels voor behoorlijk ondernemingsbestuur). Het toen geldende structuurregime regelde de bestuurlijke machtsverdeling binnen grote ondernemingen. Er lag veel macht bij de raden van commissarissen (die zeer autonoom konden opereren, en via coöptatie zichzelf in stand hielden). Al deze factoren zijn vooral vanaf de jaren negentig anders komen te liggen. Vrije kapitaalstromen, de proliferatie van financiële markten, een grotere gerichtheid op externe financiering en aanpassingen in de wet- en regelgeving op het gebied van corporate governance (onder meer afzwakking van het structuurregime) hebben de machtsverhoudingen in het bedrijfsleven opengegoid.⁶ Daarnaast kwam er ook een in de wet verankerde corporate governance-code – de Code-Tabaksblat – die de rechten van aandeelhouders explicieter markeerde. Dit alles leidde tot een grotere invloed van financiële dynamiek op Nederlandse ondernemingen.

Er zijn diverse positieve effecten van deze ontwikkelingen te noemen. Externe druk op organisaties kan grote waarde hebben. De vroegere praktijk van zichzelf in stand houdende raden van commissarissen had als nadeel dat ondernemingsbesturen te veel achteroverleunden. In de jaren zeventig liep het vroegere systeem niet voor niets vast. Grote conglomeraten zoals Philips en Ogem bleken inefficiënt te opereren en waren niet goed voorbereid op de toekomst. Bedrijven moeten nu meer dan ooit inspelen op kansen en met nieuwe producten en ideeën komen. Er is een dynamiek waar we met zijn allen beter van kunnen worden. De voorspelbaarheid van voorheen was in sommige opzichten dan ook gewoon verstarring.

De keerzijde van deze ontwikkelingen is dat sprake kan zijn van een ‘ontworteling’ van het bedrijfsleven. Fusies, overnames en majeure ingrepen in de structuur van ondernemingen zijn veel eenvoudiger door te voeren dan vroeger. Ook internationale financiële transacties zijn makkelijker geworden en door de economische globalisering zijn activiteiten makkelijker verplaatsbaar over de grens (zie ook SER, 2008). Het risico bestaat dat bedrijven onder druk van deze turbulentere omgeving meer gaan focussen op kortetermijndoelstellingen. Er ontstaat dan een transactiegerichtheid, die maakt dat het bestuur van de onderneming zich meer bezighoudt met ‘kwartetten’ (aan- en verkoop van bedrijfsonderdelen). Hiermee dreigt een onderneming te verworden tot ‘los zand’. Mogelijk wordt daardoor het bindende vermogen van ondernemingen, en daarmee de toegevoegde waarde ervan, aangetast. Het gevaar is dat de balans zoekraakt: verstarring is onwenselijk, maar er is wel een bepaald bindend vermogen nodig dat een onderneming doet floreren als samenwerkingsverband.

5.3.4 STERKERE FOCUS OP FINANCIËLE INDICATOREN

Grote beursgenoteerde bedrijven worden continu in de gaten gehouden door de vele partijen die bij de beurs betrokken zijn: analisten, consultants, kredietbeoordelaars, (zaken)banken en ook de media. Ondernemingen zijn zich daardoor meer gaan richten op de beoordelingscriteria die deze partijen hanteren. Een aspect hier-

van is dat bedrijven veel meer zijn gaan focussen op financiële prestatie-indicatoren, zoals de beurskoers. Ondernemingen trachten die indicatoren ook op verschillende manieren te beïnvloeden. Hierdoor bestaat het gevaar dat bij strategische keuzes niet langer centraal staat of die vanuit een waardecreatieperspectief optimaal zijn, maar of zij de gewenste ‘signalen’ naar buiten brengen. In plaats van dat financiële indicatoren een *reflectie* zijn van de prestaties van de onderneming, worden ze steeds meer het *doel* van de onderneming. Dit heeft in bepaalde opzichten de wispelturigheid bij sommige ondernemingen versterkt.

Overmatige aandacht voor aandeleninkoopprogramma's en winstverwachtingen

Een manier waarop ondernemingen trachten de beurskoers te beïnvloeden, is via grootschalige *share buyback*-programma's, dus door eigen aandelen te kopen. Het management tracht hiermee een positief signaal af te geven over het wel en wee van de onderneming. Het bestuur wil zo bijvoorbeeld aangeven dat er grote winsten worden verwacht en dat de onderneming het zich dus kan veroorloven om geld uit te keren aan aandeelhouders. Het kan ook als signaal bedoeld zijn dat de onderneming de ‘tucht van aandeelhouders’ accepteert door geen liquide middelen in de onderneming te laten zitten (wat mogelijk verkeerd gebruikt kan worden). Deze opkoopprogramma's hebben vaak een positief koerseffect, maar vanuit een waardecreatieperspectief zijn ze lang niet altijd evident.⁷ In elk geval wordt de interactie (en wederzijdse afhankelijkheid) tussen de onderneming en de financiers hierdoor versterkt.

Een ander voorbeeld is het afgeven van winstverwachtingen. Dit heeft in het recente verleden geleid tot het op kwartaalbasis sturen van de winsten en daarmee van de aandelenkoers. Het onderscheid tussen inspelen en manipuleren is echter een glijdende schaal. Als een onderneming wordt afgerekend op het voldoen aan winstverwachtingen, dan is er een grote verleiding om bijvoorbeeld via de vrijheden die financiële verslaggevingssystemen hebben te sturen op de gewenste winst per aandeel. Een versterkende factor is het koppelen van de beloningen van het management aan deze doelstellingen. Hoewel het wenselijk kan zijn te proberen het bestuur te prikkelen om zoveel mogelijk bij te dragen aan ondernemingsprestaties, kan ook dit leiden tot een dominante focus op het bijsturen van (en inspelen op) prestatie-indicatoren.

Veranderingsdrift

Financiële markten lokken tot op zekere hoogte hyperactief gedrag uit, bij zowel investeerders, handelaren in financiële instrumenten als ondernemingsbestuurders. Dat wordt versterkt, doordat de salarissen van veel werknemers in de financiële sector vaak gekoppeld zijn aan de resultaten van die markten. Zo hangen de inkomsten van zakenbankiers af van het geld dat ze met transacties hebben verdiend, en zelfstandig financieel adviseurs worden vaak vergoed op basis van commissies. Fusies en overnames zijn voorbeelden van transacties die vaak voor hele

legers aan adviseurs en betrokkenen leiden tot extra verdiensten. Een excessieve veranderingsdrift bij ondernemingen is dan ook niet verrassend. Het management kan zich van de kook laten brengen en zich onder druk gezet voelen door de dynamiek van de financiële markten (met al hun adviseurs, zakenbankiers, analisten en consultants). Het bestuur van ondernemingen kan onder deze druk rare sprongen maken en het langetermijnperspectief uit het oog verliezen (zie ook Boot, 2010).

Het MKB is vooral via het bankwezen verbonden met de dynamiek van financiële markten. Kleine en middelgrote bedrijven hebben een relatief laag aandeel eigen vermogen op hun balans en zijn voor hun externe financiering sterk afhankelijk van het bankwezen. Banken zijn echter zelf ook financieel kwetsbaar. Dit draagt bij aan de volatiliteit van de Nederlandse economie. Dit blijkt bijvoorbeeld uit de recente financiële crisis: zowel het bankwezen als het MKB kwam in problemen. Grote bedrijven hebben in vergelijking met het MKB een diverser palet aan financieringsopties. Zij zijn dus minder afhankelijk van één bepaald financieringskanaal. Wel hebben ook zij de gevolgen ondervonden van de dynamiek van financiële markten. Het management van grote ondernemingen kan onderhevig zijn aan hyperactief gedrag en overmatig focussen op voor de financiële markt zichtbare acties. Dit kan een kortetermijnbeleid uitlokken dat niet bijdraagt aan de Nederlandse economische ontwikkeling.

5.4 FINANCIËLE VERANTWOORDELIJKHEDEN VOOR SEMIPUBLIEKE INSTELLINGEN

In de afgelopen decennia zijn onder de vlag van marktwerking, privatisering en verzelfstandiging uiteenlopende publieke activiteiten en instellingen op grotere afstand van de overheid gezet. Een ontwikkeling die voor dit rapport relevant is, is de financiële verzelfstandiging van semipublieke instellingen. Zo kregen woningbouwcorporaties, scholen en ziekenhuizen op financieel gebied een grotere eigen verantwoordelijkheid. Hierna bespreken we deze ontwikkeling (subparagraaf 5.4.1) en de risico's en afhankelijkheden die daarvan het gevolg zijn (subparagraaf 5.4.2).

5.4.1 FINANCIËLE VERZELFSTANDIGING VAN SEMIPUBLIEKE INSTELLINGEN

Vanaf de jaren negentig koos de Nederlandse overheid ervoor om via verzelfstandiging semipublieke instellingen een grotere financiële zelfstandigheid te geven. Aan deze verzelfstandigingsoperaties lagen motieven zoals professionalisering en een efficiëntere dienstverlening ten grondslag. Maar ook werd getracht risico's op grotere afstand van de overheid te plaatsen en de rijksbegroting te ontlasten. Een belangrijke privatiseringsactie was de zogeheten 'bruteringsoperatie' (Wet balansverkorting 1995), waarmee woningcorporaties volledige verantwoordelijkheid kregen voor hun eigen opereren (inclusief financiering en investeringen), al bleef de overheid betrokken vaak via waarborgfondsen. Veel semipublieke sectoren kennen een waarborgfonds – het Waarborgfonds Sociale Woningbouw is een voorbeeld – dat borg staat voor (een deel van) de verplichtingen van de desbetreffende instellingen. Door die garantstelling kunnen de instellingen goedkoper lenen. In

de loop der jaren kregen ook onderwijsinstellingen (universiteiten, hogescholen, ROC's, etc.), ziekenhuizen en andere semioverheidsactiviteiten grotere zelfstandigheid (Elsinga et al., 2014; Arkesteijn en De Jonge, 2012; zie ook hoofdstuk 6).

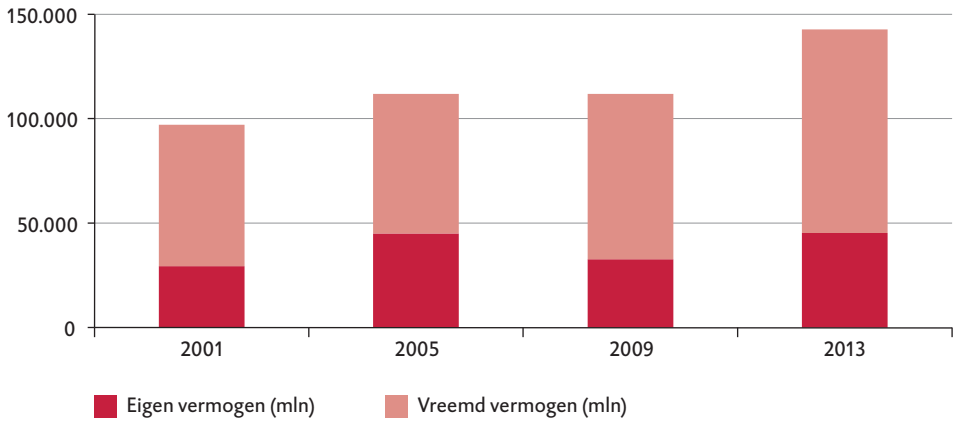
Deze semipublieke instellingen zijn veelal zelf verantwoordelijk voor hun investeringen. Daarom zijn zij meer dan voorheen aangewezen op externe financiering van financiële instellingen. In belangrijke mate doen zij hiervoor een beroep op bankleningen, primair verstrekt door de BNG Bank, de speciale (overheids)bank voor (semi)overheden en instellingen met een maatschappelijk belang, maar ook door andere financiële spelers.

Woningbouwcorporaties

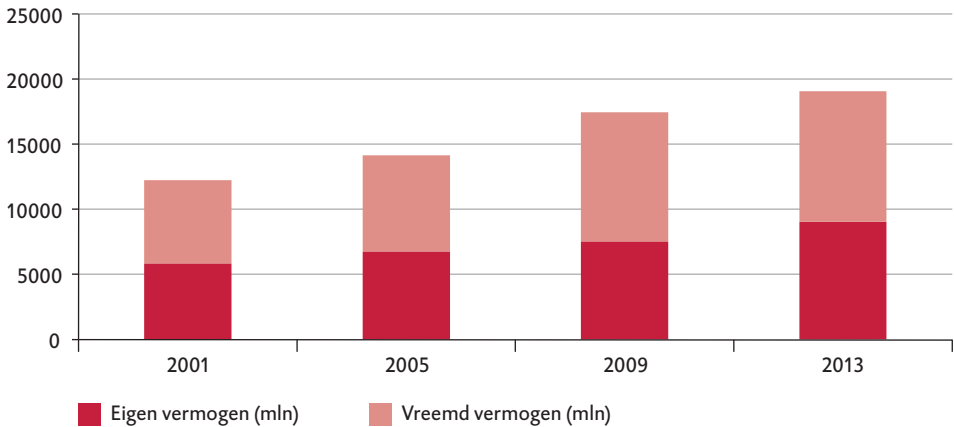
Figuur 5.16 laat zien dat de hoeveelheid vreemd vermogen bij woningbouwcorporaties tussen 2001 en 2013 sterk is toegenomen. Veruit het grootste deel van het vreemd vermogen bestaat uit langlopende leningen, die woningbouwcorporaties met name sinds 2004 zijn aangegaan om de kwaliteit van de woningvoorraad te verbeteren (WSW, 2011). Tegenover die groei van het vreemd vermogen staat ook een groei van het eigen vermogen (vooral door de gestegen waarde van het onroerend goed). Derhalve is de verhouding tussen vreemd en eigen vermogen over de gehele periode ongeveer gelijk gebleven. Daarbij moet worden opgemerkt dat het Centraal Fonds Volkshuisvesting (per 1 juli 2015: Autoriteit Woningcorporaties) het verschil tussen de kostprijs en de marktprijs van woningen meetelt als eigen vermogen, waardoor het eigen vermogen sterk kan fluctueren.

Onderwijsinstellingen

Bij onderwijsinstellingen voor voortgezet onderwijs bestaat ongeveer de helft van het vermogen uit vreemd vermogen (zie figuur 5.17). Onderling verschilt de ontwikkeling van die verhouding: bij universiteiten is sprake van een lichte toename van het aandeel vreemd vermogen, bij mbo-instellingen (ROC's) en vo-instellingen blijven de aandelen gemiddeld vrijwel constant, terwijl het eigen vermogen van hbo-instellingen gemiddeld genomen is gestegen. Dat het eigen vermogen van onderwijsinstellingen in het algemeen groot genoeg lijkt om financiële tegenvallers op te vangen, laat onverlet dat zij voor een aanzienlijk deel van hun vermogen van financiële instellingen afhankelijk zijn.

Figuur 5.16 Vreemd vermogen en eigen vermogen van woningcorporaties (in mln euro's)

Bron: Centraal Fonds Volkshuisvesting (2006:89; 2010: 46; 2014:18)

Figuur 5.17 Vreemd vermogen en eigen vermogen van onderwijsinstellingen (in mln euro's)

Bron: CBS – voor vergelijkbaarheid tussen jaren enkel cijfers voor secundair en tertiair onderwijsinstellingen

Zorginstellingen

De kapitalisatie van zorginstellingen met eigen vermogen is relatief laag. Hoewel het aandeel eigen vermogen in het totale vermogen de laatste jaren hoger is geworden (van 18% naar 24%, data CBS), hebben zorginstellingen dus relatief grote schulden, waardoor ze sterk afhankelijk zijn van financiers. De laatste jaren heeft zich dat geuit in enkele faillissementen van ziekenhuizen die niet langer aan hun verplichtingen konden voldoen.

5.4.2 AFHANKELIJKHEDEN EN RISICO'S DOOR GROTERE VERANTWOORDELIJKHEID

De grotere financiële zelfstandigheid bij semipublieke instellingen is meer dan alleen een formele overheveling van kerntaken en verantwoordelijkheden van de rijksoverheid naar de semipublieke sector. De overheveling strekt zich ook uit tot grote vastgoedprojecten, bijvoorbeeld de bouw van nieuwe scholen door het ROC Leiden. Deze financiële en vaak ook operationele verantwoordelijkheid op het gebied van vastgoedexploitatie draagt eraan bij dat semipublieke instellingen naast hun kerntaken (zoals het geven van onderwijs en verlenen van zorg) ook expertise op het terrein van vastgoed moeten ontwikkelen. Dat dit lang niet altijd goed gaat, is bekend. Er zijn veel voorbeelden te geven. Denk aan de uit de hand gelopen aankoop en renovatie van de SS Rotterdam door woningbouwcorporatie Woonbron. Of recenter: het genoemde ROC Leiden, dat moest worden gered, omdat het de financiële lasten van de ontwikkeling van twee schoolgebouwen verkeerd had ingeschat.

Uit de vele onderzoeken naar de semipublieke sector blijkt dat het hierbij niet gaat om incidenten: grotere verantwoordelijkheid op een terrein dat niet behoort tot de kerntaken van semipublieke instellingen, kan grote risico's met zich meebrengen, wat ten koste kan gaan van diezelfde kerntaken (Parlementaire Enquêtecommissie Woningcorporaties, 2014; WRR, 2014b; Commissie-Meurs, 2015). Veel van de ontsporingen bij semipublieke instellingen zijn niet het gevolg van het malafide gedrag van bestuurders, maar vaak het gebrek aan tegenspraak jegens al te bevlogen bestuurders (WRR, 2014b: 17).

Het is belangrijk te onderkennen dat de mate van complexiteit en standaardisatie bij de incidentele grote investeringsopgaves verschillend zijn in het semipublieke veld. Als we ons focussen op vastgoed, dan valt te constateren dat er bijvoorbeeld in het primair onderwijs sprake is van een redelijk grote standaardisatie van bouwopgaves die de kans op verrassingen vermindert, en de organisatie van planning, bouwmanagement en -advies vergemakkelijkt. Op het gebied van huisvesting voor primair onderwijs heeft de PO-raad voor primair onderwijs voorstellen geformuleerd voor het beheer van de huisvesting en het investeren in nieuwbouw (PO-Raad, 2015). Centraal staat hoe schoolbesturen zich bij nieuwbouw kunnen laten adviseren door deskundigen over het bouwmanagement, maar ook bij het opstellen van de huisvestingsbehoefte. In het geval van meer heterogene en minder gestandaardiseerde bouwopgaves speelt een meer complex governance probleem. De vraag is of in dergelijke situaties de publieke taak van semipublieke instellingen voldoende geborgd wordt.

Dat er risico's kleven aan de ontwikkeling van vastgoedprojecten blijkt niet alleen uit de ervaringen van semipublieke instellingen, ook gemeenten hebben dit ondervonden (zie tekstbox 5.3).

Tekstbox 5.3 Grondbedrijven van lagere overheden

Gemeentelijke grondbedrijven hebben als taak gemeentelijke grond klaar te maken voor bebouwing. Dat kan door andere private partijen daarvoor in te schakelen, maar ook door middel van ‘actief’ grondbeleid. In het laatste geval bezit de gemeente zelf de grond en maakt deze bouwrijp, om de grond vervolgens te verkopen. Omdat de grondprijzen stegen en het actief grondbeleid daardoor in de regel zeer lucratief was, kozen veel lagere overheden voor deze optie.

De gemeente Apeldoorn is een voorbeeld van waar dit misging. In 2006 werd duidelijk dat de gemeente had overschat hoeveel huizen er gebouwd konden worden. Ze zat met te veel – en vooral te hoog gewaardeerde – bouwgrond. Twee jaar later, toen de crisis zich aankondigde, werd dit probleem nog nijpender. Het gevolg was dat de bouwgrond drastisch moest worden afgewaardeerd. Bijstortingen uit de algemene middelen van de gemeenten waren noodzakelijk. Daardoor veranderde het gemeentelijk grondbedrijf van een lust in een last, die de gemeente volgens een onderzoek uit 2012 tot 90 miljoen euro kon kosten (Enquêtecommissie Grondbedrijf, 2012).

Apeldoorn is beslist niet de enige gemeente waar risico's werden onderschat: Deloitte becijferde dat de totale verliezen voor alle gemeenten tot 2,9 miljard euro konden oplopen (Deloitte Real Estate Advisory, 2011).

Semipublieke instellingen zijn daarnaast ‘structureel’ meer bloot komen te staan aan financiële dynamiek. Dat heeft te maken met de formele overheveling van financiële verantwoordelijkheden. Zo gebruiken zij financiële derivaten, dat zijn beleggingsinstrumenten die hun waarde ontleen aan de waarde van een ander goed, om risico's af te dekken op rentefluctuaties bij langlopende leningen met een variabele rente. Dit is een legitiem onderdeel van financieel beheer.⁸ Desondanks blijken ook andere motieven dan risicobeheersing een rol te zijn gaan spelen, zoals speculatie. Zo sloten woningcorporaties ook derivaten af zonder dat daar een lening aan gekoppeld was: zij namen dus een financiële positie in om geld te verdienen, niet om risico's af te dekken (Omzigt, 2013). Deze situatie leidde ertoe dat instellingen in een steeds afhankelijker positie van de financiële sector terechtkwamen (Parlementaire Enquêtecommissie Woningcorporaties, 2014). Pas zeer recent zijn door de overheid maatregelen genomen om het derivatengebruik in de semipublieke sector in betere banen te leiden.

Ten slotte blijkt uit veel onderzoeken dat de financiële expertise bij semipublieke instellingen veelal te wensen overlaat (Commissie Vermogensbeheer Onderwijsinstellingen, 2009; Omzigt, 2013). Het ontbreekt de individuele instellingen vaak aan kennis en kunde op bepaalde aspecten van hun financieel beleid en de risico's die zij lopen. Ook op sectorniveau is deze expertise maar in beperkte mate georganiseerd. Dat heeft als gevolg dat de instellingen zeer afhankelijk zijn van de advisering en informatievoorziening van externe partijen – vaak zijn dat de verstrekkers van de desbetreffende financiële producten. Bij derivatentransacties blijkt bijvoorbeeld de verkopende bank vaak ook te functioneren als adviseur en informatieverstrekker. Er zijn inmiddels twijfels gerezen over de onafhankelijkheid en onpartijdigheid van deze advisering (Centraal Fonds Volkshuisvesting, 2012). Er zijn overigens ook vraagtekens te plaatsen bij de onafhankelijkheid van ‘onafhankelijke’

adviseurs. Zij zijn permanent in contact met de leveranciers van financiële producten, en slechts incidenteel met de klant die hen inhuurt. Welke invloed heeft dit? In hoofdstuk 6 wordt hier nader op ingegaan.

Semipublieke instellingen hebben op financieel gebied meer vrijheden en verantwoordelijkheden gekregen. In reactie hierop hebben zij zich op het voorheen minder bekende terrein van financiering en (vastgoed)investeringen moeten begeven. Dit heeft geleid tot een groot aantal incidenten. Deze gebeurtenissen zijn indicatief voor de afhankelijkheid die is gecreëerd tussen het semipublieke veld en de financiële sector.

Op verschillende manieren hebben we in dit hoofdstuk de verwevenheid van de financiële sector met de samenleving laten zien. Financiële transacties lijken een grotere rol te spelen in de samenleving en de samenleving heeft zich steeds afhankelijker gemaakt van de financiële sector. Uitingsvormen lopen uiteen van een bredere beschikbaarheid van financiële producten, meer kredieten en grotere financiële stromen tot een dominantie van financiële indicatoren in de samenleving.

Bij de afhankelijkheid van huishoudens, bedrijven en semipublieke instellingen zijn de volgende zaken in het bijzonder opvallend:

- Doordat huishoudens zich in de afgelopen decennia risicovoller zijn gaan financieren – met hoge schulden en weinig eigen vermogen – zijn zij gevoeliger geworden voor prijsschommelingen op de huizenmarkt en ontwikkelingen van de rente. Hetzelfde geldt voor hun 'bezittingen' in pensioenfondsen; ook deze zijn sterk afhankelijk van marktbewegingen. Deze 'lange balansen' (veel bezit en veel schuld) maakt het wel en wee van de economie erg afhankelijk van onzekerheid rond financiële waarden: rentes, aandelenkoersen en huizenprijzen. Dit maakt huishoudens kwetsbaar en de Nederlandse economie volatieler.
 - Bedrijven worden geconfronteerd met een volatiele en dynamische financiële omgeving. Wat de grote bedrijven betreft is het belang van financiële indicatoren (zoals beurskoersen) toegenomen. Ook is er een grotere transactie-oriëntatie ontstaan met een sterkere focus op strategieën die door spelers in de financiële markten worden gewaardeerd (transacties, continue reorganisatie, inkoop van aandelen). Dit lijkt een oriëntatie op langetermijninvesteringen te bemoeilijken. Het Nederlandse MKB staat door de sterke afhankelijkheid van bancaire krediet en hoge schulden (beperkt eigen vermogen) overmatig bloot aan financiële dynamiek.
 - Semipublieke instellingen hebben de afgelopen decennia meer vrijheid en verantwoordelijkheid gekregen op financieel gebied. In reactie hierop hebben zij zich op het voorheen minder bekende terrein van financiering en investeringen begeven. Dit heeft geleid tot een groot aantal incidenten die indicatief is voor de afhankelijkheid die gecreëerd is tussen het semipublieke veld en de financiële sector.
-

NOTEN

- 1 Hoewel in het Nederlandse politieke debat over de economie het hoge saldo op de lopende rekening niet of nauwelijks wordt geïmpliciteerd, wordt het in de internationale economische literatuur gezien als onderdeel van de onevenwichtigheden die bijdragen aan de problemen in de eurozone (Holinski, Kool en Muysken, 2012).
- 2 Hypotheekschulden spelen hierbij een belangrijke rol. Zie ook het door het CPB geschetste levensloopperspectief (CPB, 2016: paragraaf 1.2.).
- 3 Sommige zijn berucht geworden onder de naam ‘woekerpolissen’.
- 4 Ze kunnen tekortschieten in wendbaarheid in een steeds dynamischer wordende (internationale) omgeving (WRR 2013a: 49-51).
- 5 Deels is dit het gevolg van rekenmethodes. De winst van buitenlandse dochters van in Nederland gevestigde multinationals worden toegekend aan het Nederlandse moederbedrijf. Een hoge winst van buitenlandse dochters leidt dus tot een hogere score op de y-as. Investerings bij dezelfde dochter worden echter gezien als buitenlandse investeringen en leiden tot een hogere score op de x-as (Eggelte et al., 2014).
- 6 Bij structuurvennootschappen kregen aandeelhouders invloed op de benoeming (en het ontslag) van commissarissen en expliciete consultatierechten (en soms instemmingsrechten). Daarnaast nam het bereik van het structuurregime af doordat de (verplichte) toepassing van dit regime niet alleen gekoppeld is aan omvang, maar ook aan de mate waarin een bedrijf zijn activiteiten binnen Nederland ontplooit; met het internationaler worden van ondernemingen vielen meer en meer ondernemingen daar buiten. Voor niet-structuurvennootschappen speelde de bescherming via coöptatie niet en hadden aandeelhouders per definitie meer bevoegdheden. Andere grote aanpassingen liepen via het aan banden leggen van (excessieve?) beschermingsconstructies.
- 7 Een bedoeling is vaak ook om een andere financiële indicator – namelijk winst per aandeel – positief te beïnvloeden. Dit heeft inderdaad een dergelijk effect, maar is een reflectie van een wiskundig verband, en niet van iets dat duidt op waardecreatie (zie Boot en Cools, 2013).
- 8 Binnen de semipublieke sector is het gebruik van deze derivaten sterk toegenomen, al zijn er belangrijke verschillen per sectorcategorie. Uit een rapport van het Centraal Fonds Volkshuisvesting blijkt dat 162 van de 400 onderzochte woningcorporaties in 2011 derivaten gebruikten (Centraal Fonds Volkshuisvesting, 2012). Ook in de zorg neemt het gebruik toe: volgens een onderzoek van PWC (Oudhuis, 2013) gebruikt ongeveer een derde van de onderzochte zorginstellingen rentederivaten. Ten slotte maakt ongeveer een derde van onderwijsinstellingen in het mbo, hbo en wo gebruik van derivaten (Botter, 2013).

6 KERNPROBLEMEN VAN FINANCIËLE VERWEVENHEID

De afgelopen decennia is de Europese financiële sector ingrijpend veranderd. Zij is in omvang explosief gegroeid. Die groei is gepaard gegaan met een toenemende concentratie en schaalvergroting, waardoor er Europese megabanken en financiële conglomeraten zijn ontstaan. Ook hebben financiële spelers en stromen een steeds sterkere internationale dimensie gekregen. Daardoor zijn financiële instellingen en markten internationaal steeds hechter met elkaar verweven geraakt.

Banken hebben daarnaast hun bedrijfsmodellen sterk gewijzigd. Het traditionele bankieren (het verstrekken van leningen aan bedrijven en huishoudens) is door veel banken uitgebreid met kapitaalmarktdiensten (zoals handelsactiviteiten, en andere meer op de financiële markten gerichte activiteiten). In de afgelopen decennia hebben bovendien financiële innovaties een hoge vlucht genomen. Instellingen zijn op grote schaal nieuwe financiële producten gaan ontwikkelen en verhandelen. In het kielzog van deze productontwikkeling zijn nieuwe financiële spelers opgekomen, zoals hedgefondsen, geldmarktfondsen en private equity-fondsen (participatiemaatschappijen). De financiële crisis heeft banken weer iets meer in de richting van de thuismarkt geduwd. En meer recent zien we de opkomst van alternatieve financieringsplatformen, zoals kredietunies en crowdfunding (financiering middels direct contact tussen investeerders en ondernemers). Zeker als we kijken naar de omvang van het bankwezen en de groei van de kredietverlening (vooral hypotheek) hebben deze ontwikkelingen zich in uitvergroete mate voorgedaan in Nederland.

Gelijktijdig met – en gerelateerd aan – deze ontwikkelingen zijn huishoudens, niet-financiële bedrijven en semioverheden in een sterk veranderde relatie tot de financiële sector komen te staan. Dit beschreven we in hoofdstuk 5. De samenleving is sterk verweven geraakt met de financiële sector. Zo zijn de private schulden sterk toegenomen, veelal gerelateerd aan de financiering van vastgoed, en hebben huishoudens steeds meer verzekeringsproducten aangeschaft. Semipublieke instellingen hebben een grotere eigen verantwoordelijkheid gekregen voor hun financiering. En financiële *metrics* (zoals beurskoersen en kredietwaardigheidscores – *credit ratings*) hebben een steeds grotere invloed op de activiteiten van bedrijven.

In dit hoofdstuk gaan we in op de maatschappelijke problemen die voortkomen uit de bovengenoemde ontwikkelingen. We identificeren drie kernproblemen, die met elkaar verband houden. De kernproblemen zijn: de instabiliteit van de financiële sector, die in de afgelopen decennia een groter economisch en maatschappelijk probleem is geworden (paragraaf 6.1); de dominantie van de financiële sector in

economie en samenleving (paragraaf 6.2); en de toegenomen kortetermijnfocus (kortzichtigheid) in economie en samenleving (paragraaf 6.3). Deze problemen vinden zowel hun *oorsprong* als hun *manifestatie* in de manier waarop de financiële sector en de reële economie en maatschappij met elkaar verweven zijn. Ze snijden dus dwars door het onderscheid ‘financiële sector’ en ‘economie-maatschappij’ heen.

6.1 FINANCIËLE INSTABILITEIT

Financiële stabiliteit is geen vanzelfsprekendheid. Voor de financiële crisis was dit enigszins op de achtergrond geraakt. Er leek sprake van een soort ‘evenwichtsperspectief’ op de financiële sector (FSA, 2009) waarbij (impliciet) werd verondersteld dat verstoringen door de sector zelf zouden kunnen worden opgevangen. De toegenomen verwevenheid, zoals besproken in hoofdstuk 4, werd ook eerder als kracht gezien, omdat hierdoor risico’s beter werden gespreid, en dat zou de stabiliteit van het systeem als geheel ten goede kunnen komen (Allen en Gale, 2000).

Er was ook een sterke nadruk op de stabiliteit van individuele spelers en minder aandacht voor de stabiliteit van het systeem als geheel. Dit betekent niet dat het systeemperspectief geen rol speelde. Vele centrale banken (zoals de Riksbank in Zweden) hadden wel degelijk macroprudentiële afdelingen die zich bezighielden met systeemtoezicht. Maar de primaire focus bij beleidsmakers en toezichthouders lag bij het wel en wee van individuele instellingen.¹ De mogelijke nadelige effecten van de steeds groter wordende verwevenheid werden hierdoor onvoldoende onderkend. De crisis heeft het macroprudentiële perspectief naar de voorgrond geschoven. Mensen zoals Claudio Borio, hoofdeconoom van de Bank for International Settlements (BIS), die al veel eerder hamerden op het belang van het systeemperspectief, worden nu weer gehoord (Borio, Furfine en Lowe, 2001; Borio, 2011).

De eerdere hoofdstukken hebben laten zien dat er binnen de financiële sector altijd kiemen aanwezig zijn voor financiële *instabiliteit*. Die kan tot uiting komen in een financiële crisis waarbij financiële instellingen niet langer aan hun contractuele verplichtingen kunnen voldoen (Crockett, 1997). Een minder dramatische uiting is een ontwrichting van de financiële sector, die ervoor zorgt dat de economische en maatschappelijke functies van de sector niet meer goed vervuld kunnen worden. Een voorbeeld is een situatie waarbij financiële instellingen ‘klem’ zitten, waardoor ze sterk op de rem moeten trappen en bijvoorbeeld niet meer kunnen voorzien in de financiering van het MKB. Vaak uit dit zich ook in een sterk procyclisch functioneren.

De term ‘systeemrisico’ verwijst naar het risico dat zich een systeemcrisis voordoet. En die term systeemcrisis is uitwisselbaar met die van ‘financiële crisis’: het collectief falen van de financiële sector waarbij verschillende spelers niet meer aan hun contractuele verplichtingen kunnen voldoen. Verschillende mechanismen in de huidige financiële sector versterken de kiemen van instabiliteit en vergroten daarmee het systeemrisico. Dit bespreken we in paragraaf 6.1.1. Vervolgens gaan we in op de complexiteit van het financieel systeem en op het belang van robuustheid. Een conclusie is dat de sector weinig robuust is, dat wil zeggen onvoldoende in staat is om interne of externe schokken zelfstandig op te vangen en daarvan te herstellen. Dit vergroot het systeemrisico en de consequenties ervan, zodra het zich manifesteert. Hier gaan we in paragraaf 6.1.2 verder op in. In paragraaf 6.1.3 staan de directe en indirecte kosten verbonden aan financiële instabiliteit centraal.

6.1.1 ZELFVERSTERKENDE EFFECTEN EN SYSTEEMRISICO

Systeemrisico’s manifesteren zich vaak als sprake is van een sterke groei van schulden (Borio, 2012; Jiménez et al., 2014). Schularick en Taylor (2012) formuleren dit als volgt: *‘The record shows that recurrent episodes of financial instability have more often than not been the result of credit booms gone wrong’* (ibid.). Een sterke toename van kredietverlening leidt er veelal toe dat steeds meer riskante investeringen worden gefinancierd.²

Dit werkt als volgt. In tijden met gunstige economische vooruitzichten zijn banken en andere financiële instellingen ruimhartiger in hun kredietverlening. Deze kredietverstrekking wordt aangewend voor investeringen (dan wel beleggingen) en consumptie. De kredietgroei zorgt voor een stimulering van economische activiteit en in het algemeen ook tot een stijging van prijzen van financiële bezittingen en onroerend goed, wat weer zorgt voor verdere kredietgroei: beide trends versterken elkaar. De sterke toename van kredietverlening resulteert vaak ook in een toename van riskante investeringen. Investeerders zullen in hun zoektocht naar rendement geneigd zijn steeds grotere risico’s nemen, zeker wanneer de rente laag is en dus het rendement van veilige investeringen relatief laag is. De kans op financiële zeepbellen en daarmee het systeemrisico neemt hierdoor toe.

In de woorden van Crockett (2000), destijds hoofd van de Bank for International Settlements: *‘The received wisdom is that risk increases in recessions and falls in booms. In contrast, it may be more helpful to think of risk as increasing during up-swings, as financial imbalances build up, and materialising in recessions.’* Een voorbeeld van dit proces zijn de vastgoedzeepbellen die ontstonden in de aanloop naar de financiële crisis van 2008. De economie bleef uiteindelijk achter met een kater van slecht doordachte en niet-rendabele investeringsprojecten en financiële instellingen, die in de problemen raakten omdat zij als financier optraden (Eichengreen en Mitchener, 2003; zie ook Borio, Disvatat en Juselius, 2013). Een vroege analyse van deze vormen van financiële instabiliteit is te vinden in het voorspellende werk van Hyman Minsky.³

Het bovenstaande wijst op de manifestatie van systeemrisico's. De risico's ontstaan door zelfversterkende effecten (*feedback loops*) – 'oorzaak' en 'gevolg' versterken elkaar in een vicieuze cirkel (Danielsson en Shin, 2003; Danielsson, Shin en Zigrand, 2013; Borio, 2012; Gerding, 2014). Op financiële markten kan bijvoorbeeld een toename van de populariteit van vastgoedinvesteringen leiden tot prijsstijgingen, die weer leiden tot een verdere stijging van deze populariteit, enzovoort. In dat geval zijn financiële transacties zelfversterkend in plaats van zelfcorrigerend. *Feedback loops* intensiveren als financiële instellingen meer en meer hetzelfde gedrag gaan vertonen. Deze eenvormigheid kan bijvoorbeeld ontstaan, als men onderhevig is aan collectieve euforie, gebruikmaakt van dezelfde risicomanagementsystemen of dezelfde bedrijfsmodellen hanteert (Danielsson en Shin, 2003). Marktbewegingen worden dan versterkt, doordat marktpartijen vergelijkbaar reageren op deze marktbewegingen (zie tekstbox 6.1).

Tekstbox 6.1 Kuddegedrag en de implosie van Long Term Capital Management

De implosie van het hedgefonds Long Term Capital Management (LTCM) in 1998 is een interessant voorbeeld van de opbouw van systeemrisico's door zelfversterkende effecten (Danielsson en Shin, 2003; MacKenzie, 2003). Dit fonds had in de jaren voorafgaand aan de ondergang een goede reputatie opgebouwd door het behalen van zeer hoge rendementen (en vanwege het feit dat twee van de oprichters een Nobelprijs voor de economie hadden gewonnen). Deze rendementen werden gerealiseerd met een specifieke handelstechniek, die sterk rustte op een inschatting van correlaties tussen de prijsbewegingen van bepaalde beleggingsopties. Op basis van deze correlaties nam LTCM vrij risicovolle posities in (gefinancierd met veel geleend geld, dus met een grote financiële hefboom, die de rentabiliteit van de investeringen verhoogt, maar gepaard gaat met meer risico's). Het bedrijf dacht deze risico's af te kunnen dekken met een gelijktijdige positie in andere waardepapieren waarvan de prijs in tegengestelde richting zou moeten bewegen. Het jarenlange succes van LTCM werd echter ook haar ondergang, omdat steeds meer Amerikaanse zakenbanken de LTCM-handelsstrategie imiteerden. De grote investeringsbanken namen vergelijkbare posities in (eveneens met een grote financiële hefboom), met een opbouw van systeemrisico's als gevolg. Toen financiële markten turbulentie gingen vertonen – met name doordat Rusland een deel van zijn overheidsschuld niet kon terugbetalen – ontstonden problemen voor alle betrokken spelers. De gezamenlijke reactie van deze beleggers was een vlucht naar veilige investeringen; risicovolle posities werden afgebouwd. Deze collectieve reactie had echter significante effecten op de prijsbewegingen van de waardepapieren waarin gehandeld werd. Door het kuddegedrag strookten de correlaties die LTCM had geïdentificeerd niet langer met de werkelijkheid: de hoop dat de ene positie het risico van een andere positie mitigeerde bleek ongegrond, want alles implodeerde tegelijk. LTCM raakte in grote financiële problemen en gezien het fonds veel geld had geleend van belangrijke Amerikaanse financiële instellingen dreigde een systeemcrisis. Deze kon enkel afgewenteld worden door proactief handelen van de Amerikaanse toezichthouder, die met medewerking van de betrokken Amerikaanse financiële instellingen tot een goed verlopen afwikkeling kwam.

Een ‘onverantwoorde’ toename van kredietverstrekking in combinatie met kuddegedrag van investeerders is dus een belangrijke drijvende kracht achter de opbouw van systeemrisico’s. Hoewel dit probleem van alle tijden is, zijn er redenen om aan te nemen dat dit probleem zich in de recente jaren in uitvergroete vorm heeft aangediend:

- Financiële instellingen hebben door de deregulering van de financiële sector hun kredietverstrekking verder kunnen opschroeven (Edey en Hviding, 1995).⁴
- Overheden hebben de barrières voor grensoverschrijdend kapitaalverkeer verregaand ontmanteld. Door de financiële globalisering die hiervan het gevolg was, is de kredietgroei niet meer begrensd door nationale besparingen.
- Er is politieke druk uitgeoefend om meer te lenen aan lagere inkomensgroepen, zodat deze een eigen huis konden financieren. Vooral in de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk is er expliciet beleid geweest om te komen tot een *ownership society*. Maar ook andere OESO-landen hebben vergelijkbaar beleid geïmplementeerd (Atterhog, 2006; Jordá, Schularik en Taylor, 2014).
- Het monetaire beleid heeft zich gericht op stimulering van de economische groei en heeft de kredietgroei daarmee bevorderd (Borio, 2012).
- Beleidsmakers focusten de afgelopen decennia op het stimuleren van concurrentie tussen financiële instellingen. Dit kan bevorderend zijn geweest voor een ruimhartiger verstrekking van kredieten.
- Financiële instellingen hebben door securitisatie (paragraaf 4.4) meer mogelijkheden om verstrekte kredieten van de balans te halen, en daarmee nieuwe kredietruimte te creëren. Hoewel dit een zinvolle ontwikkeling kan zijn (het kan bijvoorbeeld diversificatiemogelijkheden vergroten), is de onverantwoorde uitvoering van securitisatie een van de oorzaken geweest van de recente financiële crisis.

Bovenstaande factoren, samen met de grotere eenvormigheid in businessmodellen, hebben de kwetsbaarheden voor systeemrisico’s vergroot. Een voorbeeld van eenvormigheid van businessmodellen is Nederland, waar de drie grote banken (ABN AMRO, ING en Rabo) steeds meer op elkaar zijn gaan lijken en dus kuddegedrag waarschijnlijker wordt. Naast eenvormigheid van businessmodellen speelt ook mee dat de verbindingen binnen het financieel systeem intensiever zijn geworden. Onderlinge afhankelijkheden zijn hierdoor toegenomen. Hierop komen we hierna terug, als we ingaan op de complexiteit van het financieel systeem.

6.1.2 COMPLEXITEIT EN DE KWETSBAARHEID VAN DE FINANCIËLE SECTOR

Een belangrijk inzicht na de financiële crisis van 2008 is geweest dat het functioneren van de sector als geheel niet is af te leiden uit het functioneren van individuele financiële instellingen. De financiële sector gedraagt zich in veel opzichten als een ‘complex systeem’ (Haldane, 2009; Goldin en Vogel, 2010; Haldane, 2014). Het woord complex is afgeleid uit het Latijn: een samenstelling van *com* (samen), en

plectere (vlechten). Een complex systeem verwijst dus naar vervlechtingen, ofwel onderlinge verwevenheden en afhankelijkheden. In de financiële sector betreft dit onderlinge verbindingen tussen financiële instellingen en afhankelijkheden tussen financiële instellingen en de financiële markten. Daarnaast zijn er interacties en verwevenheden tussen de financiële sector en de reële economie en samenleving.

Een complex systeem is onvoorspelbaar. Door de veelheid van afhankelijkheden en verbindingen ontstaan zogeheten ‘niet-lineaire effecten’ en kunnen omslagpunten (*tipping points*) optreden, waarna een plotselinge implosie van voorheen relatief stabiele evenwichten kan volgen (Goldin en Mariathasan, 2014; Kupers, Faber en Idenburg, 2015). Kleine veranderingen kunnen dan grote gevolgen hebben. De robuustheid van een dergelijk systeem wordt bepaald door de mate waarin het in staat is om interne en externe schokken op te vangen en door de snelheid waarmee het systeem zich herstelt van dergelijke schokken.⁵ We zullen hieronder nader uitwerken hoe robuustheid afhankelijk is van de aanwezigheid van buffers, brandgangen (waarmee delen ‘beschermd’ worden tegen het falen van de rest van het systeem) en redundantie, een begrip dat verwijst naar mechanismen die de functie van falende delen van het systeem kunnen overnemen (WRR, 2013a: 123-124). Op deze punten zijn er zorgen over de robuustheid van de financiële sector.

Buffers

Is het financiële systeem in staat om klappen op te vangen zodra systeemrisico's zich aandienen? Een voor de hand liggende manier waarop instellingen verliezen kunnen opvangen, is door voldoende eigen vermogen te hebben (zie tekstbox 6.2). Hoewel financiële instellingen na de crisis hun eigen vermogen hebben verhoogd, zijn de buffers nog altijd laag (ESRB ASC, 2014). De leverage ratio, dat is het eigen vermogen ten opzichte van het balanstotaal,⁶ bevindt zich voor Nederlandse banken rond de 4 procent (ECB, 2014b; OESO, 2014).

Tekstbox 6.2 Hogere kapitaaleisen voor banken?

Sinds de financiële crisis woedt een stevige discussie in hoeverre het verplichten van banken om hun eigenvermogenspositie te versterken een negatief dan wel positief effect zal hebben op de economie. Er is brede overeenstemming binnen de economische wetenschap dat goed gekapitaliseerde financiële instellingen beter in staat zijn hun economische functies te vervullen. Hogere eigenvermogensbuffers zorgen ervoor dat banken tegen een stootje kunnen. Hierdoor kunnen ze ook in moeilijke tijden hun functies blijven vervullen (Admati en Hellwig, 2013; Bair, 2015). Ook de onzekerheden en uitdagingen waaraan de financiële sector (en banken dus) onderhevig is, maken eigen vermogen belangrijk. Zo stelt de fintech-revolutie banken danig op de proef. In een dergelijke omgeving is risicodragend vermogen belangrijk. Financiële instellingen kunnen op grofweg vier manieren hun eigen vermogen verhogen: de winstgevendheid vergroten, minder winstuitkeringen doen (dividend dan wel aandeleninkoop), balansen verkorten (kapitaalbeslag verminderen, activiteiten terugbrengen) en risicodragend vermogen aantrekken (aandelenuitgifte of uitgifte van andere risicodragende titels die als eigen vermogen kwalificeren).

Het *einddoel* van hogere kapitaaleisen staat niet zozeer ter discussie, eerder de *weg ernaar toe* (Dagher et al., 2016). De weg van balansverkorting is vaak het makkelijkst, maar dit kan betekenen dat financiële instellingen te terughoudend worden in het verstrekken van kredieten. Met name het MKB zou hieronder kunnen lijden.⁷ Het belangrijke voordeel van meer eigen vermogen is dat een financiële instelling minder kwetsbaar wordt en zelf beter in staat is haar broek op te houden. Hiermee steunt zij minder op de impliciete overheidsgaranties (dit is de 'too-big-to-fail' – TBTF – problematiek) dan wel expliciete garanties van overheden (depositogarantiesysteem). Dit is op zich een wenselijke verschuiving van risico's van de belastingbetaler naar de verschaffers van risicodragend vermogen: aandeelhouders van een bank in private handen, al dan niet beursgenoteerd, dan wel verstrekkers van ander risicodragend vermogen (bijvoorbeeld achtergesteld vreemd vermogen, coco's, leden-certificaten bij coöperatieve banken, etc.). De ontlasting van de overheid (belastingbetalers dus) is een maatschappelijk voordeel van hoger eigen vermogen. In het geval van een bank met aandeelhouders gaat dit gepaard met een verwaterend effect op de aandelenkoers. Dit is een reflectie van de vermindering van risico's die afgewenteld kunnen worden op de overheid, en is dus geen reden om tegen een verhoging van het eigen vermogen te zijn. Het maakt wel duidelijk dat banken uit zichzelf terughoudend zullen zijn met het verhogen van het eigen vermogen, en dus mogelijk een dwingende en sturende rol van de politiek moeten voelen.

Naast deze discussie speelt de meer algemene vraag of eigen vermogen 'duur' is. Zolang sprake is van een afwenteling van risico op de overheid, zal het aantrekken van eigen vermogen altijd duur zijn voor de financiële instelling, omdat dat de voor de instelling voordelige afwenteling richting overheid vermindert. Dit heeft zelfs een pervers effect: naarmate banken minder eigen vermogen hebben (en er dus meer afgewenteld wordt), is het aantrekken van eigen vermogen duurder! Zie ook tekstbox 6.3 voor het hieraan gerelateerde fenomeen 'debt overhang'. Het 'duur zijn' van eigen vermogen wordt dus veroorzaakt door het afwentelingsmechanisme. Daarnaast speelt de meer algemene financieringsproblematiek, zoals die voor elke andere (niet-financiële) onderneming geldt, met onder meer belastingvoordelen die gekoppeld zijn aan vreemd vermogen (rente-af trek).

Een gerelateerde discussie is of het verhogen van het eigen vermogen krediet duurder zal maken. Economisch onderzoek laat zien dat dit effect beperkt is, en waar aanwezig vooral veroorzaakt wordt, doordat de garanties van de overheid aan banken een grote rol spelen. In zekere zin wordt kredietverlening nu gesubsidieerd, doordat de overheid garant staat voor banken met een laag eigen vermogen (onder meer via het depositogarantiesysteem, maar ook TBTF).

Financiële instellingen kunnen zich via het verleggen van risico's – bijvoorbeeld aan de hand van securitisaties, waarbij activa van de balans worden afgestoten om zo het risicoprofiel te verbeteren – indekken tegen financiële tegenvallers.⁸ Eveneens kan dit via een *credit default swap*, een soort verzekeringscontract dat bepaalde kredietrisico's kan afdekken. Dit is een substituut voor kapitaalbuffers. Maar dit substituut heeft bijwerkingen. Hoewel individuele instellingen in de veronderstelling kunnen zijn dat zij risico's afdoende hebben afgedekt (of verlegd), kan door toenemende verwevenheden op macroniveau juist sprake zijn van een erg fragiel systeem. Immers, wanneer de verstrekkers van de verzekeringen (of kopers van de gesecuritiseerde vermogensbestanddelen) in slechte tijden zelf in de problemen komen, kan het systeem van *risicospreiding* leiden tot een systeem van *risicoverspreiding*. Dit was precies wat er gebeurde tijdens de financiële crisis. Toen belangrijke spelers op deze markt in financiële nood kwamen (zoals Lehman Brothers, AIG en Ambac)⁹, stortte het systeem in elkaar.

Kortom, het afdekken van risico's binnen het financieel systeem versterkt dus onderlinge verbindingen, waardoor problemen op één plaats zich kunnen verspreiden door het systeem als geheel. Daarbij ontstaan ook vaak kritische schakels (bijvoorbeeld verzekeraar AIG), die vervolgens – bij falen – het systeem als geheel extra destabiliseren. De verzekeringsproducten die als substituut voor buffers gebruikt worden in het financiële systeem kunnen dus ook leiden tot systeemrisico's.

Naast kapitaalbuffers (eigen vermogen) spelen ook liquiditeitsbuffers een rol. Elke instelling zal liquide middelen achter de hand willen houden voor het geval financiers (spaarders bijvoorbeeld) hun geld terug willen hebben, of indien zich andere plotselinge gebeurtenissen voordoen waarvoor liquide middelen nodig zijn. Maar als men erop vertrouwt dat als de nood aan de man komt, men het bij een andere bankinstelling kan lenen of via de financiële markt, dan wordt er te weinig liquiditeit in het systeem als geheel aangehouden. Dit kan tot systeemrisico's leiden als er onrust ontstaat en iedereen op zoek is naar liquiditeiten. Dit kan leiden tot 'fire sales' van activa (noodverkopen om aan liquiditeiten te komen), met prijsdrukkende effecten die vervolgens de problemen weer verergeren. Buffers, zowel eigen vermogen (kapitaal) als liquiditeit, zijn dus nodig om te voorzien in de eigen behoeften van een financiële instelling, maar ook om de stabiliteit van het systeem als geheel te waarborgen.

Brandgangen

De verwevenheid roept de vraag op of er 'brandgangen' (schotten) kunnen worden aangebracht in het financiële systeem. Hierdoor zou de verspreiding van problemen – kettingreacties (cascade-effecten) – kunnen worden beperkt (Battiston et al., 2012; 2016).

De onderlinge verbindingen in de financiële sector kunnen een *verspreiding* van problemen binnen de financiële sector veroorzaken. Dit is het systeemrisico dat we hiervoor hebben benadrukt. Tegelijkertijd kunnen verbindingen het ook mogelijk maken om risico's beter te kunnen opvangen. Dit is in wezen het risicodiversificatievoordeel van risicospreiding. Wat we gezien hebben, is dat grote schokken het systeem als geheel onderuit kunnen halen, terwijl kleine schokken juist beter geabsorbeerd kunnen worden in een onderling verweven systeem. Het interessante van verbindingen is dus dat zij een systeem zowel *robuuster* als *fragieler* kunnen maken (Haldane, 2014). In theorie zorgt een grote hoeveelheid verbindingen voor minder afhankelijkheid van een individuele speler. Het wegvallen van een speler (denk aan een faillissement van een instelling) heeft minder grote repercussies, als er genoeg andere actoren zijn om dit probleem op te vangen (Allen en Gale, 2000). Dit geldt echter niet als het probleem te groot is, of als iedereen tegelijkertijd in vergelijkbare problemen komt (door bijvoorbeeld identieke bedrijfsstrategieën). Dit laatste lijkt voor de Nederlandse financiële sector in versterkte

mate te gelden. Ook is die hecht verweven met het mondiale financiële systeem, onder meer doordat Nederlandse banken relatief veel leningen aangaan op de interbancaire markt (OESO, 2014; Bezemer en Muysken, 2015). Zij staan daardoor ook in hoge mate bloot aan turbulentie op internationale financiële markten, zoals tijdens de voorbije crisis duidelijk naar voren is gekomen.

In dit licht moeten voorstellen gezien worden – zoals die van Vickers (ICB, 2011) in het VK en Liikanen (2012) voor de EU – die beogen schotten aan te brengen *binnen* een financiële instelling om zo vitale publieke onderdelen (bijvoorbeeld het betalingsverkeer, MKB-financiering, etc.) veilig te stellen tegen problemen die elders in de instelling kunnen ontstaan. Daarnaast kan men denken aan schotten tussen (groepen van) financiële instellingen. Het is bijvoorbeeld mogelijk de activiteiten van financiële instellingen te begrenzen, zoals de traditionele scheiding tussen banken en verzekeraars in Nederland, of de oude Glass-Steagall Act in de VS, die huis-tuin-en-keuken bankieren afzonderde van investment-bankingactiviteiten.

Redundantie

Naast buffers en brandgangen is redundantie een derde element dat de robuustheid van een systeem bepaalt. Het gaat daarbij om de vraag of er mechanismen zijn die de functie van falende delen van het systeem kunnen overnemen. Het gebrek aan diversiteit in de Nederlandse financiële sector – de financiële monocultuur – helpt hierbij niet. Indien zich problemen aandienen bij een financiële instelling is het hierdoor waarschijnlijker dat tegelijkertijd de andere spelers vergelijkbare problemen hebben. De Amerikaanse situatie is wat dat betreft beter: naast een aantal grote landelijke spelers (Citibank, JPMorgan Chase, etc.) bestaan er lokale ‘grass roots’ banken (spaarbanken, credit unions etc.) met een ander businessmodel. Dit bouwwerk biedt meer redundantie: de kans dat beide groepen tegelijkertijd in de problemen zijn, is klein(er) en men kan dus makkelijker activiteiten van elkaar overnemen. Ook is de diversiteit groter, omdat financiële markten een belangrijker rol spelen; banken zijn veel minder dominant.

Hoe anders is het Nederlandse financiële landschap. Het gebrek aan diversiteit impliceert dat de grote drie banken in Nederland onmisbaar zijn. Het heeft ook geleid tot zelfversterkende effecten, waarmee de redundantie verder werd aangestak. Zo profiteerden de Grote Drie door hun onmisbaarheid (en zekerheid van redding bij financiële problemen) van lage financieringskosten en genoten zij dus kunstmatig concurrentievoordelen. Potentiële concurrenten werden weggedrukt. Die voordelen zorgden ervoor dat de dominante spelers hun positie verder versterkten, wat negatieve effecten had op de diversiteit van het financiële landschap (Ötker-Robe et al., 2011; OESO, 2014: 17). Institutionele beleggers (pensioenfondsen en verzekeraars) verloren hun financieringsrol: de onderhandse markt verdween.

Pas recentelijk zien we institutionele beleggers weer terugkomen, bijvoorbeeld als verstrekker van hypotheekleningen. Tegelijkertijd tracht de overheid met extra eisen aan grote systeemrelevante instellingen hun dominantie terug te dringen.¹⁰

6.1.3 DE CONSEQUENTIES VAN FINANCIËLE INSTABILITEIT

Het maatschappelijke debat na de financiële crisis gaat voor een belangrijk deel over de scheve verdeling van kosten en baten. De crisis heeft duidelijk gemaakt dat in de financiële sector winsten en bonussen privaat zijn, maar dat verliezen door de samenleving als geheel worden gedragen (ESRB ASC, 2014: 22).

Naast de directe kosten voor de overheid bij het redden van banken hebben we ook te maken met hoge indirecte kosten als gevolg van de financiële crisis. Financiële crises hebben een verstorend effect op economische groei, bedrijfsinvesteringen en werkgelegenheid, en gaan doorgaans gepaard met een groot welvaartsverlies. Volgens Schularick (2011) is het bbp van een economie die getroffen wordt door een financiële crisis, na vijf jaar gemiddeld genomen 6 procent lager dan het zou zijn zonder crisis. Investeringen liggen na vijf jaar gemiddeld 22 procent lager. Ook loopt de werkloosheid door financiële crises sterk op. Volgens Reinhart et al. (2012) neemt de werkloosheid gedurende de vijf jaar na een financiële crisis toe met ongeveer 7 procentpunten over de hele periode. Het duurt vervolgens lang voor de werkloosheidscijfers weer op het lagere pre-crisisniveau terugkeren. Zo duurde het in Finland en Zweden na de financiële crisis van begin jaren negentig 17 jaar tot de werkloosheidscijfers weer op hun oude niveau waren (Reinhart en Rogoff, 2009, fig. 14.3). Oplopende werkloosheid is niet alleen problematisch voor de mensen die hun baan kwijtraken, langdurige werkloosheid gaat ook gepaard met het verlies van kennis en expertise. Dit laatste kan weer een probleem vormen voor de economische ontwikkeling. De aantoonbare hogere frequentie van financiële crises met relatief diepe recessies die daar het gevolg van zijn, is dan ook zorgwekkend (Taylor, 2012; Jordá, Schularik en Taylor, 2013).

Maar ook bij minder ingrijpende situaties dan bij een financiële crisis – bijvoorbeeld in het geval van financiële instabiliteit die zich uit in een sterk uitslaande financiële cyclus – kunnen aanzienlijke negatieve economische effecten optreden. Volgens Borio (2012) zijn recessies die samenvallen met een neergaande financiële cyclus, veel heftiger dan ‘gewone’ recessies. Het bbp krimpt dan gemiddeld 50 procent meer dan in recessies zonder financiële instabiliteit, zelfs als geen sprake is van een financiële crisis. Financiële instabiliteit kan bijvoorbeeld financiële instellingen hard raken, die deze problemen vervolgens doorgeven aan de reële economie. Zo stelt Turner (2014) dat banken met weinig eigen vermogen in het geval van verliezen geneigd zijn hun kredietverlening scherp naar beneden bij te stellen, hetgeen macro-economische schokken creëert. Ook kunnen private schulden een econo-

misch probleem vormen, bijvoorbeeld doordat consumenten en bedrijven gelijktijdig de broekriem aantrekken en zo de economie afremmen. Hier speelt dan het probleem van debt overhang (zie tekstbox 6.3).

Tekstbox 6.3 Debt overhang

Hoge schulden kunnen voor burgers en bedrijven een significant probleem vormen, met name als de economische groei hapert en hun bezittingen minder waard worden. De schuldenlast dwingt hen tot het aantrekken van de broekriem, waardoor de economie verder afremt (Borio, Disvatat en Juselius, 2013). Dit noemen we een balansrecessie. Door terugvallende inkomens wordt het afbetalen van schulden een grotere last. Schuldcontracten zijn relatief star: ze passen zich niet aan, als economische omstandigheden veranderen. Daardoor blijven zij nog lang een last voor diegene die de lening (in betere tijden) was aangegaan. We spreken dan van debt overhang. Volgens Turner (2014) is het debt overhang-probleem de kernoorzaak van het zwakke en moeizaam verlopende economische herstel na de crisis.

Een ander fenomeen van debt overhang is dat het aantrekken van eigen vermogen duur wordt. Stel, een bank of ander bedrijf heeft een hoog uitstaande schuld. Schuldeisers zullen dan het verhogen van het eigen vermogen toejuichen (want het risico van wanbetaling neemt daarmee af). Maar als zij 'winnen', dan is er een andere partij die inlevert, namelijk de bestaande aandeelhouders. De aandelenkoers zal onder druk komen te staan. Dit is een van de redenen waarom banken terughoudend zijn zelf hun eigen vermogen te vergroten.¹¹

6.2 FINANCIËLE DOMINANTIE

Een tweede kernprobleem is dat in de economie en de samenleving sprake is van financiële dominantie. Wat wij hiermee bedoelen, is niet alleen dat de financiële sector een veel groter gewicht heeft gekregen in de economie en samenleving, met ook veel hogere schuld niveaus, maar ook dat huishoudens en bedrijven in toenemende mate worden blootgesteld aan financiële producten en activiteiten. Dit wordt ook wel de 'financialisering van economie en samenleving' genoemd (Epstein, 2005; Turner, 2011; Van der Zwan, 2014).

In deze paragraaf bespreken we vier punten van zorg rond de financiële dominantie. Ten eerste lijkt het hoge schuldenniveau de kans op financiële en economische instabiliteit te vergroten (subparagraaf 6.2.1). Ten tweede zijn er zorgen over de economische productiviteit van de activiteiten waarvoor schulden worden gemaakt (subparagraaf 6.2.2). Een derde kwestie is dat de financiële sector overmatig economische hulpbronnen kan onttrekken uit de reële economie (subparagraaf 6.2.3). En het vierde punt is dat maatschappelijke ontwikkelingen – met name rond individualisering (en de zogenoemde 'participatiesamenleving') en het verzelfstandigingsbeleid in het semioverheidsveld – financiële dominantie versterken en vragen om meer tegenmacht (subparagraaf 6.2.4).

6.2.1 HOOG NIVEAU VAN PRIVATE SCHULDEN LEIDT TOT GROTERE INSTABILITEIT

In hoofdstuk 2 stelden we dat er sprake kan zijn van ‘too much finance’ (Arcand, Berkes en Panizza, 2012). Een toename van private schulden en de daarmee gepaard gaande uitdijende financiële sector leiden tot grotere macro-economische fluctuaties en schokken, en vergroten de kans op een bankencrisis (Easterly, Islam en Stiglitz, 2000; De la Torre, Feyen en Ize, 2011; Alessi en Detken, 2014). De la Torre et al. (2011) noemen toenemende instabiliteit de ‘donkere kant’ van financiële ontwikkeling. Met een sterke toename van kredietverlening zijn zeepbellen te verwachten (zie subparagraaf 6.1.1). Door een sterke toename van kredietverlening bestaat dan het gevaar dat delen van de financiële sector instorten. Volgens Alessi en Detken (2014) is de groei van uitstaand krediet ten opzichte van het bbp dan ook een belangrijke indicator van op handen zijnde financiële instabiliteit.

In subparagraaf 5.3.2 lieten we zien dat hoge schuld niveaus leiden tot meer fluctuaties in de consumptie van huishoudens. En juist in Nederland zijn private schulden sneller gestegen dan elders. Ook via die weg draagt financiële dominantie dus bij aan instabiliteit, niet enkel in de financiële sector, maar in de economie als geheel.

6.2.2 IMPRODUCTIEVE SCHULDEN

Een hoog niveau van kredietverlening leidt lang niet altijd tot het financieren van productieve activiteiten (Arcand, Berkes en Panizza, 2012; Beck et al., 2012; Cechetti en Kharroubi, 2012, 2015; Turner, 2014). Hierbij kunnen we een onderscheid maken tussen kredietverstrekking aan het bedrijfsleven en kredietverstrekking aan huishoudens. De eerste hebben vaker – zeker niet altijd – een positief effect op de economische groei.¹² Overmatige kredietverlening aan huishoudens is meestal gericht op het financieren van de eigen woning en kan via vastgoedzeepbellen contraproductief uitpakken.

Zoals we in hoofdstuk 5 lieten zien, is de kredietverlening voor de financiering van (bestaand) vastgoed flink toegenomen (Turner, 2010; Jordà, Schularik en Taylor, 2014). Hoewel vastgoedfinanciering via verschillende kanalen kan bijdragen aan de economische ontwikkeling, kan een te omvangrijke kredietstroom naar vastgoed negatieve economische effecten hebben (Turner, 2014). Een bekend fenomeen is bijvoorbeeld het ontstaan van vastgoedzeepbellen. Zodra vastgoedprijzen stijgen, kan dat weer extra kredietverlening (en vraag) uitlokken, waardoor prijzen nog verder stijgen; een soort ‘haasje over’-effect leidend tot een vastgoedhousse.¹³ Negatieve effecten ontstaan als bijvoorbeeld de kredietverlening voor vastgoed de financiering van productievere activiteiten bij bedrijven verdringt (OESO, 2014). Een extreem voorbeeld is de sterke toename van financiering aan projectontwikkelaars in Spanje in de jaren voor de financiële crisis. Die onttrok niet alleen middelen aan de rest van de economie, maar zorgde ook voor een oververhitting van de eco-

nomie die via loon- en prijsstijgingen de concurrentiekracht van andere sectoren ondermijnde. Uiteindelijk gaat het niet om de omvang van de kredietverlening, maar is het de kwaliteit van financiële intermediatie die telt, dus of er wel of niet iets productiefs gebeurt met de middelen (Cline, 2015; Chopra, 2015).

Een ander effect is dat consumptieve bestedingen van huishoudens afhankelijker worden van de (explosieve) prijsontwikkelingen op de woningmarkt. Het feit dat huizenprijzen in veel landen zijn gedaald sinds de crisis, wordt dan ook als een belangrijke reden gezien voor het trage herstel: consumenten houden hun hand meer op de knip (het debt overhang-probleem, zie tekstbox 6.3).

De sterke groei van private schulden heeft ook consequenties voor de verdeling van welvaart. Prijsstijgingen van huizen en kredietverstrekking voor de aanschaf van huizen versterken elkaar namelijk, zowel omhoog als omlaag. Dit geldt zeker als het aanbod van huizen relatief prijsinelastisch is. Dit betekent dat de huizenmarkt gekenmerkt kan worden door *boombust*-patronen, waardoor mensen die aan het begin van de cyclus een huis kochten (en daar dus financieel toe in staat waren) hun vermogen sterk hebben zien groeien, terwijl mensen die daar niet de middelen voor hadden geen vergelijkbare stijging van hun vermogen zagen. Ook geldt dat mensen die vlak voor de neergang een huis kochten, hun vermogen sterk hebben zien slinken en een groter risico lopen om met een restschuld achter te blijven.

Er zijn dus vraagtekens te plaatsen bij de wenselijkheid van de zeer sterke kredietgroei zoals die zich in de afgelopen decennia heeft voorgedaan. Dit geldt voor Nederland sterker dan elders; de hypotheekschuld is in Nederland sinds 1990 zeker twee keer zo sterk gegroeid als in Duitsland. Het overheidsbeleid is hier zeker debet aan geweest. Vanuit de (oorspronkelijke) gedachte om huiseigenaarschap te bevorderen stimuleert (of beter misschien: subsidieert) de overheid via de hypotheekrenteaftrek, de Nationale Hypotheekgarantie en (in mindere mate) de Wet bevordering eigenwoningbezit dit proces. Banken en andere hypotheekverstrekkers speelden hierop in, maar hadden zelf ook vanaf begin jaren negentig een steeds grotere prikkel om groei te zoeken in met name de consumentenmarkt. Een steeds groter palet aan hypotheekproducten werd aangeboden, hoofdzakelijk bedoeld om de consument maximaal gebruik te laten maken van de voordelen van de hypotheekrenteaftrek. Hypotheken waarbij niet of nauwelijks hoefde te worden afgelost, werden steeds populairder en kregen een veel groter aandeel in het totaal aan verstrekte hypotheken. Ook waren hypotheekverstrekkers bereid om steeds hogere leningen te verstrekken ten opzichte van de waarde van het huis: de gemiddelde *loan to value*-ratio voor nieuwe hypotheekleningen bereikte vlak voor de crisis een hoogte van 120 procent. Dit betekent dat consumenten een hypotheeklening kregen die gemiddeld genomen 20 procent hoger was dan de waarde van het huis (Tijdelijke Commissie Huizenprijzen, 2013).¹⁴

Er zijn grofweg vier redenen aan te geven waarom voor financiële instellingen hypotheekverstrekking aantrekkelijk is (ESRB ASC, 2014). Ten eerste zijn hypotheeken redelijk eenvoudig te standaardiseren en zijn zij door het gekoppelde onderpand (het huis) minder risicovol dan bijvoorbeeld ongedekte leningen aan het MKB. Hierdoor hoeft er bij een aanvraag voor een hypotheek minder moeite te worden gedaan op het gebied van screening en controle dan bij bijvoorbeeld het beoordelen van een aanvraag voor een lening aan een bedrijf (Manove, Padilla en Pagano, 2001). Ten tweede zijn hypotheeken (om dezelfde redenen) eenvoudiger te securitiseren, wat betekent dat ze van de bankbalans kunnen worden afgehaald. Met als gevolg dat nog meer leningen kunnen worden verstrekt. Ten derde leidt een toename van hypotheekverstrekking op geaggregeerd niveau tot stijgende huizenprijzen, wat weer bijdraagt aan een verdere toename van kredietverstrekking (ESRB ASC, 2014). Ten slotte maakten soepelere kapitaaleisen hypotheekverstrekking ten opzichte van andere leningvormen een aanlokkelijke investering (Jordá, Schularik en Taylor, 2014).

6.2.3 DE FINANCIËLE SECTOR ONTTREKT MIDDELEN AAN DE ECONOMIE

We wezen hierboven al op verdringingseffecten. Deze kunnen nog verder worden uitgewerkt, en wel naar het effect wat een sterk groeiende financiële sector heeft op de rest van de economie. Dit gaat dan bijvoorbeeld over de in hoofdstuk 2 besproken rent seeking: legt de financiële sector in termen van arbeids- en winstinkomen een buitensporige claim op de economie als geheel? De vraag is ook of de financiële sector een te groot deel van de economische middelen naar zich toetrekt, ten koste van de productieve inzet van die middelen in andere sectoren (Cecchetti en Kharroubi, 2015). Dit verdringingseffect staat bekend als *crowding out*. Voor een economie gaat het erom dat de beschikbare economische hulpbronnen (grofweg: menselijk, fysiek en financieel kapitaal, technologie en grondstoffen) zodanig worden ingezet dat ze de meest productieve bijdrage leveren aan de economische ontwikkeling en welvaart. Het kan zo zijn dat de activiteiten van een sector of de opname van economische hulpbronnen door deze sector de economie als geheel tekort doen. De kernvraag is derhalve niet zozeer of de financiële sector een succesvolle positie heeft in de mondiale economie, maar hoe die positie zich verhoudt tot de economie en samenleving als geheel.

Een voorbeeld is de trend dat de financiële sector een grote aantrekkingskracht heeft op hoogopgeleiden (Kneer, 2013; ESRB ASC, 2014). Deze aantrekkingskracht zorgt ervoor dat talent elders wordt weggehaald, en dus niet kan worden ingezet voor andere (wellicht productievere) economische activiteiten (Baumol, 1990; Phillipon 2010). Zo zijn de wiskundigen en natuurkundigen die bij banken in dienst zijn, niet beschikbaar voor andere sectoren. De vraag is of deze hoogopgeleiden een veel belangrijker bijdrage zouden kunnen leveren aan de economie als zij anders werden ingezet. Kneer (2013) en Cecchetti en Kharroubi (2015) beantwoorden die vraag in positieve zin. Zij stellen dat vooral R&D-intensieve sectoren lij-

den onder een sterke groei van de financiële sector: hun productiviteit neemt af. Deze evaluaties zijn echter complex, de voorzichtige conclusie is dat er sprake kan zijn van crowding out-effecten. Een vergelijkbare tentatieve conclusie zou kunnen worden getrokken als gekeken wordt naar studiekeuzes. De enorme populariteit van op financiën gerichte universitaire en MBA-opleidingen is zeker beïnvloed door de aanzuigende werking van de financiële sector.

Waar komt deze aantrekkingskracht op hoger opgeleiden vandaan? Een belangrijke verklaring zijn de hoge salarissen die worden betaald in de financiële sector (Phillipon en Reshef, 2012; Goldin en Katz, 2008; Kneer, 2013). Zelfs als gecorrigeerd wordt voor opleidingsniveau ligt het vergoedingsniveau in de financiële sector substantieel hoger dan in andere sectoren. Dit geldt in nog veel sterkere mate voor CEO's in de financiële sector (Phillipon en Reshef, 2012). De hoge salarissen in de financiële sector kunnen bedrijven in andere sectoren ertoe verleiden ook hoge salarissen te gaan betalen, wat een negatieve uitwerking zou kunnen hebben op hun concurrentiepositie. Daarnaast draagt de sterke toename van de hoogte van de beloning in de financiële sector bij aan toenemende inkomensongelijkheid in de economie (Kneer, 2013; Philippon en Reshef, 2012).

Hoe kan het dat er binnen de financiële sector in vergelijking met andere sectoren zulke hoge beloningen worden verstrekt? Zijn deze immers niet alleen mogelijk wanneer de sector diensten levert die hoog worden gewaardeerd door de afnemers – en dat de hoge beloningen dus blijk geven van de positieve bijdrage van de sector aan de economie? In een perfect functionerende economie zonder 'marktfalen' zou dit daadwerkelijk het geval zijn. Wanneer sprake is van fricties die volledige mededinging in de weg staan, kan er sprake zijn van rent seeking, waarbij de sector winsten nastreeft zonder dat de samenleving daar baat bij heeft. Dan wordt er eigenlijk te veel verdiend in de sector, met negatieve consequenties voor de rest van de economie. Zoals we in hoofdstuk 2 hebben laten zien, leent de financiële sector zich door zijn complexe producten, informatieverschillen en oligopolistische structuren inderdaad voor rent seeking (Turner, 2011).

Er zijn dus tal van redenen aan te stippen waarom de financiële sector zo'n dominante positie heeft gekregen in de economie. De rol die overheden daarbij spelen, kan niet worden genegeerd. De financiële sector werd door veel westerse overheden gezien als 'groeisector' en de internationale concurrentiepositie van de financiële sector was dan ook vaak een speerpunt van beleid (Story en Walter, 1997; Underhill, 1997; Mügge, 2010). De lobbykracht van de sector en invloed op de politiek hebben hieraan bijgedragen (Calomiris en Haber, 2014). Dit geldt niet alleen voor landen als het Verenigd Koninkrijk, IJsland, Luxemburg en Ierland, maar ook voor Nederland. De Nederlandse overheid deed er actief aan mee. Dit kreeg bijvoorbeeld vorm in publiek-private initiatieven als het Amsterdam Financial Center (1988) en het Holland Financial Center (2007). Juist in de jaren voorafgaand aan de

financiële crisis heeft de overheid de ontwikkeling van Nederland als een internationaal financieel centrum aangemoedigd (OESO, 2014). De overheid heeft hiermee de financiële sector meer ruimte gegeven voor gedrag dat gericht was op het 'zichzelf optimaliseren' (met bijbehorende rent seeking), in plaats van het optimaliseren van de bijdrage van de sector aan de economie als geheel.

6.2.4 VERZELFSTANDIGING EN INDIVIDUALISERING VERSTERKEN DE FINANCIËLE DOMINANTIE

In hoofdstuk 5 bespraken we hoe huishoudens, bedrijven en semipublieke instellingen via steeds meer kanalen verbonden zijn geraakt met de financiële sector. De toegenomen financiële activiteiten van huishoudens, bedrijven en semipublieke instellingen hebben verschillende oorzaken. In significante mate zijn zij simpelweg het gevolg van de toenemende welvaart. Wanneer huishoudens welvarender worden, is er een grotere vraag naar verschillende typen financiële producten (Turner, 2011).

Een andere oorzaak ligt bij veranderingen in de verzorgingsstaat (Gerba en Schelke, 2013; Schelke, 2012; Schwartz, 2012). In veel landen is vanaf de jaren tachtig de verantwoordelijkheid voor voorzieningen op het gebied van zorg, werk, studie en pensioen (gedeeltelijk) geprivatiseerd of geïndividualiseerd. Sommige auteurs duiden deze sluipende ontwikkeling aan als de 'grote risicoverschuiving' (Hacker, 2008). In Nederland hebben aanpassingen van de verzorgingsstaat geleid tot een grotere individuele verantwoordelijkheid om te sparen, te verzekeren en te lenen. Te denken valt aan hervormingen in de gezondheidszorgfinanciering, waardoor burgers zelf moeten inschatten wat voor type zorgverzekering zij het best kunnen afsluiten (de standaardisatie van de basispolis biedt daarbij enige bescherming). Daarnaast zorgen hervormingen van het studiefinancieringsstelsel ervoor dat studenten zich al op relatief jonge leeftijd in de schulden steken. Op het gebied van pensioenen is er in Nederland weliswaar een aanzienlijke collectieve (verplichte) regeling, maar ook is er een grote commerciële markt binnen de derde pijler (de zogeheten beleggingspolissen, of, meer negatief, de 'woekerpolissen'). Onder de noemer 'participatiesamenleving' lijkt sprake van een verdere uitbreiding van eigen verantwoordelijkheden. Voor zzp'ers heeft die uitbreiding betrekking op nagenoeg alle sociaaleconomische arrangementen.

Naast burgers hebben ook Nederlandse semipublieke organisaties een grotere financiële zelfstandigheid gekregen. De wens tot professionalisering en het op afstand van de overheid plaatsen van risico's zijn hiervoor belangrijke motieven geweest. Deze instellingen hebben een grote eigen verantwoordelijkheid gekregen op het gebied van financiering van onroerend goed en andere grote investeringen. Die verantwoordelijkheid voor incidentele grote beslissingen heeft de semiover-

heidsinstellingen sterk afhankelijk gemaakt van financiële instellingen en externe adviseurs. Dit is niet zonder risico's gebleken en heeft in een aantal gevallen de publieke kerntaak (onderwijs, sociale huisvesting, etc.) nadrukkelijk geschaad.

De essentie is dat problemen ontstaan wanneer huishoudens (maar ook semi-publieke instellingen en andere ondernemingen) onvoldoende invulling kunnen geven aan hun (nieuwe) verantwoordelijkheden en hierdoor 'overgeleverd' zijn aan financiële instellingen. Het gevolg hiervan kan bijvoorbeeld zijn dat men aan verkeerde financiële producten wordt blootgesteld. Een manier waarop wordt tegemoet gekomen aan deze zorg, is dat financiële instellingen een zorgplicht jegens hun klanten hebben. Het blijkt echter dat de effectiviteit en reikwijdte van zorgplicht niet moeten worden overschat. De zorgplicht is ook niet bedoeld als substituuat voor eigen verantwoordelijkheid. Ook (betere) informatievoorziening, hoe gewenst ook, is maar beperkt effectief; zie bijvoorbeeld de teleurstellende ervaringen met de Financiële Bijsluiter. De vraag is of er genoeg tegenmacht (*coun-tervailing power*) ten opzichte van geldschieters en adviseurs is. Het antwoord lijkt ontkennend te zijn. In het algemeen heeft de financiële dynamiek een (te) grote invloed gekregen.

6.3 KORTZICHTIGHEID

Een derde kernprobleem is dat de financiële sector de kortzichtigheid in de economie en de samenleving versterkt. Het probleem van kortzichtigheid speelt als economische spelers (te veel) worden beïnvloed door kortetermijnprikkels en kiezen voor activiteiten die op relatief korte termijn leiden tot (financiële) opbrengsten, ten koste van activiteiten die op de lange termijn meer zouden opleveren (Jackson en Petraki, 2011; Kay, 2012).

In deze paragraaf bekijken we hoe financiële markten en financiële spelers bijdragen aan de kortzichtigheid in de economie en samenleving. De analyse in de paragrafen 6.1 en 6.2 biedt al enig houvast. We hebben daar geconstateerd dat lange balansen (hoge hypotheekschulden en hoge verplichte pensioenbesparingen) hand in hand gaan met een grote volatiliteit in consumptie. Een verklaring is dat men blootstaat aan de waardeontwikkeling op de huizenmarkt en financiële markten, en zich rijk dan wel arm voelt, naar gelang waarden omhoog of omlaag gaan. Een hoge schuld versterkt deze gevoelens (ze werkt als hefboom) en versterkt dus de mate waarin men reageert op waardeveranderingen. En dit nodigt uit tot kortetermijngedrag. Bovendien kan het hebben van hoge schulden ertoe leiden dat men van dag tot dag leeft en onvoldoende kan inzetten op de lange termijn (Tiemeijer, 2016: 53). Bij wie het water aan de lippen staat, is een langetermijnnoriëntatie dus niet te verwachten. Overmatige financiering met vreemd vermogen staat daarmee op gespannen voet met een langetermijnnoriëntatie.

In het vervolg van deze paragraaf bespreken we een aantal andere mechanismes die een langetermijnhorizon in de weg staan. Allereerst bespreken we de invloed van aandelenmarkten op het gedrag van niet-financiële ondernemingen (subparagraaf 6.3.1). De potentieel grote invloed van aandelenkoersen is een illustratie van de dominantie van financiële kengetallen (*financial metrics*). De dominantie van deze grootheden draagt bij aan een kortetermijnnoriëntatie. We bespreken dat dit zich onder meer uit in een grotere transactieoriëntatie en terughoudendheid bij het doen van reële investeringen. Vervolgens bespreken we hoe financiële instellingen in hun strategie bijdragen aan een kortetermijnnoriëntatie (subparagraaf 6.3.2). Is het businessmodel van banken veranderd en daarmee de wijze waarop zij haar rol in de kredietallocatie uitoefent?

6.3.1 AANDELENMARKTEN EN KORTETERMIJNGEDRAG

In de afgelopen decennia is er bij beursgenoteerde bedrijven een verschuiving opgetreden in managementoriëntatie. De doelstelling om aandeelhouderswaarde te maximaliseren won steeds meer aan belang. Hoewel strikt genomen aandeelhouderswaarde geen korte horizon hoeft te impliceren, werd er nadrukkelijk gestuurd op aandelenkoersen. En dit laatste betekent dat de zichtbare aandelenkoers van het moment inzet werd van beleid. Dit nodigde uit tot kortetermijnacties om de aandelenkoers positief te beïnvloeden (Boot, 2010). Hierdoor stonden minder goed te kwantificeren langetermijnstrategieën onder druk en wonnen acties die op korte termijn resultaat beloofden aan belang (Van Tilburg, 2012). Bedrijfsstrategieën werden aangepast om marktanalisten en aandeelhouders tevreden te houden en om een goede positie op de kapitaalmarkt te verwerven (Laznick en O'Sullivan, 2000; Kay, 2003).

Deze trend kwam vanuit de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk overwaaien naar Europa en kreeg ook in Nederland een stevige voet aan de grond. Bedrijven introduceerden diverse instrumenten om de (financiële) belangen van aandeelhouders en die van het management op een lijn te krijgen – denk aan beloningen van het management in de vorm van optiepakketten. Vaak werd er ook gestuurd op rendement op het eigen vermogen ('return on equity'). Zelfs vanuit de aandeelhouderswaardegedachte is dit verkeerd, omdat ook voor aandeelhouders rekening moet worden gehouden met risico; het voor risico gecorrigeerde rendement moet centraal staan. Dit leidde tot verdere verstoringen en kortzichtigheden bij financiële en niet-financiële ondernemingen. Bij financiële instellingen heeft dit ongetwijfeld bijgedragen aan de financiële crisis.¹⁵

Na de crisis lijkt men het in brede kring erover eens te zijn dat de huidige interactie tussen het management van beursgenoteerde bedrijven, aandeelhouders en zogenoemde 'gatekeepers' (marktanalisten, kredietbeoordelaars, etc.) kan leiden tot kortzichtige bedrijfsstrategieën (Jackson en Petraki, 2011; Kay, 2012; Davies et al., 2014; Olesiński et al., 2014).¹⁶

Een vraag is waarom men zich niet kan onttrekken aan de ‘hijgerigheid’ van financiële markten. In de afgelopen decennia is sprake geweest van een sterke opkomst van de institutionele beleggers, in het bijzonder pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen. Deze spelers worden vaak gezien als potentiële bron van ‘geduldig kapitaal’ (*patient capital*): door de aard van hun verplichtingen zouden zij een langetermijninvesteringsstrategie kunnen hanteren. Hiervan is niet altijd sprake. Zoals we in hoofdstuk 5 zagen (zie met name tekstbox 5.1) noopt het Nederlands pensioenstelsel door zijn structuur – met de dominantie van dekkingsgraden en rekenrente – tot kortetermijnbijsturing.

Er zijn ook indicaties dat institutionele beleggers wel trachten een langetermijnfocus te stimuleren bij bedrijven waarin ze beleggen, maar zelf juist kortzichtige beleggingsstrategieën hanteren (Jackson en Petraki, 2011: 32-35). Een reden hiervoor is dat institutionele beleggers het beheer van hun investeringsportfolio’s steeds meer zijn gaan uitbesteden aan professionele vermogensbeheerders (asset management-specialisten). Het aantal verschillende partijen dat een rol speelt bij het beheer van aandelen is daarmee sterk toegenomen. Er heeft een hoge mate van ketenvorming plaatsgevonden, waarbij elke schakel in de keten periodiek wordt afgerekend. Het aansturen van al deze tussenpersonen gebeurt vaak op basis van kortetermijnrendementsdoelstellingen (Kay, 2012). Door deze rendementsoriëntatie gedragen deze *asset managers* zich meer als ‘handelaren in’ dan als ‘eigenaren van’ bedrijven (zie tekstbox 6.4). Door de mondialisering van financiële markten en door technologische ontwikkelingen is de handel ook makkelijker, sneller en goedkoper geworden. Dit zijn belangrijke krachten achter de kortetermijnoriëntatie.

Tekstbox 6.4 Aandeelhouders: eigenaren of handelaren?

Aandeelhouders zijn er in verschillende soorten en maten. Een simpel onderscheid kan gemaakt worden tussen ‘eigenaren’ en ‘handelaren’ (Jackson en Petraki, 2011: 29). In het eerste geval gaat het om aandeelhouders die voor een langere periode een aandeel nemen in een bedrijf. Zij zijn actief betrokken als aandeelhouder en proberen de bedrijfsstrategie te beïnvloeden door middel van het agenderen van (en stemmen over) kwesties op de aandeelhoudersvergadering. In het tweede geval gaat het om aandeelhouders die voor een kortere tijd een aandeel nemen in een bedrijf. Zij zijn veelal passieve aandeelhouders en nemen primair een belang in een bedrijf om te profiteren van koersbewegingen. Een andere manier om dit verschil te duiden is dat ‘handelaren’ een beïnvloedingsstijl van ‘exit’ hanteren (het verkopen van aandelen als een bedrijf minder goed presteert), terwijl ‘eigenaren’ meer werken via het uitoefenen van *voice* (Hirschman, 1970). Volgens Kay (2012) is in de afgelopen decennia sprake geweest van een overkoepelende (cultuur)verschuiving in financiële markten van een focus op (langetermijn)eigendomsrelaties naar een focus op handel en transacties. Deze verschuiving manifesteert zich bij uitstek op aandelenmarkten (Kay, 2012; Dallas, 2012).

De kortzichtigheid van beursgenoteerde bedrijven manifesteert zich langs drie mogelijke kanalen: (1) een (te grote) transactieoriëntatie (met hyperactief gedrag); (2) een neiging naar kortetermijninvesteringen dan wel onderinvesteringen; en (3) hierdoor mogelijk beperkte aandacht voor menselijk kapitaal (*human capital*).

(Te grote) transactieoriëntatie

Het eerste kanaal is de oriëntatie op transacties en hyperactief gedrag van het ondernemingsbestuur (Boot, 2010). Dit uit zich bijvoorbeeld in de neiging tot een constante herstructurering van de bedrijfsorganisatie. Zo is er bijvoorbeeld een sterke focus op transacties zoals het doen van overnames of het afstoten van bedrijfsonderdelen. Dergelijke transacties zijn immers onmiddellijk zichtbaar en geschikt voor het beïnvloeden van de aandelenkoers dan langeretermijnstrategieën, zoals het bevorderen van organische groei of cultuurveranderingen. Ook komt transactiegericht gedrag terug in het omgooien van de financieringsstructuur, in het jargon *financial engineering*. Zo kan het aangaan van extra schulden om aandelen terug te kopen een strategie zijn om op korte termijn de winst per aandeel te verhogen. Maar een dergelijke actie kan op de lange termijn schadelijk zijn.

Verwaarlozing van investeringen

Het tweede kanaal is de verwaarlozing van bestendige investeringen, dan wel een kortetermijngerichtheid bij investeringsbeslissingen. Meer op de korte termijn gerichte investeringen dragen sneller bij aan de winst, dus die lokken kortetermijngedrag uit (Aghion, Van Reenen en Zingales, 2009; Davies et al., 2014; Olesiński et al., 2014). Hoewel de empirische literatuur over dit verband nog in een beginstadium verkeert (Haldane en Davies, 2011; Jackson en Petraki, 2011), zijn er wel studies te noemen die deze connectie goed illustreren. Zo blijkt uit enquête-studies dat een meerderheid van managers van grote, beursgenoteerde bedrijven zou afzien van het doen van een investering met een verwachte positieve toegevoegde waarde als dit ten koste zou gaan van de rendementsdoelstellingen op de korte termijn (Graham, Harvey en Raigopal, 2005; Chen, Goldstein en Jiang, 2007; PWC, 2011).

Het is overigens te optimistisch te denken dat deze processen zich alleen voordoen bij beursgenoteerde ondernemingen. In toenemende mate worden niet-beursgenoteerde ondernemingen geadviseerd door consultants, die dergelijke bedrijven proberen te onderwerpen aan vergelijkbare strategieën (Boot, 2010). En als men uit een en hetzelfde reservoir aan management talent put, bijvoorbeeld afgestudeerden aan business schools, dan is het te verwachten dat overeenkomsten gaan ontstaan. Het is wel zo dat bijvoorbeeld bij een familiebedrijf meer vastigheid kan worden ontleend aan de cultuur en tradities van het bedrijf. Uiteraard kan ook dit nadelig zijn. Noodzakelijke veranderingen zouden hierdoor nodeloos kunnen worden vertraagd. En dit is dan ook de nuancering op de mogelijke nadelen van de

blootstelling aan financiële markten. De blootstelling die op gespannen voet kan staan met een langetermijnbeleid, maakt het wel waarschijnlijker dat de onderneming inzichten en invloeden van buiten tot zich neemt.

Beperkte aandacht voor menselijk kapitaal

Ten slotte kan kortzichtigheid tot uitdrukking komen in beperkte aandacht voor human capital. Sturing op kortetermijnresultaten kan op gespannen voet staan met het investeren in 'je eigen mensen' en aanzetten tot overmatig besparen op personeelskosten (Cox, 2013; Olesiński et al., 2014). Managers die hun financiële resultaten op de korte termijn willen opvijzelen, hebben een prikkel om te besparen op de training en ontwikkeling van werknemers. Daarnaast speelt vaak een paradoxaal fenomeen dat het aankondigen van een ontslaggolf vaak leidt tot koersstijgingen op de aandelenbeurs (Olesiński et al., 2014). Soms lijkt het wel een 'joker' die wordt ingezet op het moment dat de aandelenkoers een boost nodig heeft.

Uiteraard spelen er allerlei andere nuanceringen. De kortetermijnnoriëntatie is niet iets absoluuts. Zo is de noodzaak van langetermijninvesteringen in bepaalde industrieën wel degelijk verankerd. Een voorbeeld is de farmaceutische industrie, waar de procesketen van medicijnontwikkeling en onderzoek daarna essentieel is voor een goede waardering van de aandelen.

Hoewel sturen op aandelenkoersen of winst per aandeel wijdverbreid is en aanleiding geeft tot een kortetermijnnoriëntatie, is er geen reden dit te zien als een natuurwet. Een belangrijke opdracht aan het bestuur van een onderneming is hoe het een langetermijnnoriëntatie kan bewerkstelligen. Dit is onderdeel van het vraagstuk van behoorlijk ondernemingsbestuur (corporate governance). Tekstbox 6.5 gaat hier verder op in en formuleert een aantal lessen voor bestuur en raad van commissarissen.

Tekstbox 6.5 Geen kwartaalrapportages?

De overheid wil ondernemingen beschermen tegen de hijgerigheid van financiële markten en aandeelhouders. Daartoe heeft zij de verplichting tot het publiceren van kwartaalrapportages afgeschaft (halfjaarrapportages blijven wel verplicht). Zo worden ondernemingsbestuurders minder in de verleiding gebracht hun oren te laten hangen naar de kortetermijnwensen van aandeelhouders; althans, dit is het idee.

Is het probleem hiermee opgelost? Of zijn de belangrijkste boosdoeners de bestuurders zelf en zwak opererende raden van commissarissen, omdat zij onvoldoende tegenwicht bieden tegen de druk van de financiële markten? Moeten zij niet veel meer het heft in eigen hand nemen? De Monitoring Commissie Corporate Governance (MCCG, 2016) laat zich in haar recente rapportage in die richting uit:

'De Commissie wil in de herziene Code meer nadruk leggen op de focus op langetermijnwaardecreatie van de vennootschap en de aan haar verbonden onderneming. Die focus verlangt van het bestuur en de raad van commissarissen dat zij duurzaam handelen, door zich bij de uitoefening van de hun toebedeelde taken te richten op langetermijnwaardecreatie, aandacht te hebben voor kansen en risico's en daarbij de belangen van alle bij de vennootschap betrokken stakeholders mee te wegen' (MCCG, 2016: 7).

De boodschap die de commissie aan ondernemingen wil meegeven, is dat bestuurders (en commissarissen) over hun beleid moeten communiceren met spelers op de markt. Verantwoording afleggen is belangrijk. Of dit op kwartaalbasis is, is een keuze van de desbetreffende onderneming. De communicatie zelf (en de eventuele kwartaalrapportage) moet geplaatst worden in de langeretermijncontext van de onderneming. Boot (2010) wijst erop dat het bestuur tegenwicht moet bieden aan de kortetermijnimpulsen die uitgaan van de financiële markten. Het bestuur dient een eigen verhaal te hebben en moet zich niet klem laten zetten. De raad van commissarissen is hierbij een belangrijke adviseur die het bestuur op het rechte pad moet houden en de juiste rugdekking moet geven. Boot (2010) formuleert een aantal lessen voor bestuurders en raden van commissarissen:

- a) Vaar een eigen koers op basis van een visie op het bedrijf en goed gedefinieerde doelen. Wat is de toegevoegde waarde van de onderneming? Wat bepaalt de meerwaarde van de onderneming? Dit vergt het identificeren van de werkelijke kwaliteiten van een onderneming en hoe die optimaal kunnen worden ingezet.
- b) Ga niet mee in het spel van het afgeven van winstverwachtingen, maar maak jezelf wel afrekenbaar. Het spel van winstverwachtingen betekent vaak dat op kwartaalbasis – al dan niet met accountingtrucs – wordt gestuurd op het realiseren van de afgegeven verwachting. Het ondernemingsgebeuren staat een dergelijke eendimensionale voorspelbaarheid niet toe. Heb een verhaal en visie en laat zien hoe je daar invulling aan geeft.
- c) Gebruik consultants, analisten en investment bankers waarvoor ze nuttig zijn. Zij zijn ten enenmale representanten van het kuddegedrag (en de wispelturigheid) van financiële markten. Hierop sturen is ongewenst. Gebruik ze als trendwatchers, als waardevolle informatiebron en als onderdeel van de *checks and balances*. Kern is dat je ze gebruikt om jezelf scherp te houden en jezelf te dwingen je eigen strategie en keuzes goed tegen het licht te houden. Maar nooit kunnen ze een substituuat zijn voor een eigen visie.
- d) Zoek stabiliteit onder aandeelhouders. Meer vastigheid geeft betere communicatiemogelijkheden en biedt ook een bepaalde mate van bescherming tegen de wispelturigheid van financiële markten.
- e) Het is bij uitstek de taak van de raad van commissarissen om de interactie van het bestuur met financiële markten en de buitenwereld te bewaken, en daarmee voldoende afstand tot de financiële markt te houden. De RvC heeft een belangrijke rol in het zorgen voor het juiste evenwicht.
- f) Hoe modieus het ook is om de actuele aandelenkoers van de onderneming prominent in de ontvangstruimte van het hoofdkantoor te plaatsen, denk hierover nog een keer goed na. Wilt u echt dat dagelijkse fluctuaties in de aandelenkoers het denkproces bepalen?

Een finale observatie is dat bepaalde wet- en regelgeving eraan kan bijdragen dat fluctuaties op financiële markten grote invloed hebben op het gedrag van bedrijfsmanagers. Op tal van manieren zitten marktsignalen namelijk *hard-wired* in het overheidsbeleid verwerkt. Dat wil zeggen dat regelgeving op tal van punten een formele status geeft aan indicatoren zoals credit ratings en indicatoren die direct samenhangen met marktwaarden (zie ook paragraaf 7.2.2). Denk hierbij aan de dekingsgraden van pensioenfondsen. Hoewel hier vaak goede redenen voor zijn – het is voor beleidsmakers een handige manier om ‘van een afstand’ het gedrag van bedrijven te kunnen beïnvloeden – kan deze *hard-wiring* de kortzichtigheid in de economie versterken. Het zijn nu eenmaal vaak financiële grootheden en die registreren doorgaans juist kortetermijnontwikkelingen. Ook kan de toenemende rol van boekhoudregels op basis van actuele marktprijzen (*market value accounting*) hierbij een rol spelen. Dit maakt bedrijven gevoeliger voor marktbevingen; zie Laux en Leuz (2009) voor een overzicht van het debat hierover.

6.3.2 VERSCHUIVINGEN IN HET BUSINESSMODEL VAN BANKEN EN KREDIETALLOCATIE

Financiële instellingen zijn in de afgelopen dertig jaar sterk van karakter veranderd. Banken breidden het traditionele bankieren uit met kapitaalmarktbankieren. Binnen het traditionele bankieren vond een verschuiving plaats van bedrijfsleningen naar hypotheek en leningen aan andere financiële instellingen. De gevoeligheid voor ontwikkelingen op de financiële markten nam toe en ook de internationale blootstelling nam toe. De Nederlandse financiële sector liep bij veel van deze trends voorop. In de afgelopen jaren woedt er een brede maatschappelijke discussie over de wenselijkheid van deze ontwikkelingen. Een van de discussiepunten is in hoeverre er een *mismatch* bestaat tussen de behoeften van de reële economie en het functioneren van de financiële sector. Meer specifiek wordt de vraag opgeworpen in hoeverre financiële instellingen er baat bij hebben om een ondersteunende rol te spelen voor het bedrijfsleven. Er zijn ten minste twee redenen waarom de banken hiertoe vandaag de dag minder goed in staat zijn.

Een eerste reden is dat banken via hun grotere blootstelling aan (internationale) kapitaalmarkten zelf meer onderhevig zijn geraakt aan kortetermijnprikkels, en dit bemoeilijkt hun ondersteunende rol. Zoals hiervoor is besproken, gaan dergelijke prikkels hand in hand met een grotere oriëntatie op financieel rendement, en dat vertaalt zich in een focus op kortetermijnwinsten en ‘return on equity’. Daarnaast zijn banken afhankelijker geworden van kortlopende leningen op de geld- en kapitaalmarkten (‘wholesale financing’). Deze financieringsvorm wordt gezien als volatieler dan depositofinanciering en is een ander kanaal waarlangs kortetermijnprikkels worden versterkt.

Een tweede reden is dat banken op een grotere afstand van het kleine en middelgrote bedrijfsleven zijn komen te staan. Er heeft een verschuiving plaatsgevonden van relatiebankieren naar transactiebankieren (Boot en Ratnovski, 2016). Dat manifesteert zich onder meer in een toenemend belang van onroerendgoedfinanciering en standaardisering van kredietverlening (Coelho, Kao en Roland, 2012). Hoewel standaardisering van kredietverstrekking de toegankelijkheid van financiering voor kleine ondernemers soms kan vergemakkelijken (Berger en Frame, 2007), is er een ‘anomisering’ opgetreden, waardoor gemakkelijk meetbare indicatoren doorslaggevend zijn geworden in de kredietacceptatie. Een vorm van *hardwiring* is ontstaan (Coelho, Kao en Roland, 2012) waarmee meer kwalitatieve factoren (waarvoor een relatie-oriëntatie nodig is) aan belang hebben ingeboet. Deze ontwikkeling versterkt een kortetermijnoriëntatie bij banken en bemoeilijkt de toegankelijkheid van financiering voor bedrijven. Dit laatste speelt dan vooral bij kleinere bedrijven (daar zijn minder harde indicatoren over beschikbaar). Daarnaast speelt voor Nederland dat het MKB sterk afhankelijk is van een paar banken en bijna geen toegang heeft tot alternatieve financieringsbronnen. Deze afhankelijkheid helpt niet (SER, 2013; Europese Commissie, 2013; FSB, 2013; G30, 2013).

Het bovenstaande raakt ook aan de vraag of de kortzichtigheid die vat heeft gekregen op de financiële sector wordt doorgegeven aan de reële economie. Met de verandering in de kredietallocatiebeslissingen van banken is het aannemelijk dat deze vraag bevestigend kan worden beantwoord. Het zwaarder sturen op meetbare indicatoren in de kredietallocatie door banken vergroot het belang van korte-termijnrendementen (en meer harde activa – onderpand) bij ondernemingen die voor kredieten in aanmerking willen komen.

In dit hoofdstuk hebben we beargumenteerd dat de manier waarop de financiële sector enerzijds en de reële economie en maatschappij anderzijds met elkaar verweven zijn, een drietal significante maatschappelijke problemen met zich meebrengt. Er is sprake van inherente financiële instabiliteit, die zich in de afgelopen decennia nadrukkelijk heeft aangediend. De problematiek is echter breder dan dat. We hebben laten zien dat de maatschappij en de economie te afhankelijk zijn geworden van de financiële sector. Er is sprake van financiële dominantie. Mede door deze grotere afhankelijkheid lijkt ook sprake te zijn van een grotere kortzichtigheid in de economie en de samenleving. Voordat we oplossingsrichtingen definiëren en tot aanbevelingen komen, bespreken we in het volgende hoofdstuk eerst het overheidsbeleid vóór en na de financiële crisis. In hoeverre heeft dit beleid bijgedragen aan het probleem, maar ook, in hoeverre zijn al stappen genomen die bijdragen aan een oplossing?

NOTEN

- 1 Overigens is de gezondheid van individuele financiële instellingen zeker van belang voor het functioneren van het systeem als geheel. Hiermee wordt echter onvoldoende onderkend dat er verwevenheden en mogelijke vergelijkbare blootstellingen van individuele instellingen zijn (waardoor men sneller gemeenschappelijk in de problemen kan komen).
- 2 Deze inzichten komen overigens ook terug in het veel oudere werk van Schumpeter (1934) en Fisher (1933).
- 3 Postuum heeft het werk van Minsky (Minsky, 1980) veel aandacht gekregen. Het ineensorten van de subprime markt (en het onderliggende onroerend goed) in 2008 werd door de pers aangeduid als het 'Minsky moment' (zie Cassidy, 2008).
- 4 Na de financiële crisis zijn de regels weer iets aangescherpt. Maar zoals we in hoofdstuk 7 zullen beschrijven, is die aanscherping nog beperkt ten opzichte van de eerder versoepeling.
- 5 We gebruiken het woord 'robuustheid' dus om aan te geven of schokken kunnen worden opgevangen, maar ook of het systeem kan herstellen van een schok. Dit laatste wordt ook vaak 'veerkracht' genoemd (Bankes, 2010).
- 6 Voor de niet-insiders: de kapitalisatie van banken wordt op allerlei manieren gemeten. De kapitalisatie is gelijk aan het eigen vermogen, gedeeld door het totaal aan bezittingen. Maar banken onderscheiden zich hierbij van andere bedrijven. Zowel de teller (wat wordt gerekend tot 'eigen vermogen') is bijzonder vergeleken met gewone bedrijven (naast eigen vermogen zijn er vaak ook andere claims) als de noemer (risico-gewogen activa, versus 'gewoon' de activa). De leverage ratio is ongewogen, en dus meer vergelijkbaar met gewone bedrijven. Risico-gewogen ratio's zijn vaak drie keer hoger dan de 'gewone' leverage ratio, omdat de activa via de risicowegingen maar gedeeltelijk meetellen.
- 7 Zie de analyse in paragraaf 5.3.2 over de kwetsbaarheid van het MKB en de (te grote) afhankelijkheid van bancaire financiering. Zie ook OESO (2016).
- 8 Elders is aangegeven dat dit lang niet altijd zo werkte, omdat de instelling tegelijkertijd liquiditeitsgaranties afgaf voor de financiering van het 'vehicle', waardoor bij problemen de risico's weer terugkwamen bij de instelling.
- 9 Lehman Brothers en AIG speelden een belangrijke rol als contractpartij in allerlei hedgetransacties (inclusief *credit default swaps*). Ambac is een zogenoemde 'monoliner' die garanties afgaf in securitisaties, waardoor deze AAA-ratings kregen en makkelijker te verkopen waren.
- 10 Een bijkomend effect is echter dat 'systeeminstellingen' juist door hun kwalificatie als systeeminstelling (SIFI in het jargon) een oneigenlijk concurrentievoordeel kunnen hebben ten opzichte van instellingen die niet worden gezien als 'systeemrelevant' (Goldstein en Véron, 2011).
- 11 Zie voor uitwerkingen hiervan leerboeken op het gebied van corporate finance, bijvoorbeeld Berk en DeMarzo (2015).
- 12 De nadruk ligt op het woordje 'vaker'. Overmatige kredietverlening aan het bedrijfsleven kan evenzeer verstorend zijn. In Nederland kunnen de hoge schuld niveaus (in combinatie met een relatief laag eigen vermogen) van het MKB als probleem worden gezien. In Slovenië kwam juist het grotere bedrijfsleven in de problemen door een overmatige – met vreemd ver-

mogen gefinancierde – overnamegolf (via leverage-buy-outs, waarbij de overname van een bedrijf voornamelijk berust op geleend geld, dat later door het overgenomen bedrijf moet worden terugbetaald).

- 13 Zeker in een land als Nederland, waar het aanbod van woningen min of meer vastligt, hebben dergelijke veranderingen in de vraag potentieel grote effecten op de prijzen. Prijsinelastisch aanbod betekent dat vraagveranderingen zich volledig vertalen in prijsveranderingen; er is namelijk geen mitigatie via veranderingen in het aanbod.
- 14 In de periode 1996-2008 nam het aandeel beleggings- en aflossingsvrije hypotheek van 10 naar 60 procent. Gelijktijdig steeg de *loan to value*-ratio op nieuwe hypotheek van 90 procent aan het eind van de jaren tachtig, 100 procent in de jaren negentig, naar 120 procent vlak voor de financiële crisis (Parlementaire Onderzoekscommissie Woningprijzen, 2011).
- 15 Financiële markten kunnen op dit punt pervers werken. In goede tijden worden risico's door die markten vaak onderschat (hetgeen uitnodigt tot het sturen op het niet voor risico gecorrigeerde rendement op het eigen vermogen), terwijl in slechte tijden de markt risico's zwaar afstraft en dus mogelijk overcorrigeert (zie Boot, 2014).
- 16 Deze zorg vindt men ook terug bij supranationale organen. Zie bijvoorbeeld rapporten van de Europese Commissie (2013), de Financial Stability Board (FSB, 2013) en de G30 (2013), waarin zorgen worden geuit over factoren die langetermijninvesteringsstrategieën belemmeren.

7 BELEID VÓÓR EN NA DE FINANCIËLE CRISIS

In dit hoofdstuk komt het overheidsbeleid aan bod. We beschrijven het beleid in de aanloop naar de financiële crisis, alsmede de belangrijkste beleidsaanpassingen daarna. Eerst gaan we in op het beleid dat zich specifiek richt op de financiële sector (paragraaf 7.1), vervolgens bespreken we het sociaaleconomische beleid dat van invloed is op de interactie tussen samenleving en financiële sector (paragraaf 7.2).

7.1 BELEID GERICHT OP DE FINANCIËLE SECTOR

Bij het beleid gericht op de financiële sector draait het vooral om Europees beleid. Op dat beleidsniveau worden de meeste regels ontwikkeld, al hebben lidstaten op veel terreinen ruimte om die regels naar eigen inzicht te implementeren. We beschrijven drie aspecten van dit beleid: beleid gericht op het bevorderen van financiële stabiliteit (subparagraaf 7.1.1); beleid gericht op het vergroten van de economische bijdrage van de sector (subparagraaf 7.1.2); en de institutionele vormgeving van het beleid, ofwel de manier waarop het beleid tot stand komt en welke spelers daar invloed op uitoefenen (subparagraaf 7.1.3). Per aspect gaan we kort in op het gevoerde pre-crisisbeleid en hoe dit (op hoofdlijnen) is veranderd sinds de crisis.

7.1.1 FINANCIËLE STABILITEIT: VAN 'MICRO' NAAR 'MACRO'

In de aanloop naar de financiële crisis domineerde een 'microperspectief' op financiële stabiliteit. Beleidsmakers en toezichthouders keken primair naar de stabiliteit van individuele financiële instellingen en hoopten via die weg de stabiliteit van de gehele sector te waarborgen. Na de financiële crisis is nadrukkelijker geprobeerd om ook vanuit een 'macroperspectief' naar de financiële sector te kijken; dus naar de stabiliteit van het geheel. Het beleid richt zich meer op het tegengaan van systeemrisico's.

Het pre-crisisbeleid: een microperspectief op financiële stabiliteit

In de pre-crisisperiode werd sterk ingezet op een grotere bewegingsvrijheid van financiële instellingen om zo de concurrentie te stimuleren. Hoewel politici, beleidsmakers en toezichthouders onderkenden dat hierdoor de financiële stabiliteit in het geding zou kunnen komen (financiële spelers zouden door de sterkere concurrentie kunnen worden aangezet tot het nemen van onverantwoord grote risico's), kreeg deze zorg beperkte aandacht.

Het stabiliteitsbeleid voor de crisis bestond – enigszins simplificerend – uit drie onderdelen: het reguleren van de kapitaalbuffers van banken, het versterken van risicomanagementsystemen van financiële instellingen en het stimuleren van de 'tucht van de markt'.

Kapitaalregulering was de kern van het financiële stabiliteitsbeleid. Kapitaal wordt doorgaans gedefinieerd als het eigen vermogen van banken, plus een beperkt aantal vormen van (meer langdurig) achtergesteld vreemd vermogen. Kapitaalregulering legt minimumeisen vast over de hoogte daarvan, doorgaans uitgedrukt als percentage van (een risicogewogen schatting van) de omvang van de activa. De Europese (en Nederlandse) kapitaalregels werden (en worden) voor een belangrijk deel ontwikkeld door het Bazelse Comité voor Banktoezicht, dat bestaat uit banktoezichthouders uit vele OESO-landen, waaronder Nederland. Het eerste Bazelakkoord (1988, geïmplementeerd in 1993) kwam tot stand in reactie op een neerwaartse trend in bancaire kapitaalratio's die zich rond de Tweede Wereldoorlog had ingezet (Boonstra, Giesbergen en Mooij, 2016). Minimumeisen werden nodig geacht om een *race to the bottom* van de kapitaalratio's van banken tegen te gaan (Kapstein, 1994). Sindsdien staan kapitaalstandaarden centraal in het Europese (en dus Nederlandse) financiële stabiliteitsbeleid.

Een tweede onderdeel van het pre-crisisstabiliteitsbeleid was het versterken van de risicomanagementsystemen van financiële instellingen. Het vond zijn neerslag in het tweede Bazelakkoord (2004, geïmplementeerd in 2006). De belangrijkste innovatie van Bazel II was dat banken met een geavanceerd risicomanagementsysteem – eigen risicomodellen – meer vrijheid kregen om zelf in te schatten hoeveel risico's ze liepen en dus hoeveel eigen vermogen ze nodig hadden. Toezichthouders beoordeelden weliswaar de risicomodellen, maar het idee was dat financiële instellingen beloond zouden worden voor goed risicomanagement en daardoor geprikkeld zouden worden om hun risicomanagementsystemen te verbeteren. Op die manier zouden 'publieke' en 'private' belangen kunnen worden verenigd: beter individueel risicomanagement zou bijdragen aan de financiële stabiliteit, terwijl financiële instellingen in de naleving van de kapitaalregels meer vrijheid zouden krijgen (Tarullo, 2008).

Ten derde zetten beleidsmakers en toezichthouders in op het versterken van de tucht van de markt. Een belangrijk aspect hiervan was het vergroten van de *transparantie* van de financiële instellingen. Ook deze beleidsstrategie kwam terug in Bazel II. Met de zogenoemde 'derde pijler' van het Bazel II-akkoord beoogden toezichthouders meer inzicht te bieden in de door financiële instellingen genomen risico's. Toezichthouders hoopten zo door andere marktpartijen te worden geholpen bij het in het gareel houden van de banken. Het idee was dat wanneer marktspelers zoals investeerders en depositohouders voldoende informatie hadden over het functioneren van financiële instellingen, zij door hun investeringsbeslissingen de financiële instellingen die te grote risico's namen zouden dwingen het gevoerde beleid te herzien (Borio et al., 2004; Baker, 2006; Stephanou, 2010; Pagliari, 2012). Een ander aspect van dit beleid was de verankering van marktsignalen in wet- en regelgeving. Hierbij kan bijvoorbeeld gedacht worden aan de grotere rol van 'marktwaarderingen' in Europese boekhoudregels. De hoop was dat toezicht-

houders en andere marktspelers (zoals financiers, analisten en kredietbeoordelaars) hierdoor de risico's van financiële instellingen beter zouden kunnen beoordelen (Botzem, 2012; Mügge en Stellinga, 2015).

Twijfels door de financiële crisis: de opkomst van het macroperspectief

Na de val van Lehman Brothers in 2008 en de daaropvolgende financiële crisis richtten wetenschappers en politici hun pijlen niet alleen op de financiële instellingen die door hun risicovolle activiteiten een systeemcrisis hadden veroorzaakt, maar ook op de beleidsmakers die dit hadden laten gebeuren en in sommige opzichten zelfs hadden bevorderd. Velen stelden dat het pre-crisisbeleid overduidelijk had tekortgeschoten in het voorkomen van de crisis en dat het er zelfs in veel opzichten aan had bijgedragen (FSA, 2009; Larosière, 2009). Een nieuw perspectief op financiële stabiliteit won sterk aan populariteit, namelijk dat de stabiliteit van het financiële systeem als geheel uitgangspunt voor beleid moest zijn: de macro-prudentiële benadering (Haldane, 2009; Borio, 2012; Houben, Nijskens en Teunissen, 2014).

Dit perspectief stoelt op een viertal inzichten. Ten eerste volgt uit de stabiliteit van individuele spelers *niet* de stabiliteit van het financiële systeem als geheel. De acties en strategieën van als stabiel aangemerkte instellingen kunnen desondanks op collectief niveau tot ongewenste uitkomsten leiden. Ten tweede is het financiële systeem procyclisch: onder invloed van overoptimistische kredietverlening stijgen de prijzen van financiële activa, waarna een implosie van waarden volgt, die resulteert in een scherpe terugslag van kredietverlening. Ten derde wordt de financiële sector gekenmerkt door kuddegedrag: financiële spelers hanteren veelal vergelijkbare investerings- en risicomanagementstrategieën. Dit kan leiden tot zelfversterkende effecten en een ontwrichting van het financiële systeem. Ten slotte is het financiële systeem dermate complex, dat kleine gebeurtenissen grote en onvoorspelbare gevolgen kunnen hebben. Door de veelheid van afhankelijkheden en verbandingen ontstaan zogeheten 'niet-lineaire effecten' en kunnen omslagpunten optreden, waarna een plotselinge implosie van voorheen relatief stabiele evenwichten kan volgen (Borio, 2011; Haldane, 2012; Baker, 2013).

Bij het macroperspectief staat de robuustheid van de financiële sector als geheel voorop (zie paragraaf 6.1.2). Robuustheid vereist voldoende kapitaalbuffers om schokken op te vangen. Ook zijn voldoende ontkoppelingen nodig ('brandgangetjes'), om ervoor te zorgen dat deze schokken zich niet door het hele financiële systeem verspreiden. Voorts moeten bij het wegvallen van bepaalde schakels in het systeem, andere delen de functie daarvan kunnen overnemen ('redundantie'). De financiële sector moet daarnaast genoeg diversiteit hebben. Dat vermindert te eenvormig gedrag en zorgt ervoor dat niet alle delen van het systeem gelijktijdig besmet worden door problemen. Ten slotte dienen systeemrisico's te worden tegengegaan (zie hierover paragraaf 6.1.1), bijvoorbeeld door buitensporige krediet-

groei af te remmen. Als de kredietgroei zeer sterk afwijkt van bepaalde trends zou sprake kunnen zijn van de vorming van onhoudbare zeepbellen en zou de toezichthouder moeten ingrijpen. Kenmerkend voor de macroprudentiële benadering is ook dat men onderkent dat het systeem wordt gekarakteriseerd door onzekerheid en inherente instabiliteit. Een robuuste financiële sector is daarom nodig om met deze onzekerheid en inherente instabiliteit om te kunnen gaan (Haldane, 2012).

Voorzichtige pogingen tot een systeemfocus...

De vraag is in hoeverre dit systeemperspectief zich heeft vertaald in beleidsaanpassingen. De macroprudentiële benadering heeft zeker zijn weg gevonden in financiële regulering. Twee beleidsinstrumenten verdienen in dit opzicht specifieke aandacht. De eerste is de anticyclische kapitaalbuffer, een onderdeel van het Bazel III-akkoord, dat in reactie op de crisis is ontwikkeld. Hiermee hebben nationale banktoezichthouders de mogelijkheid om banken in conjunctureel goede tijden – wanneer de kredietverlening (te) sterk stijgt – een extra (risicogewogen) kapitaalbuffer op te leggen. Omgekeerd kan deze extra buffereis in conjunctureel slechtere tijden worden versoepeld.¹ De gedachte is dat kredietverlening hiermee minder procyclisch wordt (Brunnermeier et al., 2009). Het tweede instrument is het vaststellen van een maximale hoogte van bankleningen ten opzichte van het inkomen van de lener (de *loan to income*-ratio, LTI), dan wel ten opzichte van de waarde van het onderpand (de *loan to value*-ratio, LTV). Ook dit instrument is bedoeld om enigszins tegenwicht te geven aan de procyclische aard van kredietverlening en de kans op zeepbellen te verminderen (Véron, 2014). Het Nederlandse kabinet heeft besloten de maximale hoogte van de LTV-ratio voor hypotheekleningen jaarlijks met 1 procentpunt te verlagen, van 106 procent in 2012 naar 100 procent in 2018.

Er is ook meer aandacht voor de noodzaak dat toezichthouders met een systeembril naar financiële stabiliteit kijken, in plaats van alleen naar de risico's die individuele instellingen lopen. De *European Systemic Risk Board* (ESRB) is na de crisis opgezet om systeemrisico's te signaleren en die te melden aan de afzonderlijke nationale toezichthouders, die vervolgens gerichte actie dienen te ondernemen. In Nederland is het Financieel Stabiliteitscomité opgericht, dat bestaat uit vertegenwoordigers van DNB, AFM en het ministerie van Financiën. Dit comité komt tweemaal per jaar bijeen en heeft als taak systeemrisico's te signaleren en aanbevelingen te doen hoe deze kunnen worden aangepakt (Cavelaars et al., 2013).

Beleidsmakers hebben voorts meer oog voor de risico's die worden veroorzaakt door 'systeemrelevante instellingen': het zogeheten too big to fail-probleem (TBTF). De TBTF-problematiek betreft individuele instellingen die dermate groot of systeemrelevant zijn dat een probleem bij die instellingen de stabiliteit van het hele systeem kan ondermijnen. Beleidsmakers hebben op dit terrein vooral gekozen voor een ontmoedigingsbeleid, door het voor instellingen minder aantrekke-

lijk te maken om een grote omvang te hebben. De belangrijkste maatregel tot nu toe staat in het nieuwste Bazelakkoord. Daarin is opgenomen dat systeemrelevante instellingen boven op de voor andere instellingen geldende verplichtingen een extra hoge buffer moeten aanhouden. Er zijn ook maatregelen genomen om in geval van problemen adequaat te kunnen handelen. Systeemrelevante banken moeten zogenoemde ‘testamenten’ (*living wills*) opstellen. In deze testamenten dient de bank uiteen te zetten hoe zij in geval van problemen kan worden ontbonden zonder dat de belastingbetaler te hulp hoeft te schieten. Daarnaast zijn er clausules (*bail-ins*) om de rekening van falen van financiële instellingen te leggen bij de financiers van deze instellingen in plaats van bij de belastingbetaler.

Een laatste voorbeeld van een ‘systeemfocus’ is het idee om ‘schotten’ in het financiële systeem te introduceren. Het kernbegrip hier is *ring fencing*, oftewel de mogelijkheid om de verschillende onderdelen van een financieel conglomeraat zodanig van elkaar af te scheiden (te ‘omheinen’) dat problemen bij het ene bedrijfsonderdeel niet (direct) overslaan op andere bedrijfsonderdelen (Viñals et al., 2013).

... maar macrohervormingen verlopen moeizaam

Al met al blijkt het moeilijk om de hierboven beschreven ‘systeembril’ te verankeren in beleid. Het is bijvoorbeeld onduidelijk in hoeverre het macroprudentiële perspectief echt een grote rol speelt in het stabiliteitsbeleid. Inderdaad, toezichthouders kunnen banken verplichten tot hogere buffers wanneer de kredietverstrekking te sterk stijgt. Maar het blijft de vraag of toezichthouders de kennis, capaciteit en moed hebben om deze kredietgroei tijdig te identificeren en actie te ondernemen. En het is twijfelachtig of een extra risicogewogen buffer de vorming van zeepbellen voldoende kan afremmen (Turner, 2011). Onderzoek wijst uit dat risicogewogen buffers ongeschikt lijken te zijn voor het tegengaan van systeemrisico’s, omdat risico’s juist in goede tijden, dus wanneer extra buffers beoogd worden, te laag worden ingeschat (FSA, 2009; Carmassi en Micossi, 2012; Danielsson, Song Shin en Zigrand, 2013).

Eveneens is het kwetsief of de genomen maatregelen het TBTF-probleem kunnen oplossen. Een bail in-clausule, die de banken laat opdraaien voor de kosten van falen, is een maatregel die gericht is op een individuele instelling die in de problemen is. Als er sprake is van een systeemcrisis, dan zou een bail-in problemen kunnen verergeren, omdat die de onrust op markten aanwakkert. Andere financiële instellingen zouden kunnen worden meegezogen in een angst voor verdere bail-ins. Bovendien: als de verliezen bij een systeemrelevante instelling hoog genoeg zijn, is de verwachting dat linksom of rechtsom de overheid de instelling toch zal redden. Ondanks het verbeterde beleid op het gebied van herstel en afwikkeling is het dus de vraag of beleidsmakers na de ervaringen met de val van Lehman Brothers het nog aandurven een systeeminstelling uiteindelijk failliet te laten gaan.

Ten slotte blijkt het ook bijzonder ingewikkeld om tot een Europees akkoord te komen op het gebied van ring fencing (omheiningen). In oktober 2012 publiceerde een High-Level Expert Group onder leiding van Liikanen een rapport met daarin een mogelijke uitwerking van Europese omheiningsmaatregelen. Voorgesteld werd dat de handelsactiviteiten van banken in een aparte afgeschermdede entiteit moeten worden ondergebracht, wanneer ze een bepaalde omvang overschrijden. Op basis hiervan heeft de Europese Commissie in 2014 een voorstel gepresenteerd. Europese overheden en vertegenwoordigers van het bankwezen hebben zich hierover echter kritisch uitgelaten. Het is onzeker wat er gaat gebeuren met deze maatregelen. Het lijkt wel zeker dat *als* er al Europese maatregelen worden doorgevoerd, er een grote mate van bewegingsvrijheid zal zijn voor de lidstaten om de regels naar eigen inzicht te implementeren.

Strenger beleid binnen bestaande kaders

De financiële regels en het toezicht op financiële instellingen zijn sinds de crisis aangescherpt en uitgebreid. Met de totstandkoming van Bazel III (BCBS, 2010) en de vertaling daarvan naar Europese regels (de *Capital Requirements Directive IV* en de *Capital Requirements Regulation* – kortweg het CRD IV-pakket) zijn de kapitaal-eisen voor banken strenger geworden. In dit akkoord zijn de eisen op het gebied van zowel de *kwaliteit* van kapitaal als de *hoogte* van de kapitaalratio zelf aangescherpt. Daarnaast heeft het Bazelse Comité nieuwe regels ontwikkeld op het gebied van liquiditeit. Het pre-crisisvertrouwen dat financiële instellingen altijd genoeg mogelijkheden zouden hebben om activa te verkopen om zo aan liquide middelen te komen, bleek ongegrond, zeker toen het vertrouwen in bepaalde financiële markten wegviel en er sprake was van *fire sales*.

De nieuwe liquiditeitseisen van 2010 verplichten banken om afdoende liquide activa te hebben om (al dan niet in tijden van stress) aan bepaalde verplichtingen te kunnen voldoen (Véron, 2014). En tevens zijn de mogelijkheden voor looptijdtransformatie ingeperkt, waardoor er een betere matching is tussen uitzettingen (investeringen) en de financiering ervan. Het vernieuwde stabiliteitsbeleid leunt ook minder dan voorheen op de mogelijkheden van financiële instellingen om zelf risico's goed in te schatten. Dat blijkt bijvoorbeeld uit de introductie van minimale eisen op het gebied van de leverage ratio van financiële instellingen. Dit is een kapitaalratio waarin activa niet worden gecorrigeerd naar risico's: dus het eigen vermogen ten opzichte van het balanstotaal.² Met een leverage ratio van 3 procent is de ondergrens voor hoeveel eigen vermogen banken minimaal moeten hebben harder dan voorheen. Die ratio is echter (vooralsnog) niet bindend in de Europese regels die Bazel III implementeren (het CRD IV-pakket). Bovendien is een leverage ratio van 3 procent geen fundamentele verschuiving te noemen (Helleiner, 2014); veel critici stellen dat die norm te laag is (Admati en Hellwig, 2013). Diverse landen hebben er dan ook voor gekozen om eisen te stellen boven dat niveau. Het Nederlandse kabinet heeft besloten om van de systeemrelevante instellingen te eisen dat

ze in ieder geval niet onder een leverage ratio van 4 procent komen. Dit zijn hoe dan ook lage percentages. In dat opzicht is het pre-crisisvertrouwen dat adequate risicomanagementsystemen op het niveau van individuele instellingen volstaan om genoeg buffers in het financiële systeem te creëren, niet wezenlijk veranderd (Carmassi en Micossi, 2012).

In hoeverre het vernieuwde stabiliteitsbeleid nog steeds leunt op de tucht van de markt, is moeilijk in te schatten. Aan de ene kant tracht men het beleid gericht op het versterken van marktdiscipline af te zwakken, vooral als dit zou kunnen leiden tot zelfversterkende effecten en procyclisch gedrag. De aanpassing van Europese boekhoudregels na de crisis – waarmee marktwaarderingen een iets kleinere rol zijn gaan spelen – is hier een voorbeeld van. Aan de andere kant hebben beleidsmakers ook geprobeerd de marktdiscipline juist te versterken door het verbeteren van de informatievoorziening. Een belangrijke verklaring voor het uitbreken van de financiële crisis was dat de informatievoorziening op tal van gebieden tekort had geschoten (Larosière, 2009; Europese Commissie, 2010). De Europese Commissie noemde het vergroten van transparantie dan ook een belangrijke beleidsprioriteit in diens *Roadmap for Financial Reform*. Ook op mondiaal niveau wordt veel werk gemaakt van het verbeteren van de informatievoorziening door financiële instellingen (FSB, 2012).

Beleidsmakers in Europa en elders hebben na de crisis daarnaast de reikwijdte van het toezicht en de regelgeving uitgebreid. Voor sommige niet-bancaire instellingen (zoals hedgefondsen en kredietbeoordelaars) of bepaalde activiteiten (zoals handel in derivaten) zijn de touwtjes nu strakker aangetrokken (Pagliari, 2012). De European Systemic Risk Board kijkt naar het hele financiële systeem. Ook hebben beleidsmakers beloningsstructuren in financiële instellingen binnen de scope van regelgeving en toezicht gehaald. Er kunnen grenzen worden gesteld aan de hoogte van bonussen en er zijn nu mogelijkheden om ‘ten onrechte’ uitgekeerde bonussen later terug te vorderen (*claw back*-regels). Daarnaast hebben toezichthouders meer aandacht voor ‘zachte’ indicatoren van potentiële problemen bij financiële bedrijven, zoals de bedrijfscultuur en de *corporate governance*-structuren (Caveaars et al. 2013). Tabel 7.1 geeft een indicatie van de wijzigingen op een aantal beleidsterreinen.

Tabel 7.1 Voorbeelden van uitbreiding van de reikwijdte van EU-regulering

	Post-crisisregels	Kern van de regels
Hedgefondsen en private equity-fondsen	Alternative Investment Funds Managers Directive (AIFMD)	• Nationaal toezicht op governance van de fondsen • Rapportage-eisen op het gebied van leverage en omvang van activa • Introductie van een EU-paspoort
Kredietbeoordelaars	Credit Rating Agency Regulation (CRAR) I, II en III	• Registratieverplichting voor kredietbeoordelaars bij de European Securities and Markets Authority (ESMA). ESMA kijkt naar corporate governance, integriteit, transparantie en perverse prikkels • Tegengaan van mechanisch gebruik van ratings door marktpartijen
Geldmarktfondsen	Regulation on Money Market Funds (voorgesteld door de Europese Commissie in 2013; nog niet aangenomen door Europese Raad en Parlement)	• Eisen op het gebied van liquiditeitsbuffers • Minimum eigen-vermogensbuffer van 3% van het balanstotaal
Derivatenhandel	• European Market Infrastructure Regulation (EMIR) • Markets in Financial Instruments Directive II (MiFID II) • Regulation on Central Securities Depositories (CSDR)	• Gestandaardiseerde derivaten moeten via de beurs of elektronische handelsplatforms worden afgehandeld en door centrale tegenpartijen worden afgewikkeld • Over The Counter-derivaten moeten worden gerapporteerd bij handelsdepots
Bonussen	Capital Requirements Directive IV Package	Bonussen van bankbestuurders en zogeheten <i>Material Risk Takers</i> (MRT) mogen niet hoger zijn dan eenmaal het jaarsalaris of (met expliciete toestemming van aandeelhouders) tweemaal het jaarsalaris.

Ondanks deze uitbreiding van de reikwijdte van het beleid is er op het gebied van de *inhoud* in veel opzichten sprake van een continuering van het pre-crisisbeleid. Het nieuwe beleid voor kredietbeoordelaars en alternatieve investeringsinstellingen (zoals hedgefondsen) is in niet onbelangrijke mate een codificering van reeds bestaande private gedragscodes, zij het nu meer dwingend door formele vertaling naar overheidsbeleid (Mügge, 2014). Ook is veel nieuwe regelgeving gericht op het vergroten van de transparantie van deze voorheen ongereguleerde spelers (zoals uit tabel 7.1 blijkt). Dit is in essentie conform het pre-crisisbeleid, waarin meer transparantie geacht werd te leiden tot meer marktdiscipline. Kortom, hoewel deze uitbreiding van de reikwijdte van beleid wellicht de *verantwoordelijkheden* anders heeft belegd – een verschuiving van zelfregulering naar overheidsregulering – is op het gebied van de *inhoud* van de regels slechts in beperkte mate sprake van grote veranderingen (Pagliari, 2012).

7.1.2 ECONOMISCHE BIJDRAGE: VAN BEWEGINGSVRIJHEID NAAR INKADERING?

Een tweede doel van het beleid is om de economische bijdrage van de financiële sector te vergroten. In de aanloop naar de financiële crisis was dit beleid hoofdzakelijk gericht op het vergroten van de bewegingsvrijheid van financiële spelers en geldstromen. Barrières voor financiële spelers en stromen dienden zo veel mogelijk te worden ontmanteld. Een belangrijk onderdeel daarvan was het bevorderen van de europeanisering van de financiële sector. De verwachting was dat dit tot een efficiëntere dienstverlening zou leiden, wat zich zou vertalen in hogere economi-

sche groei. Hoewel er na de crisis twijfels zijn ontstaan over deze beleidsinsteek, kan niet gesproken worden van een fundamentele beleidsverschuiving. Politici en beleidsmakers worstelen met de vraag hoe de economische bijdrage van de financiële sector kan worden vergroot. In het debat over de relatie tussen financiële regulering en de bijdrage van de sector aan de economie denkt men snel in termen van een uitruil: beleid gericht op financiële stabiliteit staat voor sommige critici haaks op wat nodig is voor economische groei. Er zijn echter ook tegengeluiden. De ontsporingen voor de financiële crisis vragen om aanscherping van beleid, en dat wordt ook breed onderkend.

Meer bewegingsvrijheid: dereguleren, liberaliseren en internationaliseren

Om financiële instellingen meer bewegingsvrijheid te geven ontmantelden beleidsmakers in de pre-crisisperiode allerlei naoorlogse sturende regels. Dit ontmantelingsproces voltrok zich vanaf de jaren zeventig van de vorige eeuw (zie de hoofdstukken 3 en 4). Het Nederlandse structuurbeleid, dat fusies tussen verschillende typen financiële instellingen verbood, kwam ten einde. Men vond dat de nieuwe bankverzekeraars met een gediversifieerd bedrijfsmodel beter in staat waren om risico's te spreiden en door het behalen van schaalvoordelen efficiënter konden opereren.

Daarnaast streefden beleidsmakers naar het stimuleren van de financiële globalisering door middel van het wegnemen van allerlei obstakels voor financiële instellingen en geldstromen. Ook kregen financiële instellingen meer vrijheid om hun diensten in andere EU-lidstaten aan te bieden. Cruciaal hiervoor was het zogeheten 'paspoortstelsel', dat aan het begin van de jaren negentig was geïntroduceerd. Een financiële instelling mocht voortaan – eenmaal gevestigd in een van de lidstaten van de EU – in alle landen van de EU één of meer vestigingen opzetten, waarbij de toezichthouder in het eerste land de eindverantwoordelijkheid hield voor toezicht op het geheel. Dit paspoortstelsel werd ingevoerd voor banken, beleggingsbedrijven en verzekeringsbedrijven (Lannoo en Levin, 2004).³

Het internationaliseringsbeleid kwam eveneens tot uitdrukking in het harmoniseren van nationale wet- en regelgeving. Er werd een Europees level playing field (gelijkwaardig speelveld voor internationaal concurrerende instellingen) gecreëerd. Deze harmonisering van regelgeving was vele malen succesvoller dan eerdere EU-pogingen. Desondanks hadden lidstaten vrijheden om in bepaalde mate van de regels af te wijken. Nederland was in het algemeen van mening dat 'nationale koppen' op Europees beleid onwenselijk waren, gelet op het behouden van een goede concurrentiepositie van de financiële sector (Commissie-De Wit, 2010: 102-103).

Twijfels door de crisis: minder bewegingsvrijheid?

Sinds de financiële crisis worden meer vraagtekens geplaatst bij het op marktwerking en internationalisering gerichte pre-crisisbeleid.⁴ Velen spraken de verwachting uit dat de crisis het einde van een tijdperk zou markeren – een tijdperk waarin te veel werd vertrouwd op de heilzame werking van de markt. Zo zei de toenmalige Franse president Nicolas Sarkozy: *‘Self-regulation, to fix all problems, is over. Laissez-faire is over’* (geciteerd in Erlanger, 2008). De Amerikaanse econoom Benjamin Cohen sprak over *‘the end of an age of vast untrammelled market expansion and neoliberal deregulation’* en ook de bekende investeerder George Soros sprak van *‘the end of an era’* (beiden geciteerd in Helleiner, 2014: 76). Het is echter de vraag in hoeverre we kunnen spreken van een fundamentele breuk met het pre-crisisbeleid. Het nieuwe Europese ‘structuurbeleid’ (de omheiningsmaatregelen) komt moeilijk van de grond en het is onduidelijk hoe ingrijpend de uiteindelijk doorgevoerde maatregelen zullen zijn. Hoewel in het politieke debat vlak na de crisis nog wel geluiden te horen waren (bijvoorbeeld van de Bank for International Settlements) dat nieuwe financiële producten geregistreerd en geëvalueerd zouden moeten worden door een daarvoor in het leven geroepen consumentenbeschermingsorganisatie, zijn dergelijke suggesties nooit geïmplementeerd (Helleiner, 2014). Ook pogingen om de handel in complexe derivaatproducten te ontmoedigen en te streven naar meer standaardisering van deze producten verlopen vooralsnog moeizaam (Véron, 2014). Beleidsmakers hebben vooral geprobeerd ervoor te zorgen dat financiële instellingen meer klappen kunnen opvangen. De complexiteit is maar in beperkte mate aangepakt.

Daarnaast streven beleidsmakers in principe nog steeds naar verdergaande internationalisering van financiële stromen en spelers. Kapitaalcontroles – limieten of verboden die de regering van een land kan invoeren om het kapitaalverkeer van en naar het land te beheersen – zijn in principe taboe. Acute kapitaalcontroles (Cyprus in 2013 en Griekenland in 2015) naar aanleiding van crises zijn de uitzondering. Voor Europa speelt dat het gemeenschappelijk monetair beleid in de eurozone lastig is te verenigen met kapitaalcontroles.⁵ Ook is vrij verkeer van kapitaal een van de uitgangspunten van de EU interne markt. Het IMF heeft wel de deur op een kier gezet. Het IMF stelt dat kapitaalcontroles in sommige situaties de financiële stabiliteit kunnen bevorderen, bijvoorbeeld wanneer zij gebruikt worden om de vorming van zeepbellen door overvloedige instroom van krediet tegen te gaan (Chwieroth, 2010; IMF, 2012).

Het voltooien van de Europese interne markt voor financiële diensten staat hoog op de agenda. Dit blijkt ook uit de totstandkoming van de Bankenunie, waarmee sinds 2014 de grootste Europese banken onder direct toezicht van de Europese Centrale Bank zijn komen te staan.⁶ Ook zijn er plannen voor de completering van de Europese financiële markten, de zogeheten Kapitaalmarktunie. De kern van dit beleid is het creëren van adequate Europese toezichtkaders en wet- en regelgeving

die grensoverschrijdende financiële activiteiten in goede banen kunnen leiden. Europese instanties trachten ook de verschillende wet- en regelgeving van lidstaten verder te harmoniseren.

Economische bijdrage en financiële stabiliteit: tegenstrijdige doelen?

Een opvallend kenmerk van de post-crisishervormingsdebatten is dat het streven naar financiële stabiliteit vaak wordt gepresenteerd als potentieel conflicterend met het doel om de bijdrage van de sector aan de economie te vergroten. Het zijn doorgaans de financiële instellingen die waarschuwen dat strenger beleid gericht op het bevorderen van stabiliteit negatief is voor economisch herstel en economische groei (zie tekstkader 7.1). Maar ook veel beleidsmakers onderschrijven dat er sprake is van een uitruil. Zo waren het volgens Helleiner (2014: 84) vooral de Duitse en Franse autoriteiten die zich hebben verzet tegen al te strenge kapitaaleisen in het nieuwe Bazel III-akkoord, omdat ze vreesden dat strengere regels voor de toch al zwak gekapitaliseerde financiële spelers het economisch herstel in die landen zouden schaden.

Tekstbox 7.1 Waarschuwingen van de sector voor overregulering

Verschillende vertegenwoordigers van de financiële sector hebben sinds de crisis gewaarschuwd voor een negatieve uitwerking van stabiliteitsmaatregelen op de economische groei. Een aantal voorbeelden ter illustratie. Joseph Ackerman – destijds voorzitter van het Institute of International Finance – stelde in 2009 dat strengere kapitaalstandaarden de economie zouden kunnen schaden: *‘More equity might increase the stability of banks. At the same time however, it would restrict their ability to provide loans to the rest of the economy. This reduces growth and has negative effects for all.’* Ook de voorgestelde structuurmaatregelen konden rekenen op een dergelijke kritiek. Volgens de European Banking Federation (2012) zou ring fencing (omheining van bedrijfsonderdelen) negatieve gevolgen hebben voor de bereidheid van banken om leningen te verstrekken en daarmee ook de economische groei schaden (NVB, 2013). In 2011 gaf het Institute of International Finance (2011) aan dat de hervormingen op internationaal en nationaal niveau de groei van het mondiale bbp zouden schaden. Na vijf jaar zou dat bbp 3 procent lager liggen dan zonder de voorgestelde maatregelen.

Er is veel kritiek gekomen op deze stellingnames. Critici stellen dat deze *framing* misleidend is. Strengere regels kunnen wel degelijk positief uitwerken op de economische groei. Het perspectief van de financiële sector en de samenleving hoeft niet samen te vallen. Zie ook tekstbox 6.2 in hoofdstuk 6.

Sinds de crisis worstelen politici en beleidsmakers met de vraag hoe de economische bijdrage van de sector kan worden vergroot. Zij lijken vooral te streven naar een situatie waarin de belastingbetaler geen ‘last’ meer heeft van omvallende banken. Financiële stabiliteit als beleidsdoelstelling is daarom veel centraler komen te staan. Wat betreft de bijdrage van de sector aan de economie wordt echter een *negatieve* agenda gehanteerd: geen te strenge regels doorvoeren. Er worden weliswaar voorzichtige pogingen ondernomen om tot een positieve agenda te komen, bijvoorbeeld initiatieven ter verbetering van de financieringsmogelijkheden voor het MKB of plannen voor de financiering van economische langetermijnprojecten (Europese Commissie, 2014). Deze initiatieven concentreren zich op de vraag hoe

financiering kan worden georganiseerd *buiten het bankwezen om*. De vraag hoe de toekomstige (en toekomstbestendige) *positieve* rol van banken in de economie en samenleving vorm moet krijgen, blijft daarmee echter onbeantwoord.

7.1.3 DE POLITIEKE DIMENSIE: VAN DEPOLITISERING NAAR DE TERUGKEER VAN DE OVERHEID?

Ten derde kijken we naar de *institutionele vormgeving* van het beleid, oftewel de manier waarop het beleid tot stand kwam en de spelers die daar invloed op hadden. In de pre-crisisperiode werd de beleidsontwikkeling grotendeels gedepolitiseerd en werd zij ‘verplaatst’ naar bovennationaal niveau, veelal in publiek-private expertfora. Grote multinationale financiële instellingen konden zo grote invloed uitoefenen op de vormgeving van het beleid. Sinds de crisis is financiële regulering meer gepolitiseerd. Voorheen puur technisch beschouwde onderwerpen als kapitaalratio’s, derivatenhandel en securitisatie worden nu in parlementen besproken alsof het nooit anders was. In een aantal opzichten is er dan ook sprake geweest van een terugkeer van de politiek: politici trachten meer grip te krijgen op de vormgeving van het financieel beleid. Hoewel het beleid meer is gepolitiseerd, vindt de beleidsvorming echter nog steeds veelal plaats in publiek-private expertfora waar de grote financiële instellingen de weg goed kennen. Andere maatschappelijke belanghebbenden lijken weinig middelen tot hun beschikking te hebben om een effectieve tegenmacht te vormen tegen de industriële lobby.

Supranationalisering, depolitisering en zelfregulering

Voorafgaand aan de financiële crisis was in Europa sprake van een supranationalisering van de beleidsvorming. Politici belegden steeds meer bevoegdheden op het gebied van financiële regelgeving op bovennationaal niveau, in het bijzonder bij EU-instituten (Posner, 2010; Mügge, 2010). Met het oog op de totstandkoming van een Europese interne markt vonden politici, toezichhouders en financiële spelers het noodzakelijk het beleid van de verschillende lidstaten te harmoniseren door de ontwikkeling van regels op bovennationaal niveau. De beleids*implementatie* daarentegen bleef in belangrijke mate een nationale aangelegenheid en lidstaten weken in de praktijk dan ook regelmatig af van de Europese regels. Vaak konden deze regels echter nauwelijks op politieke aandacht rekenen, mede omdat kiezers financiële regulering niet een interessant thema vonden en omdat het beleid terzake zeer ingewikkeld en technisch werd bevonden (Gadinis, 2013). Dit creëerde weer ruimte voor brancheorganisaties om nationaal beleid te beïnvloeden (Commissie-De Wit, 2010).

Daarnaast kenmerkte de beleidsvoorbereiding zich door depolitisering en technocratisering. Beleid werd meer ontwikkeld in beleidsfora waarin expertise een belangrijker criterium was dan democratische controlemechanismen (Best, 2003; Cerny, 2005; Mügge, 2011). Politici benaderden de financiële regulering als een technische en apolitieke activiteit, die maar beter kon worden overgelaten aan

experts (Gadinis, 2013). Deze technocratisering ging gepaard met een grote invloed van transnationale financiële instellingen op het beleid. In veel gevallen ging het om een soort hybride publiek-private beleidsfora, waarbij grote multinationale financiële spelers samen met experts de internationale regels ontwierpen. Niet voor niets hadden veel belangenorganisaties in de tien jaar voorafgaand aan de financiële crisis een belangrijk deel van hun lobbyinspanningen verplaatst naar Brussel, om zo direct de ontwikkeling van regels te beïnvloeden (Goldbach, 2015). In de praktijk hadden deze beleidsfora een grote vrijheid om beleid op een specifieke manier uit te werken, vaak niet of nauwelijks gecontroleerd door politici op Europees of nationaal niveau (Mügge, 2010).

Terughoudendheid en privaat initiatief stonden centraal. Dit had invloed op zowel de inhoud van het beleid als de reikwijdte daarvan. In aanloop naar de crisis bleven zodoende belangrijke delen van het financiële systeem grotendeels gevrijwaard van overheidsregulering of toezicht. Complementair aan deze teruggetrokken houding van de overheid was het feit dat veel gebruik werd gemaakt van zelfregulering. De gangbare filosofie was dat centralistisch beleid doorgaans traag, inefficiënt en bureaucratisch was, terwijl zelfregulering als snel, efficiënt en innovatief kon worden gekarakteriseerd. Invloedrijke internationale organisaties als het Internationaal Monetair Fonds (IMF), het Financial Stability Forum (FSF) en de International Organization of Securities Commissions (IOSCO) droegen dan ook doorgaans zelfregulering uit als meest wenselijke beleidsstrategie (Quaglia, 2009; Pagliari, 2012; Underhill, 2014).

Twijfels door de crisis: terugkeer van overheid en politiek

De financiële crisis heeft vraagtekens geplaatst bij het idee dat beleidsvorming een apolitieke, technische activiteit is die het beste kan worden overgelaten aan experts en aan vertegenwoordigers van financiële instellingen. Volgens velen is sindsdien sprake van een 'terugkeer van de overheid'. Zo stelde Tommaso Padoa-Schioppa, voormalig bestuurslid van de ECB, in 2010: *'If the years before the crisis were years of over-reliance on markets and mistrust in government – or, more simply put, too much market and too little government – what we have seen in 2008 and 2009 has been a spectacular comeback of government.'* Politiek leiders, die het bankwezen met grote sommen geld van de rand van de afgrond moesten redden, namen vanaf eind 2008 het voortouw in het formuleren van de post-crisishervormingsagenda. G20-bijeenkomsten speelden een grote rol in de totstandkoming daarvan. De voorheen betrekkelijk onafhankelijke internationale beleidsfora kregen hervormingsopdrachten voor hun kiezen (inclusief deadlines) en verloren daarmee hun nagenoeg exclusieve invloed op de vormgeving van beleid (Helleiner en Pagliari, 2011: 178).

Een andere manifestatie van deze politisering is dat parlementen veel grotere interesse in financiële regulering hebben gekregen (Gadinis, 2013). Voor de crisis interesseerden Europese parlementen zich niet of nauwelijks in de financiële sector, vanwege het vaak zeer technische gehalte van beleid, gebrek aan belangstelling vanuit het electoraat en beperkte aandacht van de media (Scholte, 2002). Maar sinds de crisis eisen parlementen meer invloed op het beleid en worden discussies gevoerd over voorheen technische kwesties als kapitaalregulering, derivatenhandel en boekhoudregels. Meer dan voorheen dienen beleidsmakers op Europees niveau rekening te houden met de wensen van parlementen, inclusief het Europese Parlement. Ook hebben nationale overheden op een aantal beleidsterreinen niet gewacht op internationale actie en zelf maatregelen getroffen, waarmee sprake was van een fragmentatie van beleid (Helleiner en Pagliari, 2011; Gadinis, 2013; Monnet, Pagliari en Vallée, 2014).

Daarnaast zijn er aanwijzingen dat de invloed van de financiële spelers op de totstandkoming en implementatie van beleid is afgenomen. Vertegenwoordigers van financiële spelers hebben sinds de crisis vooral *reactief* gehandeld. De inzet vanuit de financiële sector was om de onvermijdelijke golf aan nieuwe en strengere regelgeving af te zwakken en behapbaar te houden. In eerste instantie slaagden ze daar maar matig in. Invloed van financiële spelers op het beleid stond in een kwaad daglicht en de financiële instellingen zelf waren aanvankelijk niet in staat om tot gecoördineerde actie over te gaan (Helleiner en Pagliari, 2011: 179). Beleidsmakers pakten de G20-plannen voortvarend op en ontwikkelden (voorstellen voor) nieuwe en strengere regelgeving. De post-crisishervormingen kunnen in dat opzicht worden aangedragen als bewijs van een tanende invloed van private belangen op het beleid (Pagliari, 2012).

Maar is er wel zo veel veranderd?

Er zijn echter ook signalen dat het wel meevalt met de 'terugkeer van de overheid en de politiek'. Weliswaar trachten nationale overheden meer invloed uit te oefenen op hun financiële sector en wijken daardoor op een aantal beleidsterreinen af van Europese regelgeving. Toch zien diezelfde overheden het afwijken van internationale normen als problematische strategie, want de mogelijkheden voor nationale overheden om invloed uit te oefenen zijn steeds minder geworden, omdat op een aantal terreinen de Europese bevoegdheden verder zijn versterkt. Denk bijvoorbeeld aan de vorming van het *European System of Financial Supervisors*, waarmee de Lamfalussy-comités werden omgevormd tot autoriteiten die zowel toezichthoudende als regelgevende bevoegdheden kregen. De nieuwe *European Banking Authority* heeft grote invloed gehad op de totstandkoming van een *Single Rule Book*, waar Europese banken zich aan dienen te houden. Ook zijn belangrijke toezichthoudende taken belegd bij de Europese Centrale Bank in het kader van de Bankenunie, zie tekstbox 7.2. Daarnaast komt Europese regelgeving meer dan voorheen in de vorm van Verordeningen, opdat lidstaten Europese regels niet verschil-

lend implementeren (McPhilemy, 2014). Bovendien worden regels nog grotendeels ontwikkeld binnen dezelfde niet-nationale beleidsfora als voor de crisis. Fora als het Bazelse Comité, de IOSCO en de IASB (International Accounting Standards Board) hebben nog steeds grote invloed op het gemaakte beleid.

Tekstbox 7.2 De Bankenunie

De Bankenunie betreft drie onderdelen: het Single Supervisory Mechanism (SSM), het Single Resolution Mechanism (SRM) en pan-europese depositogaranties. Het SSM belegt de verantwoordelijkheid over het toezicht op grote banken rechtstreeks bij de ECB, en is in november 2014 van kracht geworden.⁷ Het SRM gaat over herstructurering en resolutie van banken, en belegt deze verantwoordelijkheid bij de Single Resolution Board en nationale autoriteiten. Deze verantwoordelijkheid is meer diffuus. Het SRM is begin 2016 van kracht geworden. Het pan-europese depositogarantiesysteem bestaat nog niet en wordt gezien als sluitstuk van de Bankenunie (zie hoofdstuk 16 in Greenbaum, Boot en Thakor (2016) voor een uitgebreid overzicht van het Europese regelgevend- en toezichtkader).

Dit alles impliceert ook dat financiële instellingen nog steeds de ingangen naar de belangrijkste beleidsfora makkelijk weten te vinden. De institutionele vormgeving en de besluitvormingsprocedures zijn niet dermate veranderd dat deze financiële spelers structureel minder invloed zouden kunnen uitoefenen op het beleid (Hel-leiner, 2014). Hoewel er pogingen zijn geweest om tegenmachten te creëren – te denken valt aan de tegenlobby van een organisatie als Finance Watch – hebben zij veel minder capaciteit dan de financiële industrie. Ook belemmert de versnippering van beleid over veel verschillende fora de slagkracht van deze tegenmachten (Scholte, 2013).

7.2 BELEID GERICHT OP DE SAMENLEVING

Sociaaleconomische beleidsterreinen, zoals woningmarkt-, pensioen-, belasting-, verzelfstandigings- en consumentenbeleid, hebben een grote invloed op de interactie tussen samenleving en financiële sector. In deze paragraaf bespreken we een aantal ontwikkelingen op deze beleidsterreinen, met een focus op de Nederlandse situatie. We bespreken de beleidsontwikkelingen voor vier ‘thema’s’: de mate waarin beleid het aangaan van schulden stimuleert (subparagraaf 7.2.1); de mate waarin marktsignalen worden verankerd in beleid (subparagraaf 7.2.2); beleid gericht op de financiële zelfstandigheid van semipublieke instellingen (subparagraaf 7.2.3); en beleid gericht op de consument van financiële producten (subparagraaf 7.2.4). Per onderwerp gaan we eerst in op de pre-crisissituatie en vervolgens bespreken we de meer recent doorgevoerde hervormingen.

7.2.1 PRIVATE SCHULDEN: VAN STIMULANS NAAR ONTMOEDIGING

In de afgelopen decennia is de omvang van private schulden explosief toegenomen. In Nederland gold dit vooral voor hypotheekschulden. Het overheidsbeleid – met name het woningmarktbeleid en het fiscale beleid – heeft hieraan bijgedragen. Sinds de crisis worden vraagtekens geplaatst bij de wenselijkheid van dit schulden-stimulerende beleid.

Schulden-stimulerend beleid

In veel ontwikkelde landen stimuleren overheden burgers (huishoudens) en bedrijven om schulden aan te gaan. Bij huishoudens richt het beleid zich vooral op het bevorderen van huiseigenaarschap. In de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk is er expliciet beleid geweest om te komen tot een *ownership society*, ook onder mensen met lage inkomens dan wel weinig vermogen. Andere OESO-landen hebben vergelijkbaar beleid geïmplementeerd (Atterhog, 2006). Vaak werden dan overheidsgaranties afgegeven om de hogere risico's die de kredietverstrekende partijen liepen te ondervangen (Jordà, Schularik en Taylor, 2014). Daarnaast spelen belastingssystemen een cruciale rol. Veel landen hebben een *debt bias* in hun systeem, wat betekent dat er fiscale voordelen zijn bij het aangaan van schulden. Rentelasten zijn dan deels of geheel af te trekken van het belastbaar inkomen (bij huishoudens) of de winst (bij bedrijven) (De Mooij, 2011).

In Nederland heeft de overheid een belangrijke stuwende rol gespeeld in de sterke toename van hypotheekschulden (OESO, 2014). Zij faciliteerde die schuldexpansie via de hypotheekrenteaftrek, de Nationale Hypotheekgarantie⁸ en de Wet bevordering eigenwoningbezit (Wet BEW uit 2000). Banken en andere hypotheekverstrekkers speelden hierop in. Zij gingen vanaf het midden van de jaren negentig een steeds gevarieerder palet aan hypotheekproducten aanbieden, hoofdzakelijk bedoeld om de consument maximaal gebruik te laten maken van de fiscale voordelen van schulden. Hypotheken waarbij niet of nauwelijks hoeft te worden afgelost werden populairder. Ook waren hypotheekverstrekkers bereid steeds hogere leningen te verstrekken ten opzichte van de waarde van het huis: de *loan to value* (LTV) bereikte vlak voor de crisis een hoogte van 120 procent voor starters op de woningmarkt (Tijdelijke commissie huizenprijzen, 2013).

Naast fiscale maatregelen zijn er ook niet-fiscale overheidsmaatregelen die als neveneffect schulden maken aanmoedigen. Een voorbeeld is de verplichting tot pensioenopbouw voor veel Nederlanders. Door deze verplichte besparingen is het moeilijker eigen geld in te brengen bij de aankoop van een eigen huis, hetgeen sneller leidt tot het aangaan van schulden.

De zeer sterke toename van huizenprijzen, mede aangewakkerd door de kredietgroei, werd niet of nauwelijks gezien als aandachtspunt voor beleid. Met de regelmatige waarschuwingen die DNB vanaf de beginjaren 2000 gaf voor potentiële

risico's op de huizenmarkt, werd weinig tot niets gedaan. Politici zagen geen reden om in te grijpen in het woningmarktbeleid (Tijdelijke commissie huizenprijzen, 2013: 38).⁹

Ook onder bedrijven werd het aangaan van schulden gestimuleerd. Het Nederlandse belastingstelsel behandelt vreemd vermogen voordeliger dan eigen vermogen: rentekosten voor vreemd vermogen zijn immers aftrekbaar (Lejour en Van 't Riet, 2015). De optelsom van de verschillende prikkels is dat Nederlandse consumenten worden gestimuleerd schulden aan te gaan en dat bedrijven een stimulans hebben om eigen vermogen in te wisselen voor vreemd vermogen.

Hervormingen sinds de crisis

Sinds de crisis staat het schuldenstimulerende beleid ter discussie. De crisis heeft overduidelijk gemaakt dat hoge schulden zowel op microniveau als op macroniveau tot kwetsbaarheden kunnen leiden. Het woningmarktbeleid wordt meer dan voorheen gekoppeld aan het vraagstuk van financiële stabiliteit. In belangrijke mate vloeit dit voort uit de macroprudentiële beleidsagenda, waarin de vastgoedsector wordt gezien als een cruciale factor bij de totstandkoming van systeemrisico's. Daarnaast heeft de scherpe daling van huizenprijzen ertoe geleid dat veel huizenbezitters 'onder water staan', waardoor er meer politieke aandacht is gekomen voor de financiële risico's voor huishoudens die kleven aan het aangaan van hoge leningen.

Beleidshervormingen zijn sinds de crisis vooral gericht op het ontmoedigen van het aangaan van hoge schulden. Het Nederlandse kabinet heeft (zoals in paragraaf 7.1.1 al werd opgemerkt) besloten om de maximale hoogte van de LTV-ratio jaarlijks met 1 procentpunt te verlagen, van 106 procent in 2012 naar 100 procent in 2018. Het kabinet heeft aangegeven dat een verdere verlaging op termijn wenselijk is vanuit het oogpunt van consumentenbescherming en gezonde bankbalansen. De regering stelt dat dit wel geleidelijk zal moeten gebeuren om problemen op de woningmarkt te voorkomen (Ministerie van Financiën, 2013). Daarnaast is beleid ontwikkeld op het gebied van loan to income-ratio's (LTI), om te voorkomen dat consumenten leningen aangaan die zij financieel moeilijk kunnen dragen (of waarbij het risico daarop groot is). Het Nationaal Instituut voor Budgetvoorlichting (NIBUD) adviseert het kabinet over LTI-normen, die vervolgens een keer per jaar worden vastgesteld.

Bovendien heeft het Nederlandse kabinet de fiscale voordelen van het aangaan van hypotheekschulden enigszins teruggebracht (FSB, 2014). De Wet herziening fiscale behandeling eigen woning heeft de hypotheekrenteaftrek versoberd. Voor *nieuwe* hypotheekleningen mag alleen van de aftrekregeling gebruik worden gemaakt als de lening in dertig jaar tijd volgens een annuïtair aflossingsschema wordt afgelost. Ook is afgesproken om voor *nieuwe en bestaande* hypotheekschulden het maxi-

male aftrektarief stapsgewijs te verlagen. Daarnaast wordt de Nationale Hypotheekgarantie versoberd. Door het beperken van overheidsgaranties op hypotheekleningen wordt geprobeerd het aangaan van schulden niet te veel te stimuleren.

Na de crisis zijn ook niet-fiscale prikkels tot het aangaan van schulden veranderd. Het omzetten van de studiefinanciering in een studievoorschot zorgt er bijvoorbeeld voor dat jongeren zich al vroeg in de schulden moeten steken. Dat kan tot problemen leiden als zij willen overgaan tot de aanschaf van een eigen woning. Hoewel de voorwaarden van een studieschuld het risico op wanbetaling bij de staat leggen in plaats van bij de schuldenaar, telt de schuld wel mee als een hypotheek wordt aangevraagd. Aan de andere kant heeft het verlagen van de belasting-vrije pensioenopbouw ervoor gezorgd dat men minder vermogen opbouwt binnen een pensioenfonds. Dat zorgt ervoor dat mensen minder 'vastgelegd' vermogen opbouwen, en dus in theorie meer 'vrij' vermogen op kunnen bouwen.

De 'debt bias' en gebrek aan alternatieven

Ondanks de hervormingen stimuleert het overheidsbeleid het aangaan van schulden nog steeds. Weliswaar is de hypotheekrenteaftrek in Nederland enigszins versoberd, maar structureel gezien zit er nog steeds een aanzienlijke bevoordeling van schulden in het belastingregime. Deze debt bias is overigens niet uniek voor Nederland. Ook in andere Europese landen is deze aanwezig (De Mooij, 2011; OESO, 2015). De hoge LTV-ratio's voor Nederlandse hypotheekleningen zijn wel uitzonderlijk. Voor het bedrijfsleven geldt eveneens dat de debt bias niet wezenlijk is verminderd. Dit geldt ook voor financiële instellingen: zij mogen immers een deel van hun rentelasten aftrekken van de belastbare winst (Langedijk et al., 2015). De afhankelijkheden en gevoeligheden die hiermee worden gecreëerd, spelen vooralsnog geen noemenswaardige rol in het overheidsbeleid van veel Europese landen. De koppeling tussen het belastingregime en de verwevenheid van de financiële sector met de reële economie blijft grotendeels onder de radar van politiek en beleid.

Tot slot is het de vraag of er voldoende beleidsmatige aandacht wordt besteed aan de verschillende factoren die van invloed zijn op de schuldenkwestie. Zo heeft de SER (2013) gewezen op het feit dat een op slot zittende huurmarkt bijdraagt aan een bias richting de koopsector. Daarnaast hebben mensen door het lagere, maar nog steeds relatief verplichtende karakter van pensioensparen in mindere mate beschikking over private vermogens. Daardoor worden de financiële balansen van huishoudens 'verlengd': hoge (maar vastzittende) besparingen in combinatie met hoge schulden. Een meer geïntegreerde visie op het woningbeleid (met huren als serieus alternatief voor koop) en pensioenbeleid ligt dan ook voor de hand.

7.2.2 DOORWERKING VAN MARKTSIGNALEN: VAN AUTOMATISME NAAR VOORZICHTIGHEID

De beleidsmatige inzet op het versterken van de marktdiscipline en transparantie van financiële instellingen (zie paragraaf 7.1) is niet beperkt gebleven tot het bankwezen: ook op andere terreinen is daar werk van gemaakt. Hierna gaan we in op het gevoerde overheidsbeleid dat zich richt op pensioenfondsen en beursgenoteerde bedrijven. Mede door dit beleid staan deze pensioenfondsen en bedrijven in toenemende mate bloot aan financiële dynamiek.

Een stevige verankering van marktsignalen in wet- en regelgeving

Zoals is besproken in hoofdstuk 5 (zie tekstbox 5.1) is het Nederlandse pensioenstelsel sterk afhankelijk van marktsignalen. Het Financieel Toetsingskader (FTK) uit 2006 legt vast hoe de dekkingsgraad van Nederlandse pensioenfondsen moet worden berekend. De dekkingsgraad is ruwweg de omvang van de bezittingen van een pensioenfonds gedeeld door de waarde van zijn verplichtingen, dat zijn de huidige en toekomstige uitkeringen. De kernvraag is hoe deze verplichtingen (dus de noemer van de breuk) moeten worden gewaardeerd. Het is daarbij van belang dat wordt onderkend dat de verplichtingen van pensioenfondsen zich tot meer dan een halve eeuw in de toekomst kunnen uitstrekken. Deze toekomstige verplichtingen moeten voor de waardering contant worden gemaakt (naar huidige euro's worden omgerekend). Voorheen werd hiertoe gebruikgemaakt van een vaste discontovoet van 4 procent: de zogenoemde rekenrente. Hoewel dit zorgde voor stabiliteit in de waarde van dekkingsgraden, was men het erover eens dat een vaste rekenrente geen goed beeld geeft van de omvang van verplichtingen en daardoor een te rooskleurig beeld schetst van de financiële positie van pensioenfondsen. Ook werd het gezien als reden dat pensioenfondsen te ruimhartig waren op het gebied van pensioenuitkeringen en -premies.

Met het FTK werd vastgelegd dat de discontovoet zou afhangen van rentes op financiële markten. Wanneer marktrentes stijgen betekent dit dat de financiële positie van pensioenfondsen verbetert. De noemer van de breuk wordt immers lager en daarmee de dekkingsgraad hoger. Omgekeerd betekenen lagere marktrentes een verslechtering van dekkingsgraden. In het FTK werd vastgesteld dat de dekkingsgraad ten minste 105 procent moet zijn. Wanneer een pensioenfonds deze minimumdekkingsgraad niet haalde, kregen ze in het oorspronkelijke FTK één jaar de tijd om de verslechterde positie te herstellen (door het niveau van premies en uitkeringen in samenhang met het beleggingsbeleid aan te passen). De problematiek van de rekenrente maakt duidelijk dat het beleid van pensioenfondsen en het toezicht daarop afhankelijk zijn van de dynamiek op financiële markten.

Ook het bedrijfsleven staat via wet- en regelgeving bloot aan financiële dynamiek. Significant in dit verband was de introductie van Europees beleid waarmee beursgenoteerde ondernemingen verplicht werden om elk kwartaal te rapporteren over

de financiële resultaten. Zoals in hoofdstuk 6 is aangegeven (tekstbox 6.5), werd het ondernemingsmanagement hierdoor geprikkeld om meer te sturen op financiële indicatoren op korte termijn zoals de winst per aandeel in plaats van de continuïteit van de onderneming als uitgangspunt van beleid te nemen. In 2013 is de Europese Transparantierichtlijn aangepast, waardoor bedrijven verplicht worden elk halfjaar hun cijfers te presenteren, in plaats van elk kwartaal. De Europese Commissie stelde dat de verplichting tot publicatie van kwartaalcijfers een beleidsmatige prikkel was voor het versterken van de doorwerking van de kortetermijncultuur op de financiële markten. Een ander voorbeeld van deze beleidsoriëntatie was de grotere rol van *Fair Value Accounting* (FVA) in de Europese boekhoudregels. Bij FVA worden de bedrijfsactiva gewaardeerd tegen actuele marktwaarden. Veranderingen in deze waarden worden geadministreerd als winst of verlies voor het bedrijf. Hierdoor spelen marktwaarden een grotere rol, zelfs voor niet-beursgenoteerde ondernemingen. Ook credit ratings gingen een belangrijke rol spelen in wet- en regelgeving. Zo mogen woningbouwcorporaties alleen nog derivaten afnemen van instellingen die van ten minste twee ratingbureaus minimaal een A-rating hebben gekregen.

Marktsignalen werken niet alleen via wet- en regelgeving door op bedrijven. In bredere zin staan organisaties die van vreemd vermogen afhankelijk zijn, sterker onder invloed van signalen op de markt. Dat bleek onder andere toen banken na de crisis minder leningen verstrekten om hun eigen positie te consolideren. Met name het MKB kwam daardoor in de knel, overigens ook omdat het sterk afhankelijk was geworden van vreemd vermogen. Ook de invloed van ratingbureaus is in deze context zichtbaar. Bedrijven en landen die van ratingbureaus een lagere rating krijgen, moeten meer betalen voor leningen.

Grotere voorzichtigheid sinds de crisis

Sinds de financiële crisis onderkennen politici en beleidsmakers dat een grote blootstelling van pensioenfondsen en het bedrijfsleven aan de financiële dynamiek ongewenst is. Wat het pensioenstelsel betreft constateren zij dat via het Financieel Toetsingskader (FTK) schokken op financiële markten invloed hebben op het beleid van pensioenfondsen. Zo zijn door de zeer lage marktrentes sinds de crisis dekkingsgraden verslechterd en hebben pensioenfondsen hun premies moeten verhogen en hun uitkeringen moeten bevriezen of zelfs verlagen. Dit gebeurde midden in een recessie, op een moment dat het vertrouwensklimaat al wankel was. Het is dus ook sterk procyclisch in zijn uitwerking. Ook zijn dekkingsgraden veel volatieler geworden door het gebruik van marktrentes (SER, 2013). Ook voor (niet-financiële) bedrijven besteden bestuurders aandacht aan de mate waarin die ondernemingen via wet- en regelgeving blootstaan aan financiële dynamiek. Men stelt de vraag in hoeverre het financiële systeem de kortzichtigheid in het bedrijfsleven versterkt, en welke beleidsaanpassingen dit zouden kunnen temperen (zie hoofdstuk 6).

7.2.3 HEROVERWEGINGEN BIJ DECENTRALISERING

De afgelopen jaren zijn diverse instellingen in de semipublieke sector in financiële problemen gekomen. Door het beleid gericht op financiële verzelfstandiging dat sinds de jaren negentig is ontwikkeld, zijn zij afhankelijker geworden van financiële markten. Vraagtekens zijn geplaatst bij deze beleidsstrategie. Een aantal beleidshervormingen is ondernomen om hieraan verbonden risico's tegen te gaan, maar de aanpassingen zijn beperkt.

Decentralisering van financiële verantwoordelijkheden

Overheidsbeleid gericht op de verzelfstandiging van semipublieke organisaties was een belangrijke drijvende kracht achter de grotere blootstelling van deze organisaties aan de financiële dynamiek. Zoals in hoofdstuk 5 werd aangestipt, zorgde de bruteringsoperatie (Wet balansverkorting 1995) ervoor dat woningcorporaties volledige verantwoordelijkheid kregen voor hun financiering, al was de overheid nog wel betrokken via (waarborg)fondsen. Vanaf medio jaren negentig kregen universiteiten en hogescholen volledige verantwoordelijkheid voor onderhoud en aankoop van huisvesting. Sinds 2008 hebben ziekenhuizen eigen verantwoordelijkheid gekregen voor hun huisvesting en hebben zij daarmee meer financiële zelfstandigheid gekregen (Arkesteijn en De Jonge, 2012). De overheid had uiteenlopende redenen om deze instellingen meer financiële verantwoordelijkheden en autonomie te geven. Beleidsmakers beoogden via vergrote zelfstandigheid een meer doelmatige besteding van financiële middelen te bewerkstelligen. Daarnaast zou de overheidsschuld met de overdracht van financiële verplichtingen (en bezit) richting semipublieke sector afnemen.

Door dit verzelfstandigingsbeleid kregen semipublieke instellingen grotere financiële verantwoordelijkheden en kwamen zij meer in aanraking met financiële dynamiek. Dit kwam bijvoorbeeld tot uitdrukking in het toenemende aantal instellingen dat derivaatcontracten ging afsluiten. Een substantieel aantal ziekenhuizen, scholengemeenschappen en woningbouwcorporaties heeft in de afgelopen decennia dit soort producten gekocht (Botter, 2013). Hoewel deze derivaten bedoeld waren als verzekering tegen renteschommelingen, is het in een aantal gevallen flink mis gegaan. De financiële expertise en controlemechanismen bleken bij de semipublieke instellingen tekort te schieten. De Vestia-casus is het belangrijkste voorbeeld van de problemen die dit kan opleveren: deze woningcorporatie was lange tijd de grootste van Nederland, maar in 2011 kwam aan het licht dat er erg grote financiële risico's waren genomen met gekochte derivaten. Dit derivaten-debacle kon alleen verholpen worden door verplichtingen af te kopen voor 2 miljard euro (Parlementaire Enquêtecommissie Woningbouwcoöperaties, 2014).

Naar een strakkere aansturing van semipublieke instellingen

In reactie op de tekortkomingen bij semipublieke instellingen op het gebied van financieel beheer heeft het kabinet maatregelen genomen om strengere eisen te stellen. Er is een 'normenkader voor financieel beheer en extern financieel toezicht' opgesteld, dat basisnormen bevat voor de financiële huishouding van instellingen op afstand van de overheid (Tweede Kamer, 2013 - Kamerstuk 33 822, nr. 2). Daarnaast zijn er regels opgesteld voor het gebruik van financiële derivaten in het semipublieke domein (Tweede Kamer, 2013 - Kamerstuk 33 489, nr. 14). Deze derivatenregeling stelt eisen aan de governance van de semipublieke instelling die derivaten aanschaft, geeft bepalingen over het doel waarmee derivaten mogen worden aangeschaft (het beheersen van opwaartse renterisico's) en schrijft voor welk type derivaten mag worden aangeschaft. Daarnaast zijn er bepalingen opgenomen over het interne en externe toezicht op het financieel beheer.¹⁰

Ondanks deze beleidshervormingen is het principe van grote (financiële) zelfstandigheid bij semipublieke instellingen als zodanig niet of nauwelijks ter discussie gesteld. Daarnaast verschilt de implementatie van maatregelen van sector tot sector, omdat veel wordt overgelaten aan de discretie van vakdepartementen. Ook worden veel verantwoordelijkheden belegd bij de *individuele* instelling; het versterken van competenties en expertise op sectorniveau krijgt vooralsnog minder aandacht.

7.2.4 CONSUMENTENBELEID: VAN VOORLICHTING NAAR BESCHERMING VAN DE KLANT

Beleidsmakers en toezichthouders vertrouwden er lange tijd op dat het stimuleren van marktwerking in combinatie met voldoende informatie ervoor zou zorgen dat consumentenbelangen goed zouden worden behartigd. Ook op dit terrein zijn er sinds de crisis twijfels. Concurrentie werkt niet noodzakelijkerwijs louterend op financiële instellingen. En het idee dat (steeds) meer informatie leidt tot betere keuzes van de consument, is ter discussie komen te staan. De beleidshervormingen die er het gevolg van zijn geweest, zijn erop gericht de zorgplicht van financiële instellingen steviger te verankeren en de consument beter te beschermen en voor te lichten.

Vertrouwen in voorlichting en de heilzame werking van de markt

In veel OESO-landen is vanaf de jaren tachtig sprake van een grotere eigen verantwoordelijkheid op het gebied van zorg, werk, studie en pensioen. Ook in Nederland hebben hervormingen van de verzorgingsstaat, van het studiefinancieringsstelsel en van het pensioenstelsel geleid tot een grotere individuele verantwoordelijkheid op financieel gebied. Consumenten moeten zelf allerlei ingewikkelde financiële producten aanschaffen en zijn aangewezen op adequate productinformatie.

Lange tijd lag de beleidsfocus op het bevorderen van de bewegingsvrijheid van financiële instellingen om concurrentie aan te moedigen, aangevuld met informatieverstrekking aan de consument om juiste keuzes mogelijk te maken. Als belangrijkste bron van marktfalen wees men op de informatieasymmetrie tussen consument en financiële instelling: het feit dat consumenten minder afwisten van de financiële producten dan de dienstverleners maakte hen kwetsbaar voor miskopen. En dit speelde met name bij grote, incidentele financiële beslissingen.

Het Nederlandse consumentenbeleid focuste dan ook sterk op adequate informatievoorziening van de financiële instelling richting de klant. De Wet op het financieel toezicht (Wft) bevatte allerlei verplichtingen rondom informatieverstrekking over financiële producten, met als uitgangspunt dat de informatie feitelijk juist, begrijpelijk en niet misleidend moest zijn ('t Hart en Perron, 2006). De Financiële Bijsluiter is het bekendste voorbeeld van die informatieverplichting. Ook werd meer ingezet op het 'ken-uw-klantbeginsel'. Volgens dit beginsel zijn dienstverleners verplicht om alle voor de financiële dienst of het financiële product relevante informatie in te winnen bij de consument. Alleen als dit was gegarandeerd, zouden instellingen in staat kunnen zijn om hun zorgplicht na te leven (Van Boom et al., 2007). De verantwoordelijkheid voor het toezicht op de naleving hiervan werd bij de Autoriteit Financiële Markten (AFM) belegd.

Na de crisis was een veelgehoord geluid dat zowel financiële instellingen als financieel toezichthouders te weinig aandacht hadden besteed aan de belangen van consumenten (Adviescommissie Toekomst Banken, 2009). Er was veel minder vertrouwen in de mate waarin financiële instellingen het 'klantbelang' centraal stelden in hun operaties. Ook ontstond er gaandeweg een realistischer beeld van de poeve kennis, kunde en capaciteiten van consumenten inzake financiële diensten (*financial literacy*). Uit gedragswetenschappelijk onderzoek bleek dat consumenten niet handelen conform het voorheen veronderstelde rationele keuzemodel, maar op verschillende manieren vooringenomen en bevooroordeeld zijn, waarmee het gevaar bestaat dat consumenten de verkeerde keuzes maken en te grote risico's nemen (Tiemeijer, Thomas en Prast, 2009; WRR, 2014a). Bovendien bleken de verplichtingen op het gebied van informatieverstrekking te leiden tot een informatieoverschot bij consumenten. 't Hart en Du Perron (2006) geven als voorbeeld dat een consument die een aflossingsvrije hypotheek met beleggingslevensverzekering afsloot, de volgende documenten kreeg voorgeschoteld: 12 overeenkomsten, 2 prospectussen, 2 brochures, 24 financiële bijsluiters, met een totale omvang van 185.000 woorden (voorbeeld besproken in Van Boom et al., 2007).

Beleidshervormingen: consumentenbescherming en betere voorlichting

Er zijn na de crisis diverse hervormingen doorgevoerd om te zorgen dat het belang van de consument centraler komt te staan bij financiële dienstverlening. Allereerst is er de wettelijke verankering van de zorgplicht voor banken (sinds 2014). Ten

tweede is het provisieverbod bij financieel adviseurs ingevoerd, waarmee wordt gestreefd naar het tegengaan van belangenconflicten. Daarnaast heeft de AFM de bevoegdheid gekregen om toezicht te houden op de ontwikkeling van nieuwe financiële producten en te controleren of hierbij de belangen van klanten afdoende worden meegenomen. Dit alles dient de consument beter te beschermen tegen risicovolle producten. Voorts is de positie van de klant versterkt door de totstandkoming van een klachtenloket en maakt de overheid meer werk van verplichte financiële voorlichting. In 2013 heeft het ministerie van Financiën het 'Platform wijzer in geldzaken' gelanceerd. Dit platform wil verantwoord financieel gedrag in Nederland stimuleren door middel van betere voorlichting, onder andere door informatieverstrekking via een website. Voor ondernemers is recent een vergelijkbaar initiatief ondernomen met de 'Nationale financieringswijzer'.

7.3 DE NOODZAAK VOOR AANVULLEND BELEID

Het beleid gericht op de financiële sector is in de afgelopen jaren flink opgeschud. De financiële crisis legde dan ook grote tekortkomingen bloot in de mondiale, Europese en nationale regelgevings- en toezichtkaders. Wetenschappers, politici en burgers plaatsten vraagtekens bij de beleidsuitgangspunten van voorheen, zoals het streven naar meer bewegingsvrijheid voor financiële instellingen, het stimuleren van de mondialisering van financiële diensten en instellingen, het vertrouwen op de risicomanagementsystemen van individuele instellingen en het geloof in de tucht van de markt. De kern van het pre-crisisbeleid stond ter discussie. Sinds de crisis is er dan ook werk van gemaakt om de financiële sector te stabiliseren en te proberen door betere en strengere wet- en regelgeving een dergelijke ontwrichting in de toekomst te voorkomen. Meer dan voorheen staan ook systeemrisico's op de beleidsagenda. Ook zijn enige wijzigingen doorgevoerd op relevante sociaaleconomische beleidsterreinen (bijvoorbeeld het fiscaal beleid inzake hypotheeklen) die de blootstelling van huishoudens, bedrijven en semipublieke instellingen aan financiële dynamiek verminderen dan wel in betere banen leiden.

Hoewel de beleidsontwikkelingen en -hervormingen nog in volle gang zijn, concluderen we op basis van de analyse van de kernproblemen in hoofdstuk 6 en van het beleid dat na de financiële crisis in gang gezet is, dat het huidige beleid op een aantal punten tekortschiet. Daarbij spelen vier overwegingen een rol.

Ten eerste: ondanks het feit dat financiële stabiliteit hoger dan voorheen op de beleidsagenda is komen te staan, zijn de daadwerkelijk doorgevoerde beleidswijzigingen sterk gericht op bestaande pre-crisis kaders, zowel op Europees als op Nederlands niveau. De kern van de Europese hervormingen is gericht geweest op het versterken van het bestaande raamwerk voor bancaire kapitaaleisen. Deze kapitaaleisen worden echter nog steeds in significante mate bepaald op basis van de risicomodellen van de banken zelf en systeemrisico's worden maar zeer ad hoc

meegenomen. Dat wil natuurlijk niet zeggen dat er niets veranderd is. Integendeel, het beleid is op tal van terreinen aangescherpt en uitgebreid. De hervormingen hebben ertoe geleid dat beleidsmakers tot in de details betrokken zijn bij het functioneren van financiële instellingen: zij houden toezicht op risicomanagementsystemen, personeelsbeleid, de bedrijfscultuur, beloningenbeleid en financieringsstructuren. Deze herregulering is een begrijpelijke correctie op het al te soepele beleid van voorheen. Fundamentele hervormingen doorvoeren blijkt in de praktijk echter moeilijk. In essentie is het huidige beleid eerder een strengere variant van het pre-crisisbeleid dan een ingrijpende transformatie daarvan.

Ten tweede is de rol die de financiële sector speelt bij het faciliteren van de economische ontwikkeling te veel buiten beschouwing gebleven. In het huidige beleidsdebat speelt de vraag hoe de welvaartsbijdrage van de sector kan worden vergroot, een beperkte rol. Beleid gericht op het robuuster maken van de sector wordt vaak – door tegenstanders van strengere regelgeving – gepresenteerd als conflicterend met het vergroten van de welvaartsbijdrage van de sector. Hoewel op deze framing veel kritiek is gekomen (zie tekstbox 7.1), blijkt het toch een erg verleidelijke voorstelling van de relatie tussen financiële stabiliteit en economische groei. Een alternatief perspectief, namelijk hoe de welvaartsbijdrage dan wel moet worden vergroot, wordt echter niet gegeven.

Ten derde is de beleidsaandacht vooral gericht op het doorvoeren van aanpassingen *binnen* de financiële sector. Er is in beperkte mate aandacht voor het feit dat burgers, bedrijven en overheden in een andere relatie tot de financiële sector zijn komen te staan. Het sociaaleconomische pre-crisisbeleid (denk aan pensioen- en woningmarktbeleid) heeft bijgedragen aan de toenemende blootstelling van deze spelers aan financiële dynamiek. Hoewel er sinds de crisis ook op deze beleidsterreinen hervormingen worden doorgevoerd, blijven maatregelen dicht bij het oude beleid. De kruisverbanden tussen deze beleidsterreinen en de relatie met het functioneren van de financiële sector blijven echter veelal buiten zicht door een verkokering van het beleid en een dominante focus op financiële regulering.

Ten slotte is sprake van een ambigue politisering van het beleid. Enerzijds heeft de financiële crisis geleid tot een ‘terugkeer van de overheid’. Uit de beleidshervormingen blijkt dat de overheid een significant deel van de invloed die zij op het gebied van financiële regulering aan private spelers had afgestaan, heeft teruggenomen. Een andere manifestatie van deze politisering is dat parlementen veel grotere interesse tonen in financiële regulering. Zij eisen meer invloed op het beleid en voeren discussies over voorheen obscure kwesties als kapitaalregulering, derivatenhandel en boekhoudregels. Anderzijds zijn er echter ook aanwijzingen dat het krachtenveld rond het beleid en de regulering van financiële instellingen aan het wegdrijven is van overheden. Vooral via de Bankenunie en de versterking van internationale (veelal Europese) regelgeving is het initiatief weer bij beleidsfora

komen te liggen. De vraag hoe betekenisvolle en productieve politieke invloed op het beleid kan worden uitgeoefend, is daarmee een belangrijk onopgelost vraagstuk.

Sinds de crisis is streven naar financiële stabiliteit de hoofdprioriteit van het overheidsbeleid geworden. Binnen het stabiliteitsbeleid is er meer aandacht gekomen voor het signaleren en tegengaan van systeemrisico's. Desondanks blijven de daadwerkelijk doorgevoerde beleidswijzigingen vooralsnog dicht bij het pre-crisisbeleid, zowel op Europees als op Nederlands niveau. Sinds de crisis worstelen politici en beleidsmakers ook met de vraag hoe de bijdrage van de financiële sector aan de economie en samenleving kan worden vergroot. Maar in het huidige beleidsdebat is de hoofdvraag eerder 'hoe zorgen we ervoor dat de belastingbetaler geen last meer heeft van de financiële instellingen', en krijgt de vraag 'hoe kunnen we hun bijdrage aan de economie en maatschappij vergroten' weinig aandacht. Tegenstanders van strengere regels argumenteren in termen van communicerende vaten: strenger beleid gericht op financiële stabiliteit zou slecht zijn voor de economische groei, zo suggereren zij. Ten slotte is sprake van een ambigue politisering van beleid: enerzijds zijn politici meer betrokken bij financiële regulering, anderzijds vindt veel beleidsontwikkeling nog steeds plaats binnen dezelfde, relatief onafhankelijke beleidsfora als voor de crisis.

In de afgelopen decennia zijn burgers, bedrijven en overheden steeds afhankelijker geworden van de financiële sector. Het in dit hoofdstuk besproken overheidsbeleid heeft hieraan bijgedragen, al kan hieruit niet per se worden afgeleid dat dit een doelbewuste overheidsstrategie was. We zouden kunnen spreken van een 'impliciet financïaliseringbeleid': door een opeenstapeling van beleidsinitiatieven raakte de samenleving steeds afhankelijker van de financiële sector. Sinds de crisis zijn er twijfels ontstaan over de wenselijkheid van deze (beleids)effecten. Er is meer aandacht gekomen voor de keerzijde van de grotere dominantie van de financiële sector. Op het gebied van de huizenmarkt, belastingen, pensioenen, semipublieke instellingen en consumenten is het beleid dan ook in bepaalde mate aangepast, vaak met als doel om deze financiële afhankelijkheid enigszins terug te dringen. Veel blijft echter bij het oude: ook op dit terrein is eerder sprake van een bijstelling van de koers dan van een fundamentele beleidsherziening.

De conclusie van het bovenstaande is dat het noodzakelijk is om het financiële beleid op een aantal punten aan te vullen. Veel meer zal moeten worden onderkend dat de instabiliteit van de financiële sector niet (geheel) uit te bannen is. Naast beleid dat gericht is op het verkleinen van de kans op instabiliteit, is het daarom nodig om beleid te ontwikkelen gericht op de robuustheid van de financiële sector, zodat die beter in staat is de instabiliteit zelf op te vangen. De belangrijke faciliterende rol die de financiële sector speelt in de economie en de samenleving zal daarbij nadrukkelijk moeten worden onderkend. De samenleving is – zoals aangegeven in eerdere hoofdstukken – te afhankelijk van de financiële sector en te kwetsbaar voor onevenwichtigheden in de financiële sfeer. Aanpassingen zijn dus juist ook nodig in de samenleving. Een laatste constatering is dat een dergelijk aanvullend beleid vraagt om politieke afwegingen, en derhalve om de betrokkenheid van het parlement.

NOTEN

- 1 Verderop beoordelen wij de effectiviteit van de maatregelen. Zo zou een anticyclische liquiditeitsbuffer effectiever kunnen zijn dan een anticyclische kapitaalbuffer. Die laatste is mogelijk niet knellend juist in goede periodes (bijvoorbeeld, in goede tijden zijn loan losses laag, waardoor het kapitaal zich beter (lijkt) te ontwikkelen). Daarnaast is het maar de vraag of in slechtere tijden 'de markt' toestaat dat de buffer wordt verlaagd.
- 2 In de voorstellen is sprake van enige verfijning, bijvoorbeeld ten aanzien van *off-balance sheet*-posities.
- 3 Dit wordt ook wel het *home country control*-principe genoemd. Implementatie liep via respectievelijk de Tweede Bankenrichtlijn (in 1993 geïmplementeerd), de Richtlijn Beleggingsdiensten (in 1995 geïmplementeerd) en de Solvency Richtlijn (in 1994 geïmplementeerd).
- 4 In 2009 trok Hemerijck de volgende conclusie op basis van een groot aantal interviews met wetenschappers en beleidsmakers uit de hele wereld: *'The fundamental insight that emerged from most of the interviews is that economic markets are not self-creating, self-regulating, self-stabilising, and self-legitimising. While this important lesson is certainly not new, in the past decades of neo-liberalism, policymakers do seem to have forgotten the fundamental truth that the benefits of global economic interdependence rely heavily on robust social and political institutions, reminiscent of the era of embedded liberalism.'* (Hemerijck, 2009: 35).
- 5 Kapitaalbewegingen kunnen ook binnen de eurozone destabiliserend werken. De vraag is dus wel degelijk van belang hoe deze in de hand kunnen worden gehouden, dan wel hoe de gevolgen ervan kunnen worden beheerst. Het in de hand houden van macro-economische onevenwichtigheden is hier onderdeel van.
- 6 De totstandkoming van de Bankenuïe was ook een specifiek antwoord op de financiële problemen binnen de eurozone die wezen op een vermenging van schuldproblemen van Europese overheden en hun nationale financiële instellingen. Deze wisselwerking werkte destabiliserend. Met de Bankenuïe proberen Europese beleidsmakers deze verstrengeling te doorbreken.
- 7 Het SSM vereist nauwe afstemming tussen de ECB en nationale toezichthouders (in Nederland, DNB). Over banken die geclassificeerd zijn als 'significant' heeft de ECB de directe leiding over het toezicht. Dit betreft 130 banken. Een bank wordt gezien als significant indien zij activa van minimaal 30 miljard euro heeft, dan wel activa heeft die meer zijn dan 20% van het bbp van de betreffende lidstaat, of door de ECB als significant wordt aangemerkt op basis van grensoverschrijdende activiteiten. Eveneens worden banken als significant aangemerkt als ze noodsteun hebben gehad uit Europese fondsen.
Voor 'minder' significante banken blijft de eerste verantwoordelijkheid bij nationale toezichthouders, maar de ECB kan het naar zich toetrekken als ze dit van belang acht (zie ECB, 2014).
- 8 Stichting Waarborgfonds Eigen Woningen (WEW) is in 1993 opgericht en in 1995 overgegaan in de Nationale Hypotheek Garantie (<https://www.nhg.nl/Over-NHG/Stichting-WEW>).
- 9 Enige beperkingen werden wel ingebouwd. Zo kwam er een beperking op bijlenen en werd de aftrekbaarheid van rente op consumptief krediet afgeschaft.
- 10 Zie www.rijksoverheid.nl, onder het 'beleidskader derivaten', 17 september 2013.

8 CONCLUSIES EN BELEIDSOPTIES

De financiële crisis van 2008 heeft duidelijk gemaakt dat de financiële sector niet kan worden gezien als een economisch eiland, maar dat deze een fundamenteel en infrastructureel onderdeel is van de economie. De afgelopen decennia is de invloed van de sector op de economie en samenleving sterk toegenomen. Zo zijn financiële producten en instrumenten een belangrijkere rol gaan spelen voor burgers, bedrijven en (semi)overheden. Desondanks is de aandacht van beleidsmakers en politici sinds de crisis hoofdzakelijk uitgegaan naar het doorvoeren van aanpassingen *binnen* de financiële sector.¹

Er is tot nu toe maar beperkte aandacht voor het feit dat de samenleving sterk afhankelijk is geworden van de financiële sector en dat dat mogelijk om aangrijpingspunten voor beleid vraagt in die samenleving. Het kan ook nopen tot heroverweging van bestaand beleid, zeker waar bijvoorbeeld fiscale facilitering het gebruik van financiële producten (denk aan hypotheeklen) extra heeft bevorderd en een ongebreidelde groei van de financiële sector mede mogelijk heeft gemaakt. De samenleving is door haar grotere afhankelijkheid van de financiële sector kwetsbaarder geworden voor verstoringen in de financiële sfeer. Andersom raken macro-economische ontwikkelingen door afhankelijkheden en verwevenheden de financiële sector in versterkte mate. In dit rapport ligt de nadruk op hoe de samenleving in een betere verhouding tot de financiële sector kan komen te staan. Hoe kan zij weerbaarder worden tegen onevenwichtigheden in de financiële sfeer, en hoe kan zij bijdragen aan een beter functionerende financiële sector? Het bevorderen van de financiële weerbaarheid van de samenleving ligt in belangrijke mate binnen de invloedssfeer van het nationale beleid. Dit rapport doet daartoe een aantal aanbevelingen.

Tevens constateert de WRR dat de bestaande beleidsinzet richting financiële sector zich moeizaam verhoudt tot de complexiteit en onzekerheden (technologisch, monetair, etc.) waaraan de sector blootstaat. De WRR acht het dan ook wenselijk te komen tot een doeltreffender beleid voor de financiële sector, naast beleid dat aangrijpt op de samenleving. Ondanks het open karakter van de Nederlandse economie en internationale afspraken (en voorgeschreven wet- en regelgeving) is ook op het gebied van financiële-sectorbeleid sprake van nationale beleidsruimte. Wel is het zo dat die aanzienlijk beperkter is dan de ruimte voor beleid dat zich richt op de samenleving; dat laatste betreft immers vooral sociaaleconomisch beleid dat in het hart ligt van de nationale beleidsautonomie.

In wat volgt, geven wij allereerst een overzicht van de analyse die in deze studie is gemaakt (paragraaf 8.1). Daarna bespreken we de beleidsoriëntatie die de WRR voorstaat (paragraaf 8.2). Vervolgens geven we beleidsopties om te komen tot een

meer weerbare samenleving (paragraaf 8.3) en een robuustere financiële sector (paragraaf 8.4). Wat hiervan de politieke en beleidsmatige implicaties zijn, behandelen we in paragraaf 8.5. Een schematisch overzicht van de beleidsopties is aan het einde van dit hoofdstuk toegevoegd.

8.1 **SYNOPSIS: MAATSCHAPPELIJKE OPGAVEN IN EEN VERANDERENDE CONTEXT**

Het maatschappelijke en economische belang van financiële dienstverlening

De financiële sector is van groot maatschappelijk en economisch belang. Banken, verzekeraars en pensioenfondsen stellen burgers, bedrijven en publieke instellingen in staat betalingen te doen, externe financiering aan te trekken, te sparen en zich te verzekeren tegen risico's. Hoewel financiële diensten van groot belang zijn voor het functioneren van de economie, is het verre van eenvoudig vast te stellen hoe groot de *economische bijdrage* van de financiële sector precies is. Het gaat er daarbij om te bepalen in hoeverre de financiële sector de productie in andere sectoren in de economie helpt en ondersteunt. De bijdrage van de sector zou dus niet gemeten moeten worden alsof het een zelfstandige sector betreft, maar juist door te kijken hoe die bijdraagt aan het geheel.

Dat is niet gemakkelijk vast te stellen; daartoe moet men in feite nagaan wat er zou gebeuren als de dienstverlening er niet zou zijn. Bijvoorbeeld: wat kost het de samenleving als iedereen aan het eind van de week weer een loonzakje zou krijgen in plaats van de maandelijkse girale betaling? Dergelijke lastige vragen worden vermeden door de bijdrage van de financiële sector te meten op dezelfde manier als die van andere sectoren, namelijk, wat is de bijdrage van de sector aan het bbp? Hogere marges, het verschil tussen opbrengsten en kosten, betekenen grosso modo dat deze bijdrage hoger zal uitvallen. Dit is echter niet altijd de indicator voor de grotere bijdrage aan de samenleving. Het woekerpolischandaal, waarbij extreem hoge marges in de levensverzekeringen werden versleuteld, laat zien dat een hogere provisie niet automatisch leidt tot een hogere waarde voor de economie.

Ook andere indicatoren van de bijdrage van de financiële sector aan de economie geven geen sluitende antwoorden. Vóór de crisis overheerste de notie dat een toenemende 'financiële ontwikkeling' goed is voor economische groei. Na de crisis is (weer) onderkend dat een uit de krachten gegroeide financiële sector ten koste kan gaan van economische groei. In goede tijden wordt dit nogal eens vergeten. Zo is vóór de kredietcrisis onderbelicht gebleven dat de groei aan hypotheekleningen in Nederland en de financiering van projectontwikkelaars in Spanje weliswaar de economische groei opstuwden maar uiteindelijk contraproductief zouden zijn. De correctie in de huizenprijzen heeft in Nederland sterk negatieve macro-economische effecten gehad, vooral via het instorten van de particuliere consumptie. In

Spanje speelde hetzelfde, maar was ook sprake van crowding-out: de bouwactiviteit zorgde voor oververhitting van de economie die de concurrentiekracht van het land ondermijnde. De productieve bijdrage van de financiële sector aan de economie is al met al moeilijk vast te stellen, ondanks het gegeven dat banken en verzekeraars een cruciale rol vervullen in de samenleving en velen er sterk van afhankelijk zijn.

Financiële relaties zijn sterk veranderd...

De Nederlandse financiële sector zit van oudsher ingeklemd tussen internationale en nationale ambities. Nederland kende oorspronkelijk een bankwezen dat sterk georiënteerd was op internationale handelsfinanciering, met een relatief late ontwikkeling van meer lokaal gewortelde financiële instellingen. Vanaf midden jaren zestig in de vorige eeuw zijn de lokale financiële instellingen opgegaan in grotere instellingen en kreeg het bankwezen een topzwaar karakter. Een vergelijkbare consolidatieslag vond plaats bij verzekeringsmaatschappijen en er ontstonden conglomeraten van bank-verzekeraars. Ook de pensioenfondsen zijn door de toegenomen welvaart en de bijdragen van de babyboomgeneratie sterk in omvang gegroeid.

Sinds het eind van de jaren tachtig is de financiële sector ingrijpend veranderd, in Europa in het algemeen en in Nederland in het bijzonder. Zo is de Nederlandse financiële sector niet alleen sterk geconsolideerd, maar ook bovengemiddeld sterk in omvang toegenomen. De activiteiten van banken veranderden: de hypotheekfinanciering nam sterk toe, beleggingsproducten werden belangrijker en kapitaal-marktdiensten breidden zich uit. De levensverzekeringsactiviteit groeide snel, al dan niet als onderdeel van een bankconglomeraat (ook hier speelde fiscale facilitering een rol). Alle financiële spelers kregen een steeds sterkere internationale dimensie door de ontmanteling van restricties op internationale financiële stromen en de totstandkoming van de Europese interne markt voor financiële dienstverlening.

Deze ontwikkelingen hebben een keerzijde. De Nederlandse economie en samenleving zijn veel afhankelijker geworden van de financiële sector en bewegingen op de financiële markten. Zowel de bezittingen als de schulden van huishoudens zijn explosief toegenomen, waardoor de geringste beweging in rente en aandelenmarkten een wezenlijke invloed heeft op het huishoudboekje. Grote bedrijven en ook pensioenfondsen laten zich in hun strategie en bedrijfsvoering beïnvloeden door kortetermijnontwikkelingen op de financiële markten. Het MKB is sterk afhankelijk van banken geworden. Het ondervindt nu problemen met het verkrijgen van bancaire krediet, terwijl dit vóór de kredietcrisis ruim voorhanden was. En ook semipublieke instellingen hebben zich op het glibberige terrein van financiële markten begeven.

... en deze ontwikkelingen zorgen voor maatschappelijke problemen

De veranderingen in de relaties tussen de financiële sector, de economie en de samenleving hebben tot een aantal maatschappelijke problemen geleid. Het eerste kernprobleem is de *inherente instabiliteit* van de financiële sector. Financiële crises zijn kostbaar. Bijvoorbeeld vanwege de kosten voor de overheid om banken te redden, de verliezen die mensen en bedrijven lijden en de negatieve gevolgen van de met een crisis samenhangende onzekerheid voor de economische groei. Maar ook in niet-crisissituaties zijn er kosten. Sterk procyclisch opereren van de financiële sector is een voorbeeld, waardoor er in een opgaande economie te veel krediet voorhanden is en er tijdens recessie overmatig wordt geknepen.

Ten tweede is er sprake van een grote *dominantie* van de financiële sector in de economie en samenleving. Zo worden huishoudens, bedrijven en semioverheden blootgesteld aan een veelheid van financiële producten, en zijn zij door hoge schulden dan wel (pensioen)besparingen extra gevoelig voor ontwikkelingen in de financiële sector. Het financieel systeem is hierdoor eerder leidend dan volgend of faciliterend geworden.

Ten derde versterkt de financiële sector de *kortzichtigheid* in de economie en de samenleving, waardoor financiële kortetermijnprikkels belangrijker worden dan langetermijnoverwegingen. Het hyperactieve gedrag van de financiële wereld zet de langetermijnorientatie in de reële economie en samenleving onder druk, terwijl deze oriëntatie noodzakelijk is voor het doen van investeringen in menselijk en fysiek kapitaal.

Uitdagingen voor Nederland

De genoemde ontwikkelingen en daaraan gerelateerde kernproblemen dragen ertoe bij dat de financiële sector en de samenleving in een gespannen relatie tot elkaar zijn komen te staan. Hierdoor schiet de economische en maatschappelijke bijdrage van de sector tekort. Dit plaatst de Nederlandse samenleving en de politiek voor een lastige opgave. Aan de ene kant is het zaak om te komen tot een robuuster financieel systeem dat de economische ontwikkeling ondersteunt. Aan de andere kant is het zaak om de samenleving en de economie weerbaarder en minder afhankelijk te maken van de financiële sector. Een brede beleidsoriëntatie is hiertoe noodzakelijk. In dit rapport ligt de nadruk op het versterken van de samenleving en de economie. Verrassend genoeg is hier minder aandacht naar uitgegaan. Dat is temeer opmerkelijk, omdat hier de nationale beleidsruimte het grootst is. Toch komen we ook met een aantal aanbevelingen richting financiële sector; ook daar past een ander perspectief om te komen tot een effectiever beleid.

8.2 NAAR EEN BREDERE BELEIDSORIËNTATIE: SAMENLEVING EN SECTOR

Voor een productiever evenwicht tussen financiële sector en samenleving dient er een goede balans te zijn tussen verbondenheid van de samenleving met, en onafhankelijkheid van de financiële sector. De laatste jaren is er een onbalans ontstaan waardoor finance (de financiële sector in brede zin) een erg grote rol speelt in de Nederlandse samenleving. Dit draagt bij aan de kwetsbaarheid van Nederland via de drie geïdentificeerde kernproblemen: financiële instabiliteit, financiële dominantie en kortzichtigheid.

De WRR stelt voor om langs drie wegen tot dit productievere evenwicht te komen tussen samenleving en financiële sector. De eerste weg betreft beleid gericht op de samenleving. De andere twee adresseren respectievelijk de financiële sector zelf en de politiek.

De samenleving moet sterker en minder afhankelijk worden gemaakt van de financiële sector voor een productiever evenwicht. Bij sociaaleconomische en maatschappelijke vraagstukken, zoals arrangementen voor het opbouwen van pensioenen en volkshuisvestelijke vraagstukken, dient expliciet op tafel te liggen wat dit betekent voor de financiële afhankelijkheid en weerbaarheid van de samenleving. Te grote afhankelijkheid vermindert de weerbaarheid tegen verstoringen in het financiële systeem. Hoe meer er bijvoorbeeld geleend wordt voor huisvesting, des te groter zijn de effecten van rentebewegingen op de kosten van de lening. Tegenspel zal kunnen bijdragen aan een meer ondersteunende en minder dominante positionering van financiële diensten.

De tweede weg betreft het beleid richting de financiële sector. Een meer volragen beleid is nodig dat de robuustheid van de sector versterkt, waarmee de sector ook speelruimte verwerft om in te spelen op de vele onzekerheden. Financiële instabiliteit zal hiermee niet tot het verleden behoren, maar de sector is dan wel beter in staat instabiliteit zelf op te vangen en te mitigeren. Robuustheid is des te meer van belang als we de vele onzekerheden onderkennen waaraan de sector onderhevig is. De toekomst van de sector is ongewis. Denk bijvoorbeeld aan het internationale monetaire beleid en de fintech-revolutie die zowel het functioneren als de toekomstige vormgeving van de sector hoogst onzeker maken.

De derde weg die de WRR voorstaat, betreft de betrokkenheid vanuit de politiek. Het bredere beleidsperspectief dat de WRR schetst impliceert een noodzaak om de *politieke dimensie* van de problematiek te onderkennen. Financiële stabiliteit en de financiële diensten zelf zijn van fundamenteel belang voor het functioneren van de samenleving; dit vraagt om een periodieke – en minder incidentgedreven – betrokkenheid van de politiek. De problematiek van de financiële sector kan dan ook niet

los worden gezien van het sociaaleconomisch beleid. In dit speelveld bevinden zich politieke keuzes en afwegingen. Er is altijd sprake van voor- en nadelen voor specifieke groepen, en dus herverdelingseffecten. En deze laatste kunnen permanent zijn, dan wel zich louter manifesteren in een transitiefase. Bij pensioenen bijvoorbeeld geven aanpassingen ongetwijfeld aanleiding tot discussies over wie ten koste van wie profiteert. De WRR doet voorstellen om de politieke dimensie van de problematiek beter tot haar recht te laten komen.

De positie van de politiek en het parlement is temeer van belang, omdat er een aanzienlijke nationale beleidsruimte is. Dat geldt bij uitstek voor de sociaaleconomische beleidsterreinen (van pensioenen tot verzelfstandiging van publieke instellingen), die veel meer centraal komen te staan door de verbreding van perspectief die wordt voorgestaan door de WRR. Zo vallen pensioenfondsen geheel binnen de nationale beleidsruimte, omdat zij het domein zijn van het binnenlandse sociaaleconomische beleid (zie ook de rol van sociale partners). Voor de financiële sector is de nationale beleidsruimte een stuk beperkter. Met de Europese bankenunie, en met name het Single Supervisory Mechanism (SSM) in Frankfurt, is een grote stap gezet naar volledige europeanisering van het toezicht op het bankwezen. Voor verzekeraars speelt dit iets minder, maar voor zowel verzekeraars (Solvency II) als banken (Bazel III) speelt internationale regelgeving een steeds belangrijker rol. En toch is er ook op dit terrein – zoals aangegeven zal worden – nationale beleidsruimte. Daarnaast is nationale politieke betrokkenheid van groot belang om invloed te kunnen hebben op internationale ontwikkelingen. Er moet ook geanticipeerd worden op onzekerheden; de houdbaarheid van internationale financiële arrangementen is geen vanzelfsprekendheid. Hoe het financieel monetaire systeem zich zal ontwikkelen, en hoe de afbakening van het nationale en internationale speelveld eruit gaat zien, is onbepaald.

De verbreding van het perspectief naar de samenleving kan bijdragen aan een meer vruchtbare dialoog tussen sector en samenleving, en onderkent dat de financiële sector onderdeel is van diezelfde samenleving.

Naar een bredere beleidsoriëntatie: samenleving en sector

- De kernopdracht is om te streven naar een minder dominante en meer ondersteunende rol van financiële diensten in de samenleving. Daarvoor zijn aanpassingen nodig in de samenleving en in de financiële sector.
 - De samenleving heeft zich erg afhankelijk gemaakt van de financiële sector, en is daardoor heel gevoelig geworden voor onevenwichtigheden in de financiële sfeer. Door deze afhankelijkheid te verminderen is de samenleving beter bestand tegen financiële crises en de procyclische impulsen vanuit de financiële sector.
 - Financiële instabiliteit blijft een belangrijk aandachtspunt. Scherper inzetten op de robuustheid van de sector is nodig, zeker ook gezien de vele onzekerheden waaraan de financiële sector onderhevig is en de speelruimte die zij behoeft.
 - De politieke dimensie van het beleid moet worden onderkend en vraagt om een meer structurele en periodieke betrokkenheid vanuit de nationale politiek. Onderken het bestaan van nationale beleidsruimte.
-

Hierna werken wij het door de WRR voorgestane beleid verder uit. Het gaat ons primair om de richting van beleid. We beginnen met de samenleving als aangrijpingspunt van beleid, vervolgens de aanpak van de financiële sector zelf, en ten slotte de politieke dimensie.

8.3 ECONOMIE EN SAMENLEVING: MINDER AFHANKELIJKHEID, MEER WEERBAARHEID

De financiële sector stelt burgers, bedrijven en (semi)overheden in staat om betalingen te doen, te sparen, kredieten te verkrijgen (hypotheekleningen, bedrijfskredieten etc.) en zich te verzekeren. Informatie over de behoeften van de afnemers stelt financiële instellingen in staat deze activiteiten te verrichten. Door deze informatie goed te gebruiken in hun dienstverlening worden financiële instellingen geacht te zorgen voor een goede allocatie van middelen in de economie. Soms loopt het toch mis. Dit kan komen, doordat een aanbieder van financiële diensten de risico's verkeerd heeft ingeschat, bijvoorbeeld door leningen te verstrekken aan afnemers die niet kredietwaardig zijn. Maar ook kan het zijn dat een aanbieder de informatie heeft uitgebuit, zodat hij voor eigen financieel gewin klanten heeft benadeeld.

De financiële sector heeft door zijn expertise en specialisatie een grote informatievoorsprong. Die kennis- en informatiekloof is niet geheel te overbruggen, maar wel valt de weerbaarheid van afnemers van financiële producten (de samenleving) te verbeteren. Dit kan worden bereikt door bijvoorbeeld het stimuleren van bewustwording en het vereenvoudigen van keuzes (WRR, 2014a, Tiemeijer, 2016). Dit versterkt de onderhandelingspositie ten opzichte van financiële instellingen. Door de blootstelling aan de sector te verminderen en meer op de lange termijn te sturen wordt de weerbaarheid eveneens vergroot en neemt de afhankelijkheid van de sector af.

Het is wenselijk dat politici en beleidsmakers bij het adresseren van de financiële problematiek veel meer aandacht besteden aan de implicaties voor de samenleving en de sociaaleconomische beleidsterreinen. Naast beleid op het gebied van de huizenmarkt, belastingen en pensioenen komen ook andere beleidsterreinen in het vizier: denk aan het verzelfstandigingsbeleid (financiële risico's in de semipublieke sector) en de participatiesamenleving met daaraan verbonden grotere eigen verantwoordelijkheden. Onderkend moet worden welke invloed al deze beleidsterreinen hebben op de manier waarop sector en samenleving met elkaar verbonden zijn.

Een meer integrale benadering is gewenst. Zo dient er bijvoorbeeld aandacht te zijn voor het feit dat de vormgeving van het pensioenstelsel invloed heeft op de allocatie van besparingen en investeringen van huishoudens, en daarmee ook de financiering van de eigen woning beïnvloedt. Andersom is het beleid ten aanzien van de

woningmarkt van invloed op de vraag naar hypotheeklen, waardoor dat beleid invloed heeft op de relatie tussen samenleving en financiële sector (WRR, 2016b; Van Montfort et al., 2014). Er is dus een directe interactie tussen sociaaleconomisch beleid (pensioenen, huizenmarkt, fiscale inrichting, verzelfstandigingen) en de financiële sector.

Tegelijkertijd is het belangrijk dat er in deze interactie niet een al te grote afhankelijkheid en kwetsbaarheid sluipt. En voor zover er afhankelijkheid is, moet er voldoende tegenwicht ('countervailing power') zijn. Voor de samenleving dient er een zeker evenwicht te bestaan tussen verbondenheid met, en onafhankelijkheid van de financiële sector. De laatste jaren is er echter juist een onbalans in de verwevenheid met de financiële sector ontstaan. De *weerbaarheid* van burgers, bedrijven en (semi)publieke instellingen ten opzichte van de financiële sector moet daarom worden verbeterd.

Financiële instellingen reageren vaak snel en sterk op veranderingen in financiële markten, in wet- en regelgeving en in technologie. Hoewel dat in sommige opzichten positief is voor het functioneren van de financiële sector zelf, is de doorwerking van deze dynamiek naar de samenleving niet altijd gewenst. Waar mogelijk, zou ook de blootstelling van burgers, bedrijven en semioverheden aan die financiële dynamiek moeten worden teruggebracht. Hoewel wij voorstellen zullen doen deze blootstelling te verminderen, zijn er tegelijkertijd ontwikkelingen in de samenleving die de blootstelling vergroten. Denk aan grotere eigen verantwoordelijkheden van burgers, bijvoorbeeld door een beperking van collectieve arrangementen zoals pensioenen. Nog sterker speelt dit bij dat deel van de beroepsbevolking dat nu als zelfstandige (zzp'er) is geregistreerd. De groeiende nadruk op eigen verantwoordelijkheid speelt daar nog meer. Dit maakt weerbaarheid een belangrijke prioriteit.

Een conclusie die als rode draad door deze WRR-studie loopt, is de grote gevoeligheid van de Nederlandse economie voor ontwikkelingen in de financiële sector. Dit betreft niet alleen de doorwerking van het procyclische functioneren van de financiële sector op de reële economie en daarmee op de overheidsbegroting, maar ook het effect dat overheidsbeleid heeft op de financiële sfeer. Het laatste speelt bijvoorbeeld bij de hypotheekrenteaftrek: dit heeft bijgedragen aan een sterke groei van het aantal uitstaande hypotheeklen. Via diezelfde fiscale renteaftrek is de overheidsbegroting afhankelijk van renteontwikkelingen op de kapitaalmarkt. Zo leidt een hogere rente via extra hoge hypotheekrenteaftrek tot een verslechtering van de overheidsbegroting. De overheidsbegroting is evenzeer afhankelijk van ontwikkelingen in de financiële sfeer via de Nationale Hypotheek Garantie, depositogaranties, too-big-to-fail (TBTF)-garanties, en niet te vergeten belasting op het winstinkomen van de financiële sector.² Ook heeft de renteontwikkeling (via de reken-

rente) invloed op de pensioenpremies die de overheid voor haar pensioengerechtigden moet betalen. Dus ook vanuit dit macro-gezichtspunt is sprake van een hoge blootstelling.

We bespreken hierna mogelijke maatregelen om de blootstelling van de samenleving aan de financiële dynamiek te verminderen (subparagraaf 8.3.1), vervolgens hoe de weerbaarheid tegen de financiële dynamiek kan worden versterkt voor burgers en bedrijven (subparagraaf 8.3.2) en voor de semipublieke sector (subparagraaf 8.3.3).

8.3.1 VERMINDERDE BLOOTSTELLING AAN FINANCIËLE DYNAMIEK

Hoe is de blootstelling aan de financiële dynamiek te beperken? De aangewezen manier om dit te bereiken is het herzien van beleid dat bijdraagt aan hoge schulden (vooral hypotheeken) en hoge pensioenvermogens (SER, 2013; Jacobs, 2015: 264). Het gaat daarbij om drie beleidsinitiatieven: (1) de fiscale facilitering van het aangaan van schulden terugdringen; (2) inzetten op een (op levensloop-georiënteerd) beleid dat een productievere aanwending van besparingen stimuleert; en (3) het verminderen van de doorwerking van de financiële dynamiek in economie en samenleving. Een voorbeeld van het laatste is het pensioenstelsel dat op grond van marktsignalen – denk aan veranderingen in de rekenrente – uitnodigt tot continue bijsturing, en daarmee mogelijk een oriëntatie op langere termijn in de weg zit. We bespreken deze drie zaken hierna en formuleren aanbevelingen.

Minder schulden

De huidige omvang en samenstelling van Nederlandse private schulden (vooral hypotheekschulden van huishoudens) zorgen voor kwetsbaarheden, zowel voor individuele huishoudens als voor de economie. Voor de economie werkt een teveel aan schulden sterk procyclisch: in een neergaande conjunctuur worden negatieve impulsen versterkt, net als positieve impulsen in een opgaande conjunctuur. De economie wordt er kwetsbaarder door. Bij het adresseren van de problematiek moet zowel gekeken worden naar de stimulansen voor het aangaan van schulden, als naar de belemmeringen voor de financiering met eigen vermogen.

Er zijn verschillende manieren waarop overheidsbeleid het aangaan van schulden stimuleert. Het fiscaal beleid behoort hierbinnen tot de belangrijkste drijvende kracht. Zowel huishoudens, bedrijven als financiële instellingen ondervinden fiscale prikkels om schulden aan te gaan in plaats van te kiezen voor financiering met eigen vermogen. Deze stimulans voor schuldfinanciering draagt bij aan de Nederlandse schuldenberg en ontmoedigt de inzet van risicodragend (dus eigen) vermogen. Een belangrijke prioriteit is om te komen tot een gelijke behandeling van eigen en vreemd vermogen (De Mooij, 2011; Langedijk et al., 2015; OESO, 2015;

CSED, 2010). Voor de vennootschapsbelasting kan gedacht worden aan het ook aftrekbaar maken van de kosten van eigen vermogen, dan wel geen van beide aftrekbaar maken (of een combinatie).³

Voor huishoudens betekent dit dat in een toekomstige belastinghervorming zou kunnen worden overwogen het fiscaal regime voor *nieuw* af te sluiten hypotheek te normaliseren, door woning en hypotheek over te hevelen naar box 3 met een gedeeltelijke vrijstelling voor de forfaitaire rendementsheffing in box 3. Dit zou aansluiten bij de voorkeursvariant van de Commissie Sociaal Economische Deskundigen van de SER (CSED, 2010). In tekstkader 8.1 wordt dit verder toegelicht. Bij de huidige lage rentestanden heeft dit nagenoeg geen effect op de betaalbaarheid van woningen (Boot en Bovenberg, 2016). Zorgvuldigheid in de kredietverlening is nodig om bij mogelijk toekomstige hogere rentes de rentelasten betaalbaar te houden.

Tekstbox 8.1 Fiscale neutraliteit nieuwe hypotheek (box 3-regime centraal)

Net als alle andere bezittingen en schulden kunnen de eigen woning en de woninghypotheek in box 3 worden opgenomen, met dien verstande dat er voor de eigen woning een extra vrijstelling voor de forfaitaire box 3-heffing kan gelden. Deze is bedoeld om lastenverzwaringen te voorkomen. Passend is een eventueel negatief saldo van vermogen (minus vrijstelling) en hypotheekschuld via een negatief forfaitair rendement (negatieve belastingen) te verrekenen in box 1. Met deze aanpassingen zou de Wet Hillen kunnen vervallen. Deze geeft een vrijstelling voor betaling van het eigenwoningforfait als er geen hypotheekrenteaftrek is (en vrijstelling van het saldo bij een kleine aftrek). Het is ook mogelijk te komen met een integrale tariefstructuur voor box 3 die losstaat van het al dan niet hebben van een eigen woning om neutraliteit tussen kopen en huren mogelijk te maken. Deze voorstellen volgen de aanbevelingen van de Commissie Sociaal Economische Deskundigen van de SER (CSED, 2010).

Levensloop en besparingen

De problematiek van schuldopbouw van huishoudens kan niet los worden gezien van (verplichte) besparingen voor pensioenopbouw en meer in het algemeen de afstemming tussen inkomsten en uitgaven gedurende de levensloop. Een slechte afstemming tussen besparingen, financieringsbehoeften, en inkomsten en uitgaven over de levenscyclus vergroot de blootstelling aan de financiële sector (CPB, 2016). De overheid speelt hierbij een belangrijke rol, omdat zij een verplichting oplegt om te sparen voor het pensioen, en tegelijkertijd zowel de opbouw van pensioenvermogen als schuldfinanciering voor de aankoop van een eigen huis fiscaal faciliteert. Een vraag hierbij is hoe de overheid de vermogensopbouw via pensioenen beter kan laten samenhangen met (in het bijzonder) de financieringsbehoefte voor de eigen woning. Is er een betere afstemming mogelijk aan het begin van de wooncarrière tussen de verplichting tot pensioensparen en de hoge financieringsbehoefte voor de aankoop van een eigen huis (WRR, 2012b)? Moet men meteen verplicht sparen voor de opbouw van het pensioen, of is er aan het begin van de carrière enige ruimte om een deel hiervan te reserveren voor de aankoop

van een woning?²⁴ De inbreng van eigen geld zal belangrijk zijn, zeker gezien de lagere loan to value-ratio's die in de toekomst zullen gelden. Vanuit het perspectief van het terugbrengen van de afhankelijkheid van de financiële sector (de lange balansen: hoge besparingen in pensioenfondsen tezamen met hoge uitstaande hypotheekleningen) en het dempen van de hoge volatiliteit in de Nederlandse consumptiepatronen zou een dergelijke flexibiliteit (soms 'bouwspaarfaciliteit' genoemd) van nut kunnen zijn.⁵

Hier past uiteraard zorgvuldigheid. Pensioenopbouw dient een doel. De WRR is bijvoorbeeld niet enthousiast over de mogelijkheid om het pensioengeld op de pensioendatum in één keer op te nemen, zoals sinds kort mogelijk is in het Verenigd Koninkrijk. Voorzichtigheid is hier geboden. De pensioenpot vormt juist bescherming tegen risico's die later kunnen ontstaan. Om dezelfde reden kan men zich zorgen maken over de lage graad van pensioenvoorzieningen die zzp'ers treft. Dit kan in de toekomst voor druk zorgen om de AOW-uitkeringen te verhogen. Gedragseconomisch onderzoek wijst uit dat de meeste mensen het moeilijk vinden om beslissingen voor de verre toekomst te nemen (Potters en Prast, 2009: 52). In de lopende discussies over de herziening van het pensioenstelsel zouden deze overwegingen een rol moeten spelen.

Een andere invalshoek is de relatie tussen generaties. Ouderen hebben vaak grote besparingen, terwijl jongeren voor grote investeringen staan. Een overdracht van vermogen tussen generaties ligt dan voor de hand. Dit verlicht gelijktijdig de afhankelijkheid van de financiële sector: ouderen bieden een kleiner deel van hun besparingen als belegging of spaargeld aan en jongeren hoeven minder te lenen. Een beperkte tariefdifferentiatie tussen schenkingsrechten en successierechten zou nuttig kunnen zijn om de vermogensoverdracht tussen generaties te vervroegen, dus voor het overlijden.

Bij eventuele wijzigingen vraagt een aantal punten om aandacht. Een eerste is dat belastingheffing op erfenissen (successierechten) en indirect dus ook op schenkingen relatief efficiënt is. Zij kent minder verstoringen dan bijvoorbeeld belasting op arbeid. Vanuit dit perspectief is er geen reden om de totale belastingdruk op erfenissen en schenkingen te verlagen. Een volledige vrijstelling (tot 100.000 euro eenmalig), zoals het kabinet per 2017 invoert, is dan ook een betrekkelijk 'dure' en abrupte manier om een differentiatie in tarief te bewerkstelligen. Met een meer verfijnde differentiatie in tarieven tussen schenken en erven zou dit opgevangen kunnen worden. Een tweede aandachtspunt is het effect van het gebruik van de schenking. Als louter sprake is van een prijsopdrijvend effect voor woningen in een al overspannen markt, dan beperkt dit de mogelijke voordelen. Ten derde kan het niet de bedoeling zijn dat een lager tarief op schenkingen ten opzichte van successierechten uitnodigt tot overmatig schenken, en dus een onverantwoorde uit-

holling van de financiële draagkracht van ouderen tot gevolg heeft. Ook zij hebben 'weerstandsvormogen' nodig. Ook vanuit dit perspectief zou een meer verfijnd tariefverschil wenselijk zijn.⁶

De conclusie is dat met zorgvuldig beleid een meer productieve aanwending van vermogen mogelijk is. Nederland heeft trekken van een renteniersnatie door de hoge opgebouwde vermogens onder ouderen en de aanzienlijke afgedwongen pensioenbesparingen.⁷ Een productievere inzet van vermogen verdient aandacht.

Doorwerking van financiële dynamiek verminderen

Op verschillende manieren heeft financiële dynamiek een direct effect op het gedrag van huishoudens, bedrijven en semioverheden. Denk bijvoorbeeld aan de invloed van een stijging of een daling van vastgoedprijzen op consumptiepatronen. Hoge schuldniveaus versterken deze doorwerking. Deze fluctuaties werken ook (indirect) door via wet- en regelgeving: marktsignalen zitten soms verankerd in het beleid.

De rekenrente in ons pensioenstelsel is daar een voorbeeld van. Ontwikkelingen op de financiële markten werken door in de rekenrente en zijn doorgaans veel veranderlijker en grilliger dan de onderliggende reële economische ontwikkelingen. De wijze waarop het pensioenstelsel momenteel is ingericht, versterkt de gevoeligheid voor grillige marktsignalen en staat daarmee een langetermijnnoriëntatie in de weg. In de kern is het pensioen dat uiteindelijk beschikbaar is afhankelijk van de verdien capaciteit in de toekomst. Het pensioenvermogen moet dus met een lange horizon belegd kunnen worden, zodat het bijdraagt aan de duurzame groei van de economie. De inrichting van ons huidige pensioenstelsel geeft echter een kortetermijnimpuls: min of meer dagelijks moet bepaald worden of er 'genoeg' geld in de gemeenschappelijke pot zit. Dit gebeurt via de zogeheten dekkingsgraad, die met behulp van de rekenrente wordt berekend.

Ook speelt er een verdelingsprobleem. Diezelfde rekenrente moet Johan van 25 jaar en grootvader Jan van 90 jaar op dezelfde golflengte brengen: de uitkering aan grootvader mag niet zo hoog zijn dat de belangen van Johan zouden worden geschaad, en vice versa. De rekenrente moet dan zeventig jaar overbruggen, wat een enorme gevoeligheid geeft voor de precieze hoogte van die rekenrente. Kortom, de verdelingsproblematiek tussen jong en oud – iedereen zit in een en dezelfde pot – zorgt voor een permanent conflict dat via (arbitraire) rekenrentes en dekkingsgraden moet worden geslecht (SER, 2015).

De WRR deelt de logica van de door de SER verwoorde wens te komen tot een stelsel waarin een duidelijker verband bestaat tussen eigen premie-inleg en pensioenaanspraken, zodat Johan en grootvader Jan dus niet meer in elkaars vaarwater zitten (SER, 2015). De posities zijn dan gemarkeerd, dagelijkse waarderingen worden

secundair (inclusief rekenrente en dekkingsgraden) en een langetermijnperspectief wordt beter mogelijk. Een dergelijke aanpassing kan nog steeds elementen van een gemeenschappelijke risicodeling behouden; deze moeten dan wel goed worden gedefinieerd. Varianten zijn ook mogelijk waarbij een soort collectief basispensioen met extra zekerheden bestaat naast een deel dat via de SER-methodiek wordt geregeld.⁸ Genoemde aanpassingen maken het makkelijker om tijdens de carrière verschillende overstappen te maken zonder een pensioenbreuk op te lopen, en zorgen ervoor dat de grote groep flexibele werkers evenwichtig kan worden geïntegreerd.

Ook het bedrijfsleven staat in hoge mate bloot aan financiële dynamiek, wat de kortzichtigheid in de economie kan versterken. Door de fiscale stimulansen voor de financiering met vreemd vermogen neemt het risico op een te grote afhankelijkheid van schuldfinanciering toe, wat het management kan verleiden om te sterk te focussen op financieel rendement op korte termijn. Maar het gaat verder. Zo kan bij beursgenoteerde ondernemingen de dominantie van aandelenkoersen uitnodigen tot wispelturig beleid. Hierbij doet zich mede de invloed gelden van financiële spelers (zoals investeringsfondsen) op het gedrag van de ondernemingen. De transactieoriëntatie bij deze spelers en een focus op kortetermijnrendement kunnen doorwerken naar het niet-financiële bedrijfsleven. Ook spelen rapportage- en accountingverplichtingen een rol. Hoewel transparantie over de financiële positie van bedrijven vanzelfsprekend noodzakelijk en wenselijk is, bestaat het gevaar dat bijvoorbeeld kwartaalrapportages de focus op de lange termijn doen vervagen (zie tekstbox 6.7). En een te groot vertrouwen in op marktwaaarde georiënteerde accountingwaarderingen kan sterk procyclisch gedrag uitlokken, waardoor kortetermijnimpulsen domineren. Op deze terreinen dient dus de beleidsmatige doorwerking van de financiële dynamiek te worden onderkend, met als doel om een langere besluitvormingshorizon bij ondernemingen te bevorderen (Kay, 2012).

Verminder de blootstelling aan financiële dynamiek

- Stop de fiscale bevoordeling van schulden over eigen vermogen. Onderken hoe dit de inzet van risicodragend (eigen) vermogen ontmoedigt en de samenleving kwetsbaar maakt.
- Stimuleer een voor de samenleving meer productieve aanwending van vermogen. Denk hierbij aan een levensloopperspectief op sparen voor de eigen woning en pensioenopbouw, en mogelijke fine-tuning van het schenkings- en successierecht.
- Bevorder aanpassingen in het pensioenstelsel die een oriëntatie op de langere termijn mogelijk maken.

8.3.2 VERSTERKEN VAN DE ONDERHANDELINGSPOSITIE VAN BURGERS EN BEDRIJVEN

Het streven naar een betere balans in de interactie tussen samenleving en financiële sector vergt niet alleen maatregelen gericht op het verminderen van de financiële dynamiek, maar ook op het verbeteren van de onderhandelingspositie van deze

spelers ten opzichte van de financiële sector. Kortom, er is meer tegenwicht nodig. Klanten van financiële instellingen dienen erop te kunnen vertrouwen dat de diensten en producten die zij afnemen, veilig en betaalbaar zijn en dat financiële instellingen hierop op heldere wijze aanspreekbaar zijn. Daarnaast is het van belang dat zij zich goed kunnen informeren over de voor- en nadelen van verschillende typen financiële diensten, zodat zij op deze terreinen goede keuzes kunnen maken. Verantwoordelijkheden hiervoor liggen bij alle betrokken partijen (WRR, 2012a). Hieronder richten we ons primair op consumenten ('burgers'), maar evenzeer gelden vergelijkbare overwegingen voor het kleinere bedrijfsleven.

Sluit aan op belevingswereld

Belangrijke onafhankelijke Nederlandse informatiekanalen over financiële producten zijn onder meer de AFM, het NIBUD, het Instituut voor het Midden- en Kleinbedrijf en Platform Wijzer in Geldzaken. Ook zijn er verplichtingen aan financiële instellingen inzake productinformatie, zoals de Financiële Bijsluiter. Uit onderzoek blijkt echter dat mensen bij de aanschaf van financiële producten vooral afgaan op informatie die de aanbieders zelf verstrekken, naast adviezen uit hun directe omgeving (Wijzer in Geldzaken, 2015). Het bewerkstelligen van een grotere rol voor onafhankelijke informatie is een belangrijke opgave.

Hoe kan dergelijke informatie dichter bij de consument worden gebracht? Het zou bijvoorbeeld nuttig kunnen zijn om op populaire makelaarssites (zoals www.funda.nl) relevante informatie weer te geven over de betaalbaarheid van woningen en de gevoeligheid van maandlasten voor veranderingen in de rente. Daarnaast zou daarop ook een index over (vrije) huurprijzen moeten worden opgenomen om een afweging tussen kopen of huren te vergemakkelijken. Van belang is dat het niet louter gaat om het beschikbaar maken van informatie, maar juist om informatie aan te doen sluiten op de belevingswereld van de consument op momenten dat die de informatie nodig heeft en ervoor openstaat.⁹

Beoordelingswebsites en empowerment

Een meer fundamentele stap is om klanten een sterkere positie te geven ten opzichte van de financiële instellingen. Hoewel informatie en onafhankelijk advies daarvoor belangrijk zijn, kunnen zij niet het enige antwoord zijn. Uit gedragswetenschappelijk onderzoek blijkt immers dat het effect van informatie op het menselijk keuzegedrag niet overschat moet worden (WRR, 2014a; Tiemeijer, 2016). Moderne informatietechnologie kan hierbij helpen, zie bijvoorbeeld de beoordelingen van klanten zoals die op beoordelingswebsites van restaurants en hotels te vinden zijn. Er is hierdoor sprake van een *empowerment*, die perspectief zou kunnen bieden. Dit versterkt de onderhandelingspositie van de consument omdat zij hiermee een referentiekader heeft.

Een belangrijke opmerking hierbij is wel dat – zoals in hoofdstuk 2 aangegeven – voor meer complexe financiële producten de barrières groter zijn.¹⁰ Hier speelt niet alleen een informatieachterstand, maar ook een kennisprobleem. Bij goed burgerschap hoort kennis van de complexe samenleving. De grote beslissingen die mensen tijdens hun leven nemen, verdienen dan ook meer aandacht in het basis- en middelbaar onderwijs. Aandacht voor het afsluiten van een lening voor huis of auto, sparen voor pensioen, het opzetten van een eigen bedrijf en verzekeren voor ongevallen, behoren naast het invullen van het belastingbiljet en de aanvraag voor subsidies en toeslagen of het doen van een elektronische overboeking tot de elementaire kennis waarmee de moderne burger op pad wordt gestuurd. Financiële educatie en training kan, zeker in combinatie met andere interventies, wel bijdragen aan de financiële redzaamheid van mensen (Tiemeyer, 2016: 59). De voorgestelde nieuwe inrichting van het vak Management en Organisatie (M&O) op middelbare scholen – onder de voorgestelde nieuwe naam ‘Bedrijfseconomie, ondernemerschap en financiële zelfredzaamheid’ speelt hierop in. De essentiële (financiële) beslissingen waarmee men in het leven wordt geconfronteerd, staan centraal in de nieuwe vormgeving van het vak (M&O, 2014).

Krachtenbundeling

Voor een versterking van de onderhandelingspositie kan ook worden gedacht aan krachtenbundeling aan de kant van de consument. Net zoals de Consumentenbond die collectief energie inkoopt voor deelnemers – en daarbij dus eisen kan stellen op het gebied van begrijpelijkheid en veiligheid van het afgenomen product – kunnen vergelijkbare structuren worden opgezet voor financiële producten. Waar mogelijk, past krachtenbundeling in eigen kring. Zogenaemde ‘broodfondsen’, waar een groep kleine zelfstandigen op basis van vertrouwen via onderlinge schenkingen een arbeidsongeschiktheidsvoorziening creëert, is een voorbeeld. Ook voor pensioenregelingen zouden in eigen kring fondsen kunnen worden opgezet waarbij sprake is van echte betrokkenheid en empowerment (Boot en Cools, 2016: 228-229).

Nu is het zo dat voor een groot deel van de samenleving pensioenen collectief worden geregeld. Dit heeft twee belangrijke redenen. Ten eerste biedt collectief beleggen lagere kosten en daarmee een hoger nettorendement. Ten tweede is het voor veel mensen moeilijk om tijdig een goed pensioenplan te maken. Naar de toekomst toe lijken hier meer vrijheidsgraden te ontstaan (WRR, 2012b; Van Monfort et al., 2014). Het nadenken over krachtenbundeling en ‘countervailing power’ wordt dan belangrijk.

Consumenten zouden erbij gebaat zijn wanneer er effectieve en zichtbare maatschappelijke ‘waakhonden’ zijn die de belangen van consumenten behartigen. In Europa is er bijvoorbeeld de *Financial Services User Group*, die een dergelijke rol speelt – dit kan een inspiratiebron zijn voor Nederland.¹¹

Komen tot transparante en gestandaardiseerde producten

Ten slotte zijn ook aan de kant van de aanbieders van financiële producten veranderingen nodig. Vereisten die worden opgelegd aan financiële instellingen – ‘zorgplicht’ en ‘de klant centraal’ – zijn een stap in de goede richting, maar zijn nu veelal ingevuld als administratieve en procedurele hindernissen die soms zelfs de dienstverlening in de weg staan. Meer ‘box ticking’ is niet de oplossing. Het afdwingen van transparante producten moet meer centraal komen te staan. De zorgplicht die is opgenomen in Nederlandse wetgeving, verbiedt financiële instellingen om klanten complexe producten te verkopen die niet bij de klant passen. Dit is een goede stap, maar het is niet duidelijk hoe dit zich verhoudt tot producteigenschappen die nauwelijks waarde hebben voor de klant, maar die wel tot extra rendement leiden bij financiële instellingen.

Gezien het feit dat de complexiteit in producten bijna nooit in het belang van klanten is, lijkt het wenselijk financiële instellingen te verplichten een zekere standaardisering van producten door te voeren. Instellingen zouden van bepaalde producten die ze aanbieden ook een standaardversie kunnen leveren, aangevuld met een beschrijving van de wijze waarop optionele producten hiervan afwijken. Dit kan ook een goede methode zijn om de effectiviteit van informatieverstrekking te vergroten. Het standaardproduct dient als benchmark waardoor de ‘extra’s’ in de optionele producten beter opvallen en te begrijpen zijn. Voor de helderheid zouden de standaardproducten ook kunnen werken met wettig gedeponeerde labels (wettelijk beschermde naamgeving) die sectorbreed van toepassing zijn. Dit voorkomt verwarring over wat men koopt. Nu is bijvoorbeeld uit de naamgeving vaak niet op te maken of men te maken heeft met een levensverzekering, dan wel met een bankspaarproduct.

Versterk de onderhandelingspositie van burgers en bedrijven

- Stimuleer maatschappelijke waakhonden die proactief ordenend optreden.
 - Bevorder de mogelijkheden voor consumenten tot krachtenbundeling.
 - Bevorder standaardproducten.
-

8.3.3 GROTERE WEERBAARHEID VAN DE SEMIPUBLIEKE SECTOR

Nederlandse semipublieke organisaties – zoals woningbouwcorporaties en instellingen in het hoger onderwijs – hebben door het verzelfstandigingsbeleid een grote eigen verantwoordelijkheid gekregen die niet zonder risico’s is gebleken. Instellingen beheren nu zelf vaak aanzienlijke hoeveelheden financiële middelen en hebben grote verantwoordelijkheden voor bijvoorbeeld investeringen waarmee langetermijnverplichtingen worden aangegaan. Die nieuwe werkelijkheid plaatst ze in directe relatie tot financiële spelers, projectontwikkelaars, et cetera. Het vraagstuk van voldoende kennis en kracht om tegenspel te kunnen leveren, is daarmee acuut. De WRR acht een versterking van de *governance* wenselijk. Want

waar publieke belangen in het geding zijn – zoals bij de zorg, het onderwijs, en de volkshuisvesting – en de risico's terugslaan op de overheid en dus de samenleving, past bijzondere zorgvuldigheid.

Versterking van de reguliere governance

Twee elkaar aanvullende beleidsstrategieën liggen hier voor de hand. Ten eerste is het wenselijk dat wordt ingezet op de versterking van de reguliere governance, in het bijzonder het interne toezicht bij deze instellingen (WRR, 2013b; 2014b; 2015). Het begrijpen van, en sturen op meerjarenbegrotingen moet veel meer centraal komen te staan. Het aangaan van langetermijnverplichtingen vraagt immers om het inschatten van risico's en anticiperen op onzekerheden, denken vanuit scenario's en op basis daarvan opereren vanuit meerjarenbegrotingen. Dit meer toekomstgeoriënteerd opereren behoeft in het bijzonder aandacht.

Ten tweede moet onderkend worden dat er een belangrijk hiaat blijft: verzelfstandigde semioverheidsorganisaties worden geacht zelf incidentele grote investeringen te doen en aan te besteden (denk aan huisvesting). Het incidentele karakter en de complexiteit van dergelijke beslissingen – met ook de grote risico's die eraan zijn verbonden – roept de vraag op in hoeverre deze taak en verantwoordelijkheid helemaal aan de organisaties zelf kunnen worden overgelaten. De WRR hecht grote waarde aan het beleggen van eenduidige verantwoordelijkheid bij semioverheidsorganen; dit is onderdeel van de professionalisering die met verzelfstandiging werd beoogd. Echter, de kennis en ervaring om met zeer incidentele grote investeringen om te gaan zijn door het incidentele karakter bijna per definitie onvoldoende aanwezig in semioverheidsorganen die andere primaire doelstellingen hebben. Het is ook niet evident of het permanent opnemen van bijvoorbeeld onroerendgoedexpertise in het bestuur of de raad van toezicht van een semioverheidsinstelling wenselijk is. Kern van het bestuur en het toezichtsorgaan is immers het primaire proces bewaken: de invulling van de publieke taak (bijvoorbeeld bij een school, de kwaliteit van het onderwijs en de toegankelijkheid ervan), het personeelsbeleid en het financieel beheer (inclusief het bewaken van meerjarenbegrotingen). Het vermengen van deze al zware taken met het regelen en bewaken van incidenteel grote investeringen is vragen om problemen. De instelling is dan overgeleverd aan financiële partijen en projectontwikkelaars, en kan zelf mogelijk onvoldoende tegenwicht bieden. Commerciële adviesbureaus zijn in dit gat gesprongen, maar hun belangen lopen zelden voldoende parallel met die van de (incidentele) opdrachtgever.

Externe toetsing van grote investeringen

De WRR raadt aan de waarborgen voor incidenteel grote investeringen in het semioverheidsveld te versterken. Gedacht kan worden aan het organiseren van een externe toetsing van grote investeringen en contracten. Deze zou bijvoorbeeld

belegd kunnen worden in een expertise-unit bij een sectororganisatie, dan wel in de contra-expertise van een extern adviesbureau. De verantwoordelijkheid blijft echter bij de instelling; de externe toetsing is een extra slot op de deur.¹²

Afbakening van het speelterrein van instellingen

De WRR onderkent dat het toezicht op semipublieke instellingen een buitengewoon zware en complexe taak is, die bovendien onder een maatschappelijk vergrootglas ligt. Zoals de Parlementaire Enquêtecommissie Woningcorporaties heeft geconcludeerd, kan het scherper afbakenen van het speelterrein van instellingen wenselijk zijn. Dit maakt het speelveld overzichtelijker en het vereenvoudigt het toezicht. Ook legt dit meer discipline op aan grote investeringsprojecten. Daarnaast kunnen aanvullende maatregelen gewenst zijn, bijvoorbeeld het inperken van beleggingsmogelijkheden voor vrije kasstromen door het verplichten tot schatkestbankieren. De WRR ziet al met al een noodzaak tot betere ordening om het intern toezicht effectiever (en behapbaarder) te kunnen maken.

Versterk de weerbaarheid van semipublieke instellingen

- Versterk de reguliere governance (het interne toezicht) van semipublieke instellingen, met name op het gebied van het kunnen maken van risico-inschattingen op basis van meerjarenbegrotingen en het daarbij onderkennen van verschillende scenario's.
 - Ondersteun semipublieke instellingen met externe financiële expertise voor incidentele grote investeringen. Gedacht kan worden aan het organiseren van een verplichte externe toetsing van investeringen en contracten door derde partijen.
-

8.4 SUGGESTIES VOOR EEN ROBUUSTERE FINANCIËLE SECTOR

Sinds de kredietcrisis is financiële stabiliteit de hoofdprioriteit van het beleid gericht op de financiële sector. Vele maatregelen zijn genomen, zoals het aanscherpen van kapitaal- en liquiditeitseisen en het versterken van het toezicht op financiële instellingen. Binnen dat beleid is er ook meer aandacht gekomen voor het signaleren en tegengaan van systeemrisico's: de stabiliteit van het systeem vereist begrip van de onderlinge verbindingen-afhankelijkheden in de financiële sector. Het Europese toezicht dat via de Europese bankenunie (met name het SSM, zie tekstbox 7.2) vorm krijgt en de European Systemic Risk Board zetten hier sterk op in. Ook is er een vernieuwd toezichtkader voor verzekeraars ontwikkeld, het zogeheten Solvency II.

De hervormingen hebben ertoe geleid dat beleidsmakers en toezichthouders tot in de details betrokken zijn bij het functioneren van financiële instellingen. Daarbij is sprake van detailregulering van bijvoorbeeld risicomanagementsystemen, perso-

neelsbeleid, bedrijfscultuur, beloningenbeleid en financieringsstructuren. De vraag is hoe dit zich verhoudt tot complexiteit en onzekerheden ('known and unknown unknowns') die de sector kenmerken.

Bijstellingen nodig

De WRR pleit voor een andere insteek van het beleid. Beleid gericht op de sector dient zowel realistischer als ambitieuzer te zijn. Realistischer, omdat beleidsmakers en politici moeten afstappen van het idee dat zij gegeven de complexiteit en onzekerheden volledig grip kunnen hebben op de financiële sector. Ook is het inherent aan de economie dat er zo nu en dan iets fout kan gaan. Dit vraagt tevens om ambitieuzer beleid. Het huidige vertrouwen in de grote hoeveelheid gedetailleerde regels is tegen deze achtergrond niet gerechtvaardigd. Nog sterker sturen op de robuustheid van de sector moet daarom centraal staan. Veiligheidsmarges moeten worden ingebouwd, juist ook om de sector speelruimte te kunnen geven. Sturing op details dreigt zich te vertalen in schijnzekerheid. *'It is better to be roughly right than precisely wrong'* is een beter devies (May, Levin en Sugihara, 2008; Hal-dane, 2012; Willke, Becker en Rostásy, 2013, WRR, 2013b). Dit wijst op de noodzaak van een verdere versterking van de kapitaalbuffers (risicodragend vermogen) en een scherpere focus op het veiligstellen van essentiële functies van de financiële sector.

Op de langere termijn kan een robuustere sector een hogere bijdrage leveren aan de economie.¹³ Juist voor de financiële sector zelf is dit belangrijk. Die behoeft speelruimte om in te kunnen spelen op de vele onzekerheden. Naast kapitaalbuffers kan meer worden gedaan aan het veiligstellen van de essentiële functies van de financiële sector (betalingsverkeer, beschikbaarheid krediet, etc.). We zullen twee aspecten bespreken: mogelijke 'brandgangen' binnen de sector (en financiële instellingen zelf) om verspreiding van problemen tegen te gaan en een grotere diversiteit in de sector waardoor de (te grote) afhankelijkheid van met name de grote drie banken in Nederland vermindert.

Een andere attitude binnen de sector

De houding in de financiële sector zal moeten veranderen. Totdat door de sector zelf wordt onderkend dat robuustheid in het eigen belang is, zullen beleidsmakers en toezichthouders met gedetailleerde regels en toezicht de speelruimte trachten te minimaliseren. Banken en verzekeraars moeten veel meer zelf uitstralen dat buffers van groot belang zijn. Ook zullen zij bereid moeten zijn mee te denken over hoe activiteiten van groot maatschappelijk belang ('essentiële functies') kunnen worden veiliggesteld. Als dat goed is geregeld, is grotere vrijheid in andere activiteiten mogelijk. Zonder eigen verhaal en zonder eigen openingen te creëren dreigen met name banken te worden veroordeeld tot het opereren in een volstrekt dichtgetimmerd 'reservaat' zonder speelruimte, en dat in een bedrijfstak die mede door nieuwe concurrenten (fintech etc.) aan grote veranderingen onderhevig is.

Met meer vlees op de botten en een betere scheiding en bescherming van publieke activiteiten behoeft het keurslijf van het toezicht minder strak te worden getrokken en kan de sector makkelijker innoveren en inspelen op veranderingen.

Hierna werken wij een aantal suggesties verder uit. Allereerst bespreken we het belang van het beheersen van systeemrisico's (subparagraaf 8.4.1). We bespreken vervolgens maatregelen gericht op het vergroten van de kapitaalbuffers (subparagraaf 8.4.2), de rol van 'brandgangen' (subparagraaf 8.4.3) en het vergroten van de diversiteit in de financiële sector (subparagraaf 8.4.4). Subparagraaf 8.4.5 bespreekt ten slotte enige zorgen over contraproductieve effecten van toezicht.

Nieuwe kijk op de financiële sector gevraagd

- Onderken de complexiteit van en onzekerheden omtrent het financieel systeem, en daarmee de tekortkomingen van sturen op details.
 - Onderken noodzaak van een proactieve rol van de financiële sector om eigen speelruimte te herwinnen.
-

8.4.1 KUDDEGEDRAG EN HYPES TEGENGAAN

Systeemrisico's ontstaan door een combinatie van kuddegedrag, excessieve kredietgroei ('hypes') en verbindingen in het financieel systeem. Daarnaast kunnen onderlinge verbindingen door domino-effecten het systeem als geheel in problemen brengen. Hoewel het volledig uitsluiten van deze risico's onmogelijk is, zijn er wel mogelijkheden om de *ernst* van deze risico's te verminderen. Kuddegedrag kan bijvoorbeeld worden tegengegaan met meer diversiteit in bedrijfs- en sturingsmodellen van financiële instellingen. Een belangrijke bron voor systeemrisico's is dat instellingen op eenzelfde manier reageren op prikkels en dezelfde strategie volgen, waardoor schokken zelfversterkend worden. Sommige vormen van regulering werken kuddegedrag in de hand. Zo kan regulering (Bazel II en III voor banken en Solvency II voor verzekeraars) leiden tot een grotere uniformiteit in risicomanagementbenaderingen, en dus resulteren in meer uniform handelen. De risicomanagementtechniek 'portefeuilleverzekering' bijvoorbeeld, die door alle grote institutionele beleggers in de VS werd gehanteerd, was de directe oorzaak van de beurskrach van 1987. Iedereen kreeg op hetzelfde moment opdracht om op grote schaal te verkopen, waardoor de bodem uit de markt viel.

Die uniformiteit is een logisch gevolg van een microprudentieel perspectief, maar kan op systeemniveau tot grote risico's leiden. Dit duidt op het belang van een macroprudentiële invalshoek (Danielsson, Shin en Zigrand, 2013; Commissie Verzekeraars, 2015). Ook dient voorzichtig te worden omgesprongen met het sturen op marktsignalen in financiële regulering. Hierbij valt te denken aan de rol die kredietwaardigheidsbeoordelingen (credit ratings) soms spelen in regulering. De initiatieven die vanuit het Bazelse Comité, de Financial Stability Board en de Euro-

pean System of Financial Supervisors worden ontplooid om de verwijzing naar kredietbeoordelingen in wet- en regelgeving te verwijderen, zijn in dit opzicht een stap in de goede richting en verdienen ondersteuning (FSB, 2010).

Het effect hiervan moet echter niet worden overschat. Fixatie op de financiële markt lokt automatismen en kuddegedrag uit bij financiële spelers. Zo is de manier waarop kredietbeoordelaars naar risico's kijken, vaak richtinggevend voor het beleid van financiële instellingen. Ook vormen beleggers zelf vaak geen eigen oordeel, maar gaan zij uit van het oordeel van de kredietbeoordelaars. Dit betekent dat het gedrag van marktpartijen *endogeen* leidt tot een dominante rol van marktsignalen en dus automatisch kuddegedrag, en daarmee systeemrisico's uitlokt. Dit kan ook gekoppeld worden aan beloningsstructuren. Opties, aandelen en bonussen als onderdeel van beloningspakketten nodigen niet alleen uit tot het nemen van meer risico's, maar ook tot strategieën die de hypes in financiële markten volgen. En dat leidt weer tot kuddegedrag. Een toenemende focus op fair value accounting heeft dit verder versterkt. Verdere stappen zijn dus nodig. Als voorbeeld geldt het pleidooi uit paragraaf 8.3.1 om de beleggingen van pensioenfondsen beter gericht te krijgen op de lange termijn.

Om excessieve kredietgroei tegen te gaan is een ambitieus macroprudentieel beleid nodig. In het historische hoofdstuk 3 werd duidelijk dat de kredietgroei eeuwenlang vooral via de overheid liep, maar de laatste vijftig jaar vooral van de private kant komt en sterk procyclisch uitpakt. Hoewel anticyclische kapitaalbuffers sympathiek klinken als macroprudentieel beleidsinstrument om overmatige kredietgroei te beteugelen, moet de effectiviteit hiervan niet worden overschat. Euforie en lage inschattingen van risico's in goede tijden neigen tot ongebreidelde kredietgroei. Omdat risicomodellen doorgaans een korte tijdshorizon hanteren, zijn risico-inschattingen in goede tijden vaak te optimistisch (Carmassi en Micossi, 2012). Ook is binnen Europese en Nederlandse regelgeving de hoogte van die buffers afhankelijk van risico-inschattingen door banken. Door te eisen dat met langlopende reeksen wordt gewerkt, zodat eerdere crises niet snel uit het zicht verdwijnen, is verbetering mogelijk.

Met de komst van de Europese bankenunie is er uniform microprudentieel toezicht, maar het macroprudentieel toezicht is grotendeels aan de deelnemende landen gedelegeerd. Dit kan tot andere interpretaties leiden, grote politieke druk om in goede tijden 'niet te moeilijk te doen', en dat samen met de toch al vagere notie van wat macroprudentieel beleid precies is en moet bereiken. Politieke gevoeligheden en verwevenheden met andere beleidsdossiers (bijvoorbeeld het huizenbeleid) moeten hierbij worden onderkend. De effectiviteit ervan is dus voor vele redenen met onzekerheid omgeven. Overigens bevestigt de macro-prudentiële invalshoek de noodzaak om juist ook de samenleving tot aangrijpingspunt te maken van beleid. Excessieve kredietgroei ontstaat vanuit die samenleving.

8.4.2 MEER KAPITAAL NODIG

Om de sector beter in staat te stellen om klappen op te vangen, is het nodig dat de balansen van verzekeraars en banken worden versterkt. Dit houdt in de eerste plaats in dat er genoeg eigen vermogen is ('kapitaal' in de terminologie van de sector). In de financiële sector is dit een ingewikkelde discussie geworden, omdat er voor de kapitaalratio verfijningen zijn gekozen die tot een veelheid aan definities leiden. Zowel de teller van de ratio (het kapitaal of eigen vermogen) als de noemer (de activa) is niet eenduidig. De teller – het eigen vermogen – is recentelijk enigszins opgeschoond voor oneigenlijke vermogensvormen die weinig met eigen vermogen te maken hebben. De noemer (activa) wordt sinds Bazel II sterk bepaald door 'risico-gewogen' activa, waarbij de risicoweging ervoor zorgt dat de activa met minder risico slechts gedeeltelijk meetellen. De kapitaalratio valt hierdoor dus hoger uit. De complexiteit van en onzekerheid omtrent risicowegingen vraagt in elk geval ook om een kapitaalratio die niet afhankelijk is van risicowegingen, dus een ongewogen ('normale') kapitaalratio. In Bazel III is dit geïntroduceerd als de 'leverage ratio'. Deze geeft in wezen aan hoeveel eigen vermogen er op de balans staat om schokken op te vangen en tijdig ingrijpen mogelijk te maken. De WRR pleit voor het verhogen van het ongewogen eigen vermogen van banken. Nederland heeft een stapje in de goede richting gezet door een ondergrens van 4 procent te formuleren die boven de Europese 3 procentnorm uitkomt. Dit zijn echter onvoldoende percentages als de grote onzekerheden ('known and unknown unknowns'), systeemrisico's en ook permanente zorgen omtrent de juistheid van waarderingen van activa op de balansen van banken in ogenschouw worden genomen. Een verdere versterking van de balans is nodig.¹⁴

Uiteraard is er een transitieprobleem (Dagher et al., 2016). Met winstinsthoudingen kapitaal versterken duurt enige tijd. Maar kapitaalemissies moeten niet worden uitgesloten. Tegenstand tegen emissies komt meestal van zittende aandeelhouders; nieuwe aandeelhouders zijn meestal wel degelijk te vinden. Zo slaagden de Amerikaanse banken er in op het dieptepunt van de kredietcrisis kapitaal op te halen, toen zij daar eenmaal toe werden gedwongen. Dit is een snelle manier om banken te herkapitaliseren en de kredietverstrekking weer op gang te brengen. Overigens ligt dat wat genuanceerder voor spelers die niet een aandeelhoudersstructuur kennen, maar bijvoorbeeld een coöperatie zijn, zoals Achmea en Rabobank.¹⁵

Een hogere buffer is niet alleen nodig om problemen op te kunnen vangen, maar kan ook toezicht effectiever maken. Flinke buffers geven de toezichthouder reactietijd als zich problemen voordoen. Daarbij moeten we niet de illusie hebben dat we de 'optimale' hoogte van buffers wetenschappelijk kunnen vaststellen (ECB, 2015). Sterker nog, het idee van een 'optimale hoogte' is strijdig met het idee van de sector als complex systeem: complexiteit vraagt om veiligheidsmarges.

Wat de optimale verhouding is tussen eigen vermogen en vreemd vermogen (schulden) voor een bank is dus moeilijk vast te stellen. In plaats van louter afhankelijk te zijn van het via regels en toezicht afdwingen van een bepaalde minimale ratio, helpt het om de prikkels voor overmatige schuldfinanciering door banken (maar ook verzekeraars) te verminderen. Een belangrijke aanjager is het belastingregime, dat rente aftrekbaar maakt, terwijl eigen vermogen dat voordeel niet kent. Door eigen en vreemd vermogen evenwichtiger te belasten, wordt de prikkel voor schuldfinanciering verminderd.¹⁶

Daarnaast is ook een geheel andere kijk nodig op buffers. Zij zijn geen kostenpost, maar een vorm van risicodragend vermogen dat – net als in andere bedrijfstakken – het mogelijk maakt om in te spelen op de behoeften van de samenleving. Kortom, een betere kapitalisatie biedt financiële instellingen speelruimte.

8.4.3 'BRANDGANGEN'

Sinds de crisis zijn verschillende voorstellen gepresenteerd om ring fences binnen financiële instellingen te introduceren (zie hoofdstuk 7). Het idee is om de verschillende onderdelen van een financieel conglomeraat zodanig van elkaar te scheiden dat problemen van het ene bedrijfsonderdeel zich niet (direct) vertalen naar andere bedrijfsonderdelen. Het gaat er dus om de meer 'publieke activiteiten' zoals MKB-kredietverlening en het betalingsverkeer veilig te stellen en zoveel mogelijk los te koppelen van de grote dynamiek van financiële markten (Commissie-Wijffels, 2013). Ring fences kunnen gezien worden als een brandgang *binnen* een financiële instelling. Aan brandgangen kan ook worden gedacht *tussen* financiële spelers. Dit gaat dan met name over domino-effecten (in 8.4.4 komen we hierop terug).

Specifiek draagt deze aanpak bij aan de mogelijkheid om in geval van problemen de vitale delen van de instelling af te kunnen zonderen van de rest. Het is daarmee complementair aan maatregelen die zich richten op een soepeler afwikkeling van problemen bij instellingen, zoals de eis aan instellingen om herstel- en resolutieplannen op te stellen (*living wills*). Deze 'levende testamenten', die sinds enige tijd vereist zijn, verplichten banken een plan te hebben om deze snel in onderdelen op te kunnen splitsen, mochten zij in de problemen zijn gekomen. Voor complexe banken is dit een hele toer, bijvoorbeeld omdat de IT-systemen sterk verweven zijn. De architectuur zal moeten worden aangepast om 'levende testamenten' zinvol te maken. Vanzelfsprekend moeten we daarbij accepteren dat het buitengewoon lastig is om zeer precieze grenzen te trekken. Dit is echter geen doorslaggevende reden tegen omheiningsmaatregelen: juist de eenvoud van maatregelen zou de complexiteit van het systeem kunnen verminderen.

Voor financiële instellingen zouden de testamenten een goed uitgangspunt kunnen zijn voor daadwerkelijke brandgangen die duidelijk kunnen maken welk deel van hun activiteiten in het ‘reservaat’ ligt (het ‘publieke’ deel) en waar ze juist meer speelruimte krijgen. Financiële instellingen hebben er zelf belang bij om tot een soort segmentering te komen. Zoals het nu is geregeld, zien banken al hun activiteiten beperkt door rigide regelgeving en toezicht. De WRR acht het belangrijk hier nader naar te kijken.

Versterk de robuustheid van de financiële sector

- Streef naar een verdere versterking van de balansen van verzekeraars en banken door middel van hogere ongewogen eigenvermogenbuffers.
 - Zorg voor een evenwichtiger fiscale behandeling van eigen en vreemd vermogen.
 - Onderzoek of ringfences (brandgangen/omheiningen) binnen financiële instellingen – met name banken – kunnen worden geëffectueerd. Enerzijds kan dit ‘publieke’ activiteiten veiligstellen, anderzijds zou dit banken meer speelruimte kunnen geven voor activiteiten buiten het sterk gereguleerde ‘reservaat’.
-

8.4.4 DIVERSITEIT SCHIET TEKORT

Een ander aandachtspunt is het streven naar meer diversiteit in financieringskanalen. Dit kunnen nieuwe spelers in de bancaire sector zijn, maar ook daarbuiten. De topzware structuur in het Nederlandse bankwezen heeft te veel tot een eenheidsworst geleid.

Het stimuleren van de diversiteit van het bankwezen wordt vergemakkelijkt als er een soepele markttoegang is voor nieuwe financiële spelers. Toetreding is echter een complex vraagstuk. Impliciet worden grote banken beschermd (too big to fail), zij hebben daardoor lagere financieringskosten. Kleinere bancaire spelers ontberen dit voordeel. Er is daarmee sprake van een verstoring van gezonde concurrentieverhoudingen op de bancaire markt.¹⁷ Daarentegen kunnen institutionele beleggers in bepaalde bancaire activiteiten – denk aan hypotheeklen – voordelen hebben, omdat zij buiten de bancaire toezichtsfeer vallen. Hetzelfde kan gelden voor nieuwe spelers die vallen onder de fintech-revolutie, waarbij door nieuwe spelers (lucratieve) delen van activiteiten van banken kunnen worden afgesnoept.¹⁸

Het vraagstuk van meer diversiteit in het bankwezen moet mede worden gezien in de context van regulering en toezicht, die beide duurder en ingrijpender worden (WRR, 2013b). Dit zou ervoor kunnen pleiten meer proportioneel te werk te gaan, bijvoorbeeld door gespecialiseerde spelers onder een minder ingrijpend regime te laten vallen (EY, 2015). Ook kan gedacht worden aan het organiseren van een algemeen ‘kredietregister’ – waar klanten hun voorkeuren en karakteristieken in opnemen – waar financiële spelers (na toestemming van de klant) toegang toe hebben. Dit voorkomt dat kleinere instellingen door zorgplichteisen of het ‘ken-je-klant-principe’ een concurrentienadeel ondervinden ten opzichte van de grotere instel-

lingen. Recente voorstellen om voor nieuwe fintech-spelers een ‘zandbakbenadering’ te kiezen met enige bescherming tegen een te grote regulerings- en toezichtdruk gaan in deze richting (Ministerie van Financiën, 2016). Kortom, het ondersteunen van nieuwe toetreders kan bijdragen aan de diversiteit van financieringskanalen voor het Nederlandse bedrijfsleven en zou de economie op termijn minder afhankelijk maken van het wel en wee van een beperkt aantal grote banken.

Diversiteit beperkt zich echter niet tot het bankwezen. De rol van verzekeraars en institutionele beleggers, en ook de rechtstreekse toegang tot de financiële markt moeten worden gezien. In Nederland spelen banken net als in veel andere Europese landen een erg dominante rol (ESRB ASC, 2014). Directe financiering (dus financiering via beurzen dan wel onderhands) speelt in Europa een minder grote rol. Het stimuleren van dergelijke financieringskanalen zou positieve welvaartseffecten kunnen hebben (OESO, 2015; zie ook het Capital Market Union initiatief van de EU). In landen waarin het bedrijfsleven voor financiering minder exclusief afhankelijk is van het bankwezen kunnen bedrijven makkelijker overschakelen van bank- naar marktfinanciering of naar onderhandse financiering. In die landen hebben financiële problemen bij banken dan ook minder grote effecten op de economie (CPB, 2015). Met name voor het MKB zouden alternatieven voor bankfinanciering wenselijk zijn: zij zijn nu voor externe financiering bijna exclusief afhankelijk van banken. De SER (2014) en het CPB (2015) hebben recentelijk verschillende voorstellen gedaan om deze problematiek te adresseren, die navolging verdienen. Zo zou het hierboven genoemde kredietregister kunnen helpen, en ook standaardisatie van financiële producten zou een uitweg kunnen bieden. De marktordeningsvraagstukken vragen overigens om een actieve rol van de Autoriteit Consument & Markt. Het financiële speelveld is in beweging. Toetredingsbarrières en marktordening zijn punten van aandacht.

Een grotere diversiteit kan ook bijdragen aan een redundancy in het financieel systeem: als bepaalde delen van (of spelers in) het systeem wegvallen, kunnen functies elders worden overgenomen. In zekere zin speelden lokale banken (credit unions etc.) in de Verenigde Staten deze rol toen grote, aan de kapitaalmarkt gekoppelde banken aldaar tijdens de financiële crisis klem kwamen te zitten.

Streef naar meer diversiteit in de financiële sector

- Vergemakkelijk de markttoegang voor nieuwe financiële spelers.
 - Stimuleer financieringskanalen *buiten* het bankwezen om.
-

8.4.5 VOORKOM EEN VERKEERDE WERKING VAN HET TOEZICHT

Toezichthouders spelen een belangrijke rol. Hun rol kan echter contraproductief zijn. Zoals we hiervoor zagen (paragraaf 8.4.4), kan diversiteit worden tegengewerkt door regulering en toezicht. Dat is ook een meer algemene zorg. De zware rol die toezichthouders spelen in de financiële sector, moet er niet toe leiden dat de financiële sector tot eenheidsworst wordt gemaakt. Dit risico is er echter wel degelijk. Zo moeten de risicomodellen die centraal staan in Bazel II en Solvency II ‘gecertificeerd’ worden door toezichthouders. Dit kan financiële instellingen een impuls geven over te gaan tot het kiezen van risicomodellen die identiek zijn aan risicomodellen die door toezichthouders elders al zijn goedgekeurd. Er is weinig fantasie voor nodig om in te zien dat een sector waarin iedereen dezelfde risicomodellen gebruikt, erg gevoelig is voor fouten in die modellen, en zich ook erg eenvormig gaat gedragen.¹⁹ Dit laatste nodigt dan weer uit tot kuddegedrag en systeemrisico’s.

Men zou ons pleidooi voor standaard (benchmark) producten (zie paragraaf 8.3.2) kunnen interpreteren als een aanslag op diversiteit. De standaardisering zit echter louter op complexere producten om de consument te beschermen, en verbiedt financiële instellingen zeker niet andere producten aan te bieden. Diversiteit blijft dus wel degelijk mogelijk, maar er wordt een grens gesteld aan het creëren van complexiteit die de consument niet kan overzien.

Een andere uitdaging voor toezichthouders is om te voorkomen dat zij door sturing op marktsignalen procyclisch opereren. In paragraaf 8.4.1 hebben we benadrukt dat de afhankelijkheid van kredietbeoordelingen in het toezicht schadelijke effecten kan hebben. Een ander voorbeeld is de rekenrente in het pensioenstelsel. Veranderingen hierin leiden tot procyclische effecten. Wij hebben bij de bespreking van het pensioenstelsel beargumenteerd dat dit niet gewenst is. De oorzaak van het belang van de rekenrente ligt primair bij de structuur van het pensioenstelsel: het is het stelsel dat noodzaakt tot sturing via een rekenrente (en dekkingsgraden). Het is dus niet evident dat de toezichthouder hier iets te verwijten is (WRR, 2013b). Het pensioenstelsel behoeft aanpassing, en die verantwoordelijkheid ligt bij de politiek.

Marktsignalen zijn ook een belangrijkere rol gaan spelen door fair value accounting en andere wijzigingen in accounting- en verslagleggingssystemen (zie IFRS, Solvency II, etc.), zie ook paragraaf 8.3.1. De procyclische werking hiervan moet worden onderkend door toezichthouders.²⁰

Voorkom contraproductieve effecten van toezicht

- Bevorder proportioneel toezicht op kleinere en/of meer gespecialiseerde spelers om diversiteit te stimuleren in de financiële sector.
 - Voorkom kuddegedrag veroorzaakt door prikkels vanuit het toezicht die tot identieke strategieën bij financiële spelers leiden. Dit kan bijvoorbeeld spelen bij de beoordeling van risicomodellen van banken door de toezichthouder.
 - Bekijk kritisch het gebruik van marktsignalen in het toezicht die kuddegedrag en procyclisch handelen kunnen bevorderen, bijvoorbeeld bij het gebruik van kredietbeoordelingen en rekenrentes.
-

8.5 DE ORGANISATIE VAN POLITIEK EN BELEID

Het bredere beleidsperspectief dat de WRR schetst impliceert een noodzaak om de *politieke dimensie* van de problematiek te onderkennen. De interactie tussen sociaaleconomisch beleid en de financiële sector kan gepaard gaan met politieke vraagstukken en afwegingen. En, überhaupt, financiële diensten zijn zo fundamenteel voor het functioneren van de samenleving dat democratische invloed en controle op het financiële stelsel noodzakelijk zijn.

8.5.1 INTEGRALE BENADERING VAN BELEID

Een beleidsstrategie gericht op het herstellen van de balans tussen de samenleving en de financiële sector vergt aandacht voor sociaaleconomisch beleid. Het is van belang dat er daarbij wordt gestreefd naar samenhang in het gevoerde beleid. Een voorbeeld is macroprudentieel beleid dat loan-to-value-eisen stelt aan hypotheekleningen, waarmee getracht wordt onevenwichtigheden in het financieel systeem te mitigeren. Dit beïnvloedt de woningmarkt en vereist afstemming met beleid op het gebied van de huurmarkt (ontbreken van middensegment), het pensioenstelsel (verplichte afdracht van een significant deel van de besparingen) en het belastingstelsel (hypotheekrenteaftrek stimuleert het maken van schulden).

Daarnaast moet gestreefd worden naar beleidsconsistentie door de tijd heen. Uit onderzoek blijkt immers dat beleid zelf een sterk procyclisch karakter heeft: het wordt doorgaans verzwakt tijdens periodes van euforie, dus precies op het moment dat het beleid eigenlijk aangescherpt moet worden (Gerding, 2014). Dit probleem kan in enige mate worden ondervangen door anticyclische automatismen in het beleidsproces te bouwen. Voor de financiële sector zou het kunnen helpen de publieke belangen duidelijker te markeren, langere periodes van beleidsevaluatie te hanteren en via periodieke betrokkenheid van het parlement een meer geïnformeerde en minder opportunistische betrokkenheid af te dwingen (zie paragraaf 8.5.2).

Streef naar een integrale benadering van beleid

- Streef naar een betere afstemming tussen beleidsterreinen die direct en indirect de financiële dienstverlening beïnvloeden.
 - Maak beleidsontwikkeling en -hervorming meer anticyclisch juist waar er een sterke wisselwerking is met de financiële sector.
-

8.5.2 ERKEN POLITIEKE AFWEGINGEN IN BELEID

Zelfs bij maatregelen die evident op de lange termijn brede positieve effecten zullen hebben, moet er aandacht zijn voor herverdelingsvraagstukken op korte termijn. Dat vergt politieke deliberatie, afwegingen en het maken van moeilijke keuzes. Om dit politieke proces te ondersteunen kan worden ingezet op een periodieke en via hoorzittingen georganiseerde betrokkenheid van politiek en belangrijke maatschappelijke actoren. Het organiseren en activeren van een intelligence op het gebied van de wisselwerking tussen beleidsterreinen zou hierbij een belangrijke stap zijn. Rijkskennisinstellingen zoals het CPB en het CBS zouden op deze terreinen kunnen bijdragen aan een betere en meer gestructureerde informatievoorziening.

Om blijvende politieke aandacht voor financiële kwesties te organiseren kan gedacht worden aan een jaarlijks debat in de Tweede Kamer over de maatschappelijke financiële weerbaarheid. Dit zou een goede manier kunnen zijn om ook in die tijden dat financiële kwesties minder urgent lijken toch politieke betrokkenheid te organiseren. Een meer structurele, breed dekkende en samenhangende, en dus minder opportunistische betrokkenheid zou hiermee kunnen worden bewerkstelligd. Dit kan ook helpen bij het meer anticyclisch (in plaats van procyclisch) maken van het beleid zelf (zie eerder). Inspiratie kan worden opgedaan uit de ‘nieuwe traditie’ om jaarlijks een Tweede Kamerdebat te organiseren over ‘De Staat van Volksgezondheid en Zorg’ en het eens per twee jaar te houden debat over de ‘Staat van de Rechtsstaat’ in de Eerste Kamer. Een debat over de ‘Staat van het Financiële Systeem’ zou gevoed kunnen worden door bijdragen van onderzoeksinstellingen en maatschappelijk belanghebbenden. Ook zou het gebruikt kunnen worden voor toelichting en reflectie van vertegenwoordigers van toezichthoudende instanties (zoals AFM en DNB).²¹

Organiseer periodieke politieke betrokkenheid

- Organiseer structurele en periodieke politieke betrokkenheid bij de financiële problematiek. Gedacht kan worden aan een jaarlijks debat over de ‘Staat van het Financiële Systeem’, om zo los van incidenten de politieke aandacht bij de problematiek vast te houden en afwegingen samenhangend met andere beleidsterreinen te bespreken.
 - Organiseer en activeer een intelligence op het gebied van de wisselwerking tussen beleidsterreinen. Denk hierbij aan periodieke hoorzittingen in de Tweede Kamer.
-

8.5.3 BENUT RUIMTE VOOR EEN NATIONALE KOERS IN BELEID OP FINANCIËLE SECTOR

Omdat de kern van de economische bijdrage van de sector schuilt in het ondersteunen van de economie en de samenleving, dienen juist bij het financiële sector-beleid de publieke belangen centraal te staan. Veel van dit beleid komt op bovennationaal niveau tot stand, wat de opdracht op het gebied van legitimiteit ingewikkelder maakt. Gegeven de verschillen tussen landen wat de rol en aard van de financiële sector betreft, betekent dit dat er bij de implementatie van internationale regels enige invloed uitgaat van de (lokale) context waarin ze moeten worden toegepast. Er is dus enige nationale speelruimte. Uiteraard moet hierbij centraal staan dat gestuurd wordt vanuit de publieke belangen en niet de sectorale belangen.

Ook voor de internationale agenda van Nederlandse beleidsmakers dienen de publieke belangen het uitgangspunt te zijn bij de onderhandelingen. Bijzondere aandacht moet hierbij besteed worden aan de openheid en pluriformiteit van internationale beleidsfora. Hierbij kan ook gedacht worden aan het versterken van de posities van partijen zoals NGO's. Voorbeelden van NGO's die zich, onder andere, op de financiële sector richten zijn de Stichting Onderzoek Multinationale Ondernemingen (SOMO), Finance Watch in Europa en Share Action in het VK en de VS. Zij kunnen in hun rol als waakhond worden ondersteund door een grotere transparantie en toegang tot relevante beleidsfora. Ten slotte geldt bij het beleid gericht op de financiële sector dat aandacht nodig is voor coherentie. Vooral op Europees niveau is het beleid sterk verkokerd. Het wordt in tal van verschillende fora ontwikkeld, waardoor het voor iedereen behalve de spelers met de meeste resources welhaast onmogelijk is om invloed uit te oefenen op de algemene beleidsrichting.

Benut ruimte voor nationale koers

- Durf de eigen beleidsruimte te gebruiken die internationale financiële regelgeving toelaat, juist wanneer dit nodig is voor de behartiging van publieke belangen.
 - Breng de brede beleidsoriëntatie in op de internationale agenda.
 - Ondersteun nationale en internationale NGO's die de rol van *watchdog* kunnen oppakken.
-

8.5.4 BELEIDSMATIGE EN POLITIEKE OMGANG MET COMPLEXITEIT EN DYNAMIEK

De overheid moet onderkennen dat er fundamentele onvoorspelbaarheden zijn in de financiële sector. Samen met de nauwe verwevenheden tussen de financiële sector en de samenleving creëert dit een ingewikkeld speelveld. Het onderkennen van deze complexiteit moet een belangrijk uitgangspunt zijn van het overheidsbeleid. Alleen dan is er voldoende scherpte en kritisch vermogen om daadwerkelijk in te spelen op de uitdagingen die de financiële sector met zich meebrengt.

Dit maakt de beleidsopdracht nog ingewikkelder: de overheid moet onderkennen dat het beleidsproces in sommige opzichten het karakter zal hebben van *trial and error* (al doende leren). Er dient genoeg flexibiliteit, bewegingsruimte en aanpassingsvermogen te zijn in het gevoerde beleid. Omdat het financiële systeem een complex systeem is, zal er ook genoeg ruimte moeten zijn voor toezichthouders en beleidsmakers om in te spelen op deze dynamiek. Continue waakzaamheid en alertheid is hier geboden. In een eerder rapport heeft de WRR gepleit voor een meer ‘reflectieve rol’ van de toezichthouder: die moet niet alleen controleren of regels worden nageleefd, maar juist focussen op de vraag in hoeverre publieke belangen worden behartigd. Ook dient er hierbij genoeg aandacht te zijn voor onbedoelde en onvoorziene effecten van beleid (WRR, 2013b).

Ook de *vorm* van de gekozen regelgeving is van belang. Te lang is gedacht dat een complexe sector gereguleerd moet worden met gedetailleerde regels (micromanagement). Meer en nog complexere regels lijken echter juist contraproductief te werken, zowel voor de welvaartsgroei als voor de financiële stabiliteit. Een algemene beleidsstrategie in dit opzicht kan ook zijn om beleid zo simpel mogelijk te houden. Simpele regels zijn beter om op een effectieve wijze complexe systemen bij te sturen en zijn bovendien eenvoudiger bij te stellen. Juist de snelheid en complexiteit van financiële markten dwingen tot simpele regels en het weerstaan van de hoop dat het financiële systeem volledig onder controle kan worden gehouden (Haldane, 2012).

Beleidsmatige en politieke omgang met complexiteit en dynamiek

- Onderken de complexiteit van de sector, en daarmee de beperkingen van beleid en toezicht.
 - Wees terughoudend met micromanagement. Een complexe sector heeft juist eenvoudige regels nodig.
 - Organiseer alertheid en waakzaamheid bij toezichthouders: streef naar een meer reflectieve rol van de toezichthouders.
-

NOTEN

- 1 Dit gebeurt bovendien hoofdzakelijk in internationale fora – zoals de ECB, het Bazels comité en EIOPA (de Europese verzekering- en pensioenautoriteit).
- 2 Deze blootstelling komt ook naar voren in analyses van de Rekenkamer, zie Algemene Rekenkamer (2012).
- 3 In het jargon: ‘Allowance for Corporate Equity’ versus ‘Comprehensive Business Income Tax’ (Jacobs, 2015, pagina 260).
- 4 Op latere leeftijd zou deze investering dan weer te gelde gemaakt kunnen worden via een omkeershypotheek. Het effect is dan dat de schuldpositie van huishoudens vermindert terwijl het pensioenvermogen in stand blijft.
- 5 Dergelijke verruiming van mogelijkheden voor het financieren van een eigen woning vereist ook voldoende ruimte voor het bouwen van nieuwe woningen. Er moet voorkomen worden dat extra leencapaciteit prijsopdrijvend werkt op de bestaande woningmarkt, zoals dat in het verleden gebeurd is als gevolg van het oprekken van de hypotheekvoorwaarden (zie paragraaf 5.2.1).
- 6 Andere effecten lopen via de invloed van erven en schenken op ongelijkheid, de arbeidsinzet van de ontvangende jongere generatie, etc.
- 7 Dit speelt ook bij het hoge positieve saldo op de lopende rekening van de betalingsbalans. Een dergelijk (jaarlijks) saldo leidt tot hoge (compenserende) beleggingen in het buitenland; de hoge uitzettingen van pensioenfondsen in het buitenland zijn hiervan een gedeeltelijke invulling. Een rentenierseffect speelt als de opbrengsten op buitenlandse beleggingen uitnodigen tot minder activiteit in het binnenland (‘het buitenland werkt dan voor ons’).
- 8 Er zijn substantiële overgangsproblemen verbonden aan elke verandering in ons pensioenstelsel. De facto is de suggestie van een basispensioen een uitbreiding van de AOW, met dien verstande dat er een nationaal fonds kan worden opgebouwd waaruit dit wordt gedekt (met mogelijk enige achtervang van de overheid). Het hoeft dus niet op omslagbasis zoals de AOW (zie Boot en Cools, 2016: 227-229). Op deze manier zou een grotere zekerheid in lage pensioenen kunnen worden bewerkstelligd. De SER-variant zou daarboven gelden. Met deze alternatieve (en gedeeltelijk complementaire) invalshoek is mogelijk enerzijds meer zekerheden in te bouwen (via een basispensioen, een soort AOW plus) met daar bovenop (een variant op) het door de SER gesuggereerde systeem.
- 9 Een ander voorbeeld is het jaarlijkse uniforme pensioenoverzicht dat iedere deelnemer in een pensioenfonds tegenwoordig ontvangt. Hoe kan dit overzicht onderdeel worden van de belewingswereld van de consument? Hoe kan het een actieve rol spelen?
- 10 De neiging kan zijn power louter te zien als nadeel voor de financiële sector. Hierbij past de kanttekening dat het ook een bepaalde bescherming biedt aan aanbieders. Zo hebben verzekeraars zonder dat van countervailing power sprake was tot 2007 miljoenen ‘woekerpolissen’ kunnen verkopen. Dat was toen ongetwijfeld gunstig voor de winstgevendheid van de verzekeraars, maar deze geschiedenis is momenteel een molensteen rond de nek van de sector.

- 11 Consumentenrubrieken op televisie (Radar, Kassa, etc.) spelen een vergelijkbare rol, maar vaak achteraf als misstanden zich al hebben voorgedaan. De genoemde krachtenbundeling is een voorbeeld van een proactieve ingreep. Maatschappelijke waakhonden kunnen ook een rol spelen bij het afdwingen van standaardvoorwaarden.
- 12 Zoals aangegeven in paragraaf 5.4.2 zijn er verschillen tussen sectoren in het semi-overheids-veld voor wat betreft de borging van incidentele grote investeringsopgaves. Een systematische evaluatie acht de WRR gewenst om te bepalen waar versterking nodig is.
- 13 De financiële sector kan dan ook beter inspelen op de kredietbehoeftes van de samenleving (Gambacorta en Shin, 2016).
- 14 Het versterken van de balans gaat ook hand in hand met een betere matching van activa en passiva op de balans, inclusief het terugdringen van korte financiering.
- 15 Deze spelers kunnen wel alternatieve vormen van risicodragend kapitaal uitgeven, zoals bijvoorbeeld coco's. Coco's is een afkorting van 'contingent convertible' vermogenstitels, namelijk claims op een financiële instelling die onder normale omstandigheden een rente opleveren voor beleggers, maar 'getriggerd' kunnen worden bij financiële problemen waardoor ze worden weggestreept of omgezet in verwaterde aandelen. Een belangrijke beperking is dat hierop een relatief hoge rente moet worden betaald om beleggers te compenseren voor risico's (in tegenstelling tot aandelen loopt dit niet via koerswinsten). Het zorgt daarmee voor een constante uitstroom van liquiditeit. Coco's zijn in Europa populair geworden als substituuat voor 'echt' eigen vermogen zelfs bij partijen die toegang hebben tot de aandelenmarkt. Dit is niet zonder nadelen. Het al dan niet geactiveerd worden van de trigger kan grote onrust veroorzaken binnen het financieel systeem (Boot en Van Wijnbergen, 2013).
- 16 Er is een uitgebreide literatuur over het in evenwicht brengen van de fiscale behandeling van eigen en vreemd vermogen. Schepens (2016) laat empirisch zien dat een gelijkere behandeling van eigen en vreemd vermogen inderdaad leidt tot een keuze voor meer eigen vermogen. In het geval van banken is sprake van grote rente-inkomsten op de uitzettingen (leningen) en rente-uitgaven op de aangetrokken gelden (van spaargelden tot obligaties). Enige mate van rente-aftrek lijkt logisch omdat er hoge rente-inkomsten tegenover staan. Het fiscaal vriendelijker behandelen van eigen vermogen zou bijvoorbeeld kunnen door de kosten ervan (deels) aftrekbaar te maken. Dit is wat de eerder genoemde Allowance for Corporate Equity (ACE) beoogt. Hiermee wordt wel de belastingdruk verlaagd (en dus de inkomsten van de overheid). In herzieningsvoorstellen voor het belastingstelsel wordt vaak compensatie gevonden in het begrenzen van de renteaftrek (zie bijvoorbeeld Pozen en Goodman, 2012). Roe en Troge (2016) stellen voor om de ACE alleen te geven op eigen vermogen dat boven de minimum kapitaalratio uitkomt. Dit brengt (aan de marge) de belastingbehandeling van eigen en vreemd vermogen naar elkaar toe en zorgt dus voor de gewenste betere prikkels.
- 17 Pogingen worden ondernomen om de voordelen van grote banken te neutraliseren. Hogere kapitaaleisen voor SIFI-instellingen en bail-in-maatregelen kunnen enig effect hebben.
- 18 Overigens kan er een goede reden zijn voor een ander toezichtregime. Zo kent een beleggingsfonds niet de stabiliteitsrisico's van een bank en zal het toezicht een andere vorm hebben.

- 19 Strikt genomen wordt een risicomodel ‘goedgekeurd’ in de context (lees: instelling) waarin ze wordt gebruikt. Dus zomaar een risicomodel van een andere financiële instelling overnemen betekent niet (automatisch) dat het model goedgekeurd wordt.
- 20 De effectiviteit van het macroprudentieel instrumentarium kan evenzeer worden ondermijnd door marktwaardebewegingen. Zo lijkt het logisch om bij dreigende luchtballen in huizenprijzen de groei in hypotheek af te remmen met aangescherpte loan-to-value-eisen, echter de aanscherping wordt ten dele ondermijnd door de luchtballen zelf die de ‘value’ in de loan-to-valuebepaling vergroten, en daarmee de eisen minder strikt maken.
- 21 Zie ook het WRR-rapport over Toezien op Publieke Belangen (WRR, 2013b). Daarin staat een aanbeveling dat toezichthouders op de verschillende sectoren, periodiek elk een ‘Staat van de Sector’-rapport maken en toelichten.

ACHTERGRONDSTUDIES

Dutch Financial Fragilities

WRR-Working Paper nr. 13

Dirk Bezemer en Joan Muysken

Het financieel stelsel in historisch perspectief

WRR-Working Paper nr. 14

Arthur van Riel

Europese financiële regulering voor en na de crisis

WRR-Working Paper nr. 15

Bart Stellinga

LIJST VAN GESPROKEN PERSONEN

Organisatieaanduidingen op moment van contact

W. (Wijnand) van de Beek (Autoriteit Financiële Markten)
 H.A. (Harald) Benink (Tilburg University)
 D.J. (Dirk) Bezemer (Rijksuniversiteit Groningen)
 J.H.A.S. (Hans) Biesheuvel (voormalig voorzitter MKB Nederland)
 M. J. (Michiel) Bijlsma (Centraal Planbureau)
 P. (Peter) Blom (Triodos Bank)
 P. (Paul) den Boer (Centraal Bureau voor de Statistiek)
 W.W. (Wim) Boonstra (Rabobank / Vrije Universiteit Amsterdam)
 A.L. (Lans) Bovenberg (Tilburg University)
 J.J. (Jurgen) Broekhuis (Ministerie van Financiën)
 P. (Paul) Cavelaars (De Nederlandsche Bank)
 G. (Guusje) Dolsma (VNO-NCW)
 P.J.W. (Piet) Duffhues (Tilburg University)
 M.M.G. (Martin) Fase (Universiteit van Amsterdam)
 E. (Edward) Feitsma (Nederlandse Vereniging van Banken)
 R. (Robin) Fransman (voormalig medewerker Autoriteit Financiële Markten)
 W. (Wim) van den Goorbergh
 K.P. (Kees) Goudswaard (Universiteit Leiden)
 A.C. (Anton) Hemerijck (Vrije Universiteit Amsterdam)
 P.L.C. (Paul) Hilbers (De Nederlandsche Bank)
 B. (Bas) Jacobs (Erasmus Universiteit Rotterdam)
 S. (Stan) Kaatee (Ministerie van Algemene Zaken)
 J. (Jaap) Koelewijn (Nyenrode Business Universiteit)
 L. (Luigi) van Leeuwen
 D.K. (Daniel) Mügge (Universiteit van Amsterdam)
 M. (Marius) van Nieuwkerk (Nyenrode Business Universiteit)
 K.J. (Karel) Noordzij
 S. (Sander) Oosterloo (Ministerie van Financiën)
 M. (Mark) te Pas (Ministerie van Economische Zaken)
 L. (Loek) Sibbing (Nederlands Investeringsinstelling)
 R. (Rens) van Tilburg (Universiteit Utrecht)
 R. (Ronald) Uittenbogaard (Ministerie van Financiën)
 H. (Hans) Visser (Vrije Universiteit Amsterdam)
 H. (Henk) Verduin (Centraal Bureau voor de Statistiek)
 S. (Sander) van Veldhuizen (Centraal Planbureau)
 G. (Gerarda) Westerhuis (Universiteit Utrecht)

LITERATUUR

- Abdelal, R. (2007) *Capital rules. The construction of global finance*, Cambridge, MA en Londen, UK: Harvard University Press.
- ACM (2014) *Barrières voor toetreding tot de Nederlandse bancaire retailsector*, Den Haag: Autoriteit Consument & Markt.
- Adviescommissie Toekomst Banken (2009) *Naar herstel van vertrouwen*, Amsterdam: Nederlandse Vereniging van Banken.
- Admati, A. en M. Hellwig (2013) *The bankers' new clothes: What's wrong with banking and what to do about it*, Princeton: Princeton University Press.
- AFM (2015) *Neem drempels weg opdat Nederlanders in actie komen voor hun pensioen*, Amsterdam: Autoriteit Financiële Markten.
- Aghion, P., J. van Reenen en L. Zingales, (2009) 'Innovation and Institutional Ownership', National Bureau of Economic Research Working Paper nr. 14769.
- Albert, S. en H. Alexandre (2012) 'Banks' earnings: An empirical evidence of the influence of economic and financial markets factors', Economics Papers from University Paris Dauphine.
- Alessi, L. en C. Detken (2014) 'Identifying excessive credit growth and leverage', ECB Working Paper Series, nr. 1723, Frankfurt am Main: ECB.
- Algemene Rekenkamer (1998) *Privatisering van het ABP*, Tweede Kamer, vergaderjaar 1997-1998, 26 015, nr. 2.
- Algemene Rekenkamer (2012) *Risico's voor overheidsfinanciën: inzicht en beheersing*, Tweede Kamer, vergaderjaar 2011-2012, 33 299, nr. 2.
- Allen, F. en D. Gale (2000) 'Bubbles and crises', *Economic Journal*, 110, 460: 236-255.
- Allen, F., T. Beck, E. Carletti, P.R. Lane, D. Schoenmaker en W. Wagner (2011) *Cross-border banking in Europe: Implications for financial stability and macroeconomic policies*, Londen: Centre for European Policy Research.
- Arcand, J.L., E. Berkes en U. Panizza (2012) 'Too much finance?', IMF-Working Paper, WP/12/161.
- Ark, van B. en H. de Jong (1996) 'Accounting for economic growth in the Netherlands since 1913', *Economic and social history in the Netherlands*, 7: 199-242.
- Ark, van B., J. de Haan en H. de Jong (1996) 'Characteristics of economic growth in the Netherlands during the postwar period' in N.F.R. Crafts en G. Toniolo (red.) *Economic growth in Europe since 1945*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Arkesteijn, M en H. de Jonge (2012) *Eigendom vastgoed rijksmusea – lessen voor een eventuele overdracht*, Delft: TU Delft.
- Atterhog, M. (2006) 'The effect of government policies on home ownership rates; an international survey' in J. Doling en M. Elsinga (red.) *Home ownership: getting in, getting from, getting out; Part 2*, Amsterdam: IOS Press.
- Ayadi, R. en G. Pujals (2005) 'Banking mergers and acquisitions in the EU: Overview, assessment and prospects', *SUERF Studies*, 2005/3.

- Bair, S.C. (2015) 'How a supplemental leverage ratio can improve financial stability, traditional lending and economic growth' blz. 75-80 in *Financing the economy: New avenues for growth, financial stability review – april 2015*, Parijs: Banque de France.
- Baker, A. (2006) *The group of seven: Finance ministries, central banks and global financial governance*, Londen: Routledge.
- Baker, A. (2013) 'The new political economy of the macroprudential ideational shift', *New Political Economy*, 18, 1: 112-139.
- Bankes, S. (2010) 'Robustness, adaptivity, and resilience analysis' Complex adaptive systems – Resilience, robustness, and evolvability: Papers from the AAAI Fall Symposium (FS-10-03).
- Barendregt, J. en H. Visser (1997) Towards a new maturity blz. 152-194 in 't Hart, M., J. Jonker en J.L. van Zanden (red.) *A financial history of the Netherlands*, Cambridge, UK: Cambridge University Press.
- Battilossi, S. (2000) 'Financial innovation and the golden ages of international banking, 1890-1931 and 1958-81', *Financial History Review*, 7 (2000), 2: 141-75.
- Battiston, S., D. D. Gatti, M. Gallegati, B. Greenwald en J. E. Stiglitz (2012) 'Liaisons dangereuses: Increasing connectivity, risk sharing, and systemic risk,' *Journal of Economic Dynamics and Control* 36, 8: 1121-1141.
- Battiston, S., J. D. Farmer, A. Flache, D. Garlaschelli, A. G. Haldane, H. Heesterbeek, C. Hommes, C. Jeager, R. May en M. Scheffer (2016) 'Complexity theory and financial regulation', *Science* 19, 351, 6275: 818-815.
- Baumol, W. J. (1990) 'Entrepreneurship: Productive, unproductive, and destructive', *Journal of Political Economy* 98, 5: 893-921.
- Baxter, L.G. (2012) 'Betting big: Value, caution and accountability in an era of large banks and complex finance', *Review of Banking & Financial Law*, 31: 765-879.
- BCBS (2010) *Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*, Bazel: Basel Committee on Banking Supervision.
- Beck, T., A. Demirguc-Kunt en R. Levine (2004) 'Financing patterns around the world: Are small firms different?', *Journal of Financial Economics* 89,3: 467-487.
- Beck, T., B. Büyükkarabacak, F.K. Rioja en N.T. Valey (2012) 'Who gets the credit? And does it matter? Household vs. firm lending across countries', *The B.E. Journal of Macroeconomics* 12, 1: 1-46.
- Beck, T., H. Degryse, Ch. Kneer (2014) 'Is more finance better? Disentangling intermediation and size effects of financial systems', *Journal of financial stability* 10: 50-64.
- Beers, N. van, M.J. Bijlsma, S. van Veldhuizen en B. Vogt (2015) 'De Nederlandse financieringsstructuur in perspectief', *CPB Achtergronddocument*, Den Haag: Centraal Planbureau.
- Berger, A.N. en W.S. Frame (2007) 'Small business credit scoring and credit availability' *Journal of Small Business Management* 45, 1: 5-22.
- Berk, J. en P. DeMarzo (2015) *Corporate finance*, third edition, Harlow: Pearson.

- Bernanke, B. (2005) 'The global saving glut and the US current account deficit', Remarks by Governor Ben S. Bernanke, Sandridge Lecture, Virginia Association of Economists, Richmond, Virginia, 10 maart.
- Best, J. (2003) 'From the top-down: The new financial architecture and the reembedding of global finance', *New Political Economy* 8, 3: 363-84.
- Bezemer, D. en J. Muysken (2015) 'Dutch financial fragilities', *WRR-working papers*, nr. 13, Den Haag: Wetenschappelijke Raad voor het Regeringsbeleid.
- Bie, R. van der (1997) *Een doorlopende groote roes. De economische ontwikkeling van Nederland, 1913-1921*, diss. Vrije Universiteit, Amsterdam.
- Bijlsma, M.J. en A. Dubovik (2014) 'Banks, financial markets and growth in developed countries; a survey of the empirical literature', CPB Discussion Paper, nr. 266. Den Haag: Centraal Planbureau.
- Bijlsma, M.J., S. van Veldhuizen en B. Vogt (2015) 'Een wereld zonder banken? Marktfinanciering en bankfinanciering in perspectief', CPB-policy brief, 2015/14, Den Haag: Centraal Planbureau.
- Bijlsma, M.J. en G.T.J. Zwart (2013) 'The changing landscape of financial markets in Europe, the United States and Japan', CPB Discussion Paper, nr. 238, Den Haag: Centraal Planbureau.
- Bikker, J. en S. Wesseling (2003) 'Intermediation, integration and internationalisation: a survey on banking Europe', *DNB Occasional studies*, nr. 3.
- BIS (2012) *82nd annual report*, Bazel: Bank for International Settlements.
- BIS (2014a) *Statistical release OTC derivatives statistics at end-June 2014*, Bazel: Bank for International Settlements.
- BIS (2014b) 'International banking and financial market developments', *BIS Quarterly Review: March*, Bazel: Bank for International Settlements.
- Blundell-Wignall, A. (2011) 'Solving the financial and sovereign debt crisis in Europe', *OECD Journal: Financial Market Trends*, 2011 (2).
- Boom, W.M. van, C.J.M. van Doorn., S.B. Pape, B. Sujecki en M.L. Tuil (2007) 'Informatie en financiële dienstverlening aan consumenten', *Tijdschrift voor Consumentenrecht en handelspraktijken* 2007-3, blz. 75-82.
- Boonstra, W., B. Giesbergen en J. Mooij (2016) 'De daling van de leverage ratio sinds 1900 nader verklaard', *Economisch Statistische Berichten* 3 maart 2016 blz. 188-190.
- Boot, A.W.A. (2003) Strategic positioning in banking with implications for Europe blz. 37-84 in R. Litan en R. Herring (red.), *Brookings-Wharton Papers on Financial Services* 2003.
- Boot, A.W.A. (2007) 'Competitiveness assessment and key issues for the Dutch retail banking sector', *Report for the OECD*, July 2007.
- Boot, A.W.A. (2010) *De onwortelde onderneming. Ondernemingen overgeleverd aan financiers?* 2^e druk, Assen: Van Gorcum.
- Boot, A.W.A. (2014) 'Financial sector in flux', *Journal of Money Credit and Banking* 46, 1: 129-135.

- Boot, A.W.A. (2015) 'Het toekomstig business model voor banken', *Het Financieele Dagblad* 6 juni blz. 4, beschikbaar op: <http://fd.nl/fd-outlook/1106387/het-toekomstige-businessmodel-van-banken>.
- Boot, A.W.A. (2016) 'Understanding the future of banking: Scale & scope economies and fintech', in D. Evanoff, A. Demirguc-Kunt en G. Kaufman (red.) *The future of large, internationally active banks*, New Jersey: World Scientific Publishers (forthcoming).
- Boot, A.W.A. en A.L. Bovenberg (2016) 'Nu kan het nog: pijnloos hervormen', *NRC Handelsblad* (Opinie), 22 februari 2016, blz. 16; beschikbaar op www.nrc.nl/handelsblad/2016/02/22/nu-kan-het-nog-pijnloos-hervormen-1593391
- Boot, A.W.A., en K. Cools (2013) 'Aandeleninkoop: Waardecreatie of macho gedrag', *Maandschrift voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, blz. 189-206.
- Boot, A.W.A. en K. Cools (2016) 'Governance en pensioenstelsel' *Pensioen 2020 Series Onderneming en Recht* 91: 203-232, Alphen aan den Rijn: Wolters Kluwer.
- Boot, A.W.A. en L. Ratnovski (2016) 'Banking and trading', te verschijnen in *Review of Finance*.
- Boot, A.W.A. en S. van Wijnbergen (2013) 'Bankieren op drijfzand', *Economisch Statistische Berichten* 13 December, blz. 742-745.
- Bordo, M.D. en H. Rockoff (1996) 'The gold standard as a 'good housekeeping seal of approval'', *The Journal of Economic History* 56, 2: 389-428.
- Borio, C. (2011) 'Implementing a macroprudential framework: Blending boldness and realism', *Capitalism and Society*, 6, 1.
- Borio, C. (2012) 'The financial cycle and macroeconomics: what have we learnt?', BIS Working Papers 395, Basel: Bank for International Settlements.
- Borio, C., P. Disvatat en M. Juselius (2013) 'Rethinking potential output: Embedding information about the financial cycle', BIS Working Papers 404, Basel: Bank for International Settlements.
- Borio, C., C. Furfine, en P. Lowe (2001) 'Procyclicality of the Financial System and Financial Stability: Issues and Policy Options', BIS Papers 1, Basel: Bank for International Settlements.
- Borio, C., W.C. Hunter, G. Kaufman en K. Tsatsaronis (red.) (2004) *Market discipline across countries and industries*, Cambridge, ma: MIT Press.
- Borio, C., H. James en H.S. Shin (2014) 'The international monetary and financial system: a capital account historical perspective', BIS Working Papers 457, Basel: Bank for International Settlements.
- Bosman, H.W.J (1989) *Het Nederlandse bankwezen*, Amsterdam, NIBE.
- Botter, R.J. (2013) 'Derivaten in de publieke sector', *Ondernemingsrecht* 2013, 43: 230-236.
- Botzem, S. (2012) *The politics of accounting regulation: Organizing transnational standard setting in financial reporting*, Cheltenham: Edward Elgar.
- Bruil, A. (2015) 'Ongelijkheid tussen huishoudens vanuit verschillende concepten', CBS november 2015, no. 5, Den Haag: Centraal Bureau voor de Statistiek.

- Brunnermeier, M., A. Crockett, C. Goodhart, A. Persaud en H. Shin (2009) *The fundamental principles of financial regulation*, Geneva report on the World Economy 11, Geneva: International Center for Monetary and Banking Studies.
- Busch, A. (2001) Managing innovation: Regulating the banking sector in a rapidly changing environment in M. Bovens, P. 't Hart en B. Guy Peters (red.) *Success and failure in public governance. A comparative analysis*, blz. 311-325, Cheltenham, UK and Northampton, MA, USA.
- Butzen, P., M. Deroose, en S. Ide (2014) 'Global imbalances and gross capital flows', *NBB Economic Review*, September 2014.
- Calomiris, C. en S. Haber (2014) *Fragile by design: The political origins of banking crises and scarce credit*, Princeton: University Press.
- Cameron, R. (1953) 'The crédit mobilier and the economic development of Europe', *Journal of Political Economy* LXI: 461-88.
- Cameron, R. (1967) *Banking in the early stages of industrialization: A study in comparative economic history*, New York: Oxford University Press.
- Cameron, R. (1972) *Banking and industrialization: Some lessons of history*, New York: Oxford University Press.
- Carmassi, J. en S. Micossi (2012) *Time to set banking regulation right*, Brussels: CEPS.
- Cassidy, J. (2008) 'The minsky moment. Subprime mortgage crisis and possible recession', *New Yorker*, February 4.
- Cavelaars, P., J. de Haan, P. Hilbers en B. Stellinga (2013) 'Uitdagingen voor financieel toezicht na de crisis' in: P. Welp, M. Bokhorst, K. Faddegon, P. de Goede, E. Ijskes & J.A. Knottnerus (red.) *De staat van toezicht. Sector- en themastudies*, WRR-verkenningen nr. 27, Amsterdam: Amsterdam University Press.
- Cecchetti, S. G. en E. Kharroubi (2012) 'Reassessing the impact of finance on growth' *BIS Working Papers* 381, Basel: Bank for International Settlements.
- Cecchetti, S.G. en E. Kharroubi (2015) 'Why does financial sector growth crowd out real economic growth', *BIS Working papers* 490, Basel: Bank for International settlements.
- Cecchini, P. (1988) *The European challenge: 1992 – The benefits of a single market*, Aldershot: Wildwood House.
- Çelik, S. en M. Isakson (2014) 'Institutional Investors and Ownership Engagement', *OECD Journal: Financial Market Trends*, 2013/2.
- Centraal Fonds Volkshuisvesting (2006) *Sectorbeeld woningcorporaties – verslagjaar 2005*, Naarden: Centraal Fonds Volkshuisvesting.
- Centraal Fonds Volkshuisvesting (2010) *Sectorbeeld realisaties woningcorporaties – verslagjaar 2009*, Naarden: Centraal Fonds Volkshuisvesting.
- Centraal Fonds Volkshuisvesting (2012) *Derivaten bij woningcorporaties. Renterisico's beheerst of financiële risico's vergroot?*, Naarden: Centraal Fonds Volkshuisvesting.
- Centraal Fonds Volkshuisvesting (2014) *Sectorbeeld*, Naarden: Centraal Fonds Volkshuisvesting.
- Cerny, P. (1994) 'The dynamics of financial globalization: Technology, market structure, and policy response', *Policy Sciences* 27, 4: 319-342.

- Cerny, P. (2005) Power, markets and accountability: The Development of multi-level governance in international finance, blz. 24-48 in A. Baker, D. Hudson en R. Woodward (red.) *Governing financial globalization. International political economy and multi-level governance*, Londen: Routledge.
- Chen, Q., I. Goldstein en W. Jiang (2007) 'Price informativeness and investment sensitivity to stock price', *The Review of Financial Studies* 20, 3: 619-650.
- Chopra, A. (2015) 'Financing productivity- and innovation-led growth in developing Asia: International lessons and policy issues', Peterson Institute for International Economics Working Paper No. 15-6, Washington.
- Christophers, B. (2011) 'Making finance productive', *Economy and Society* 40, 1: 112-140.
- Chwieroth, J.M. (2010) *Capital ideas. The IMF and the rise of financial liberalization*, Princeton Oxford: Princeton University Press.
- Claessens, S. en N. van Horen (2012) 'Foreign banks: Trends, impacts and financial stability', IMF Working Paper WP/12/10.
- Claessens, S., Z. Pozsar, L. Ratnovski en M. Singh (2012) 'Shadow banking: Economics and policy', IMF Staff Discussion Note, December 4, 2012.
- Claessens, S. en L. Ratnovski (2014) 'What is Shadow Banking?', IMF Working Paper WP 14/25.
- Cline, W. R. (2015) 'The financial sector and growth in emerging Asian economies' in M. Noland en D. Park (red.) *From Stress to Growth: Strengthening Asia's Financial Systems in a Postcrisis World*, Washington/Manila: Asian Development Bank and Peterson Institute for International Economics.
- Coelho, M., J. Kao, en I. Roland (2012) 'Private investment and innovation', background research paper for LSE Growth Commission.
- Commissie Meurs (2015) *Ontspoorde ambitie: Rapport van de commissie onderzoek huisvesting ROC Leiden*, Den Haag: Commissie onderzoek huisvesting ROC Leiden.
- Commissie De Wit (2010) *Verloren krediet*, Den Haag: Sdu Uitgevers.
- Commissie Vermogensbeheer Onderwijsinstellingen (2009) *Financieel beleid van onderwijsinstellingen*, beschikbaar op: <http://www.aob.nl/kixtart/modules/absolutenm/articlefiles/47230-RapportCieDon.pdf>.
- Commissie Verzekeraars (2015) *Nieuw leven voor verzekeraars*, Rapport van de Commissie Verzekeraars, Den Haag: Ministerie van Financiën.
- Commissie Wijffels [Commissie Structuur Nederlandse Banken] (2013) *Naar een dienstbaar en stabiel bankwezen*, Den Haag: Ministerie van Financiën.
- Cox, G. (2013) 'Overcoming short-termism within British business. The key to sustained economic growth', independent review by Sir George Cox commissioned by the Labour Party (<http://www.yourbritain.org.uk/agenda-2015/policy-review/tackling-short-termism-the-cox-report>).
- CPB (2013) *CPB Risicorapportage Financiële Markten 2013*, Den Haag: Centraal Planbureau.
- CPB (2014) 'Toelichting CPB-onderzoek opbrengsten introductie euro', CPB-Notitie, Den Haag: Centraal Planbureau.
- CPB (2015) 'Een wereld zonder banken? Marktfinanciering en bankfinanciering in perspectief', CPB Policy Note, 2015/14, Den Haag: Centraal Planbureau.

- CPB (2016) *Onzekere wereld: Nederlandse economie stabiel: Centraal Economisch Plan 2016*, Den Haag: Centraal Planbureau.
- Crockett, A. (1997) 'The theory and practice of financial stability', *Essays in International Finance*, 203, april 1997.
- Crockett, A. (2000) *Marrying the micro- and macro-prudential dimensions of financial stability*, Eleventh International Conference of Banking Supervisors, Basel, september 2000.
- CSED (2010) *Naar een integrale hervorming van de woningmarkt*, Den Haag: Commissie Sociaal-Economische Deskundigen, Sociaal Economische Raad.
- Dagher, J., G. Dell'Ariccia, L. Laeven, L. Ratnovski, en H. Tong (2016) 'Benefits and costs of bank capital', IMF Staff Discussion Note, SDN/16/04, Washington DC: International Monetary Fund.
- Dallas, L.L. (2012) 'Short-termism, the financial crisis, and corporate governance', *University of San Diego Legal Studies Research Paper Series* 12-078.
- Danielsson, J. en H. Shin (2003) Endogenous risk in P. Field (red.) *Modern risk management: A history*, Londen: Risk Books.
- Danielsson, J., H. Shin en J-P. Zigrand (2013) 'Endogenous and systemic risk', blz. 73-94 in NBER Haubrich, Joseph G. en Andrew W. Lo (red.) *Quantifying Systemic Risk* NBER.
- Davies, R., A.G. Haldane, M. Nielsen en S. Pezzini (2014) 'Measuring the costs of short-termism', *Journal of Financial Stability*, 12: 16-25.
- Deloitte Real Estate Advisory (2011) *Financiële effecten crisis bij gemeentelijke grondbedrijven*, Deloitte.
- Deutsche Börse Group (2009) *The global derivatives market. A blueprint for market safety and integrity*, Frankfurt am Main: Deutsche Börse Group.
- Dicken, P. (2007) *Global shift: mapping the changing contours of the world economy*, Londen: Sage.
- Dickson, P. (1967) *The financial revolution in England, a study in the development of public credit 1688-1756*, Oxford: Oxford University Press.
- Dillen, J.G. van (1964) Ondergang van de Amsterdamse Wisselbank, 1782-1820 in J.G. van Dillen (red.) *Mensen en Achtergronden*, Groningen.
- DNB (2008) *Statistisch Bulletin*, Amsterdam: De Nederlandsche Bank.
- DNB (2009) 'Toegenomen gevoeligheid pensioenfondsen voor beleggingen in buitenland', *DNB Statistisch Bulletin*, Amsterdam: De Nederlandsche Bank.
- DNB (2010) *In het spoor van de crisis*, Amsterdam: De Nederlandsche Bank.
- DNB (2012) 'Het schaduwbankwezen: een verkenning voor Nederland', *DNB Occasional Studies*, 10 (5).
- DNB (2014a) *Overzicht financiële stabiliteit 2014* voorjaar 2014 nr. 19, Amsterdam: De Nederlandse Bank.
- DNB (2014b) *DNB Jaarverslag 2013*, Amsterdam: De Nederlandsche Bank.
- DNB (2015) *Perspective on the structure of the Dutch banking sector*, Amsterdam: De Nederlandsche Bank.

- DNB (2016a) Dutch banks reduce asset encumbrance, Banking Supervision Newsletter, 26 april 2016, De Nederlandsche Bank.
- DNB (2016b) *Overzicht financiële stabiliteit*, Amsterdam: De Nederlandse Bank
- Dobbs, R., S. Lund, C. Roxburgh, J. Manyika, A. Kim, A. Schreiner, R. Boin, R. Chopra, S. Jauch, Hyuan Kim, M. McDonald en J. Piotrowski (2010) *Farewell to cheap capital? The implications of long-term shifts in global investment and saving*, McKinsey Global Institute.
- Drudi, F., A. Ferrando, P. Koehler, Y. Altunbas, D. Marques-Ibanez, Ph. Cour-Thimann, E. Stoess, Th. Vlassopoulos, C. Martinez-Carrascal, C. Salleo, R. Perrard, A. Rantala, A. Sauve, Th. Reininger, A. Maddaloni, S. Borgioli, P.-A. Drejer en F. Bevilacqua (2007) 'Corporate Finance in the Euro Area – Including Background Material', ECB Occasional Paper No. 63, Frankfurt am Main: European Central Bank.
- Easterly, W., R. Islam en J. Stiglitz (2000) 'Shaken and stirred: Explaining growth volatility', paper at the 2000 annual world bank conference on development economics, Washington: The World Bank.
- ECB (1999) *The effects of technology on the EU banking systems*, Frankfurt am Main: European Central Bank.
- ECB (2009) *OTC derivatives and post-trading infrastructures*, Frankfurt am Main: European Central Bank.
- ECB (2010) *EU banking structures*, September 2010, Frankfurt am Main: European Central Bank.
- ECB (2012) Euro area cross-border financial flows, *Monthly bulletin – February 2012*: 105-118, Frankfurt am Main: European Central Bank.
- ECB (2014) 'A comprehensive EU response to the financial crisis', Memo, Europese Commissie, 28 maart.
- ECB (2014a) *Card payments in Europe – a renewed focus on SEPA for cards*, Frankfurt am Main: European Central Bank.
- ECB (2014b) *Banking structures report*, October 2014, Frankfurt am Main: European Central Bank.
- ECB (2015) 'Financial instability in macroeconomics: A set of new structural models, ECB Research Bulletin 22, 1-11.
- ECB en BoE (2014) *The impaired EU securitisation market: causes, roadblocks and how to deal with them*, Frankfurt am Main/Londen: European Central Bank/Bank of England.
- Edey, M. en K. Hviding (1995) 'An assessment of financial reform in OECD countries', *OECD Economic Studies* 25, 1995/II.
- Eggelte, J., R. Hillebrand, T. Kooiman en G. Schotten (2014) 'Het nationale spaaroverschot ontleed', *Occasional Studies* 12, 6, Amsterdam: De Nederlandsche Bank.
- Eichengreen, B. (1995) *Golden fetters: The gold standard and the great depression, 1919-1939*, Oxford: Oxford University Press.
- Eichengreen, B. en K. Mitchener (2003) *The great depression as a credit boom gone wrong*, BIS Working Papers 137, Bazel: Bank for International Settlements.

- Eichengreen, B. en J. Sachs (1985) 'Exchange rates and economic recovery in the 1930s' *The Journal of Economic History*, 45, 4: 925-946.
- Eichengreen, B. en P. Temin (2000) *The gold standard and the great depression. Contemporary European history* 9, 2: 183-207.
- Elsinga, M., J. Hoekstra, A. van 't Hof, E. van der Leij en E. van Rijn (2014) 'Literatuurstudie ten behoeve van de parlementaire enquête Woningcorporaties', *Kamerstukken II*, 33 606, nr. 8.
- Enquêtecommissie Grondbedrijf (2012) *De grond wordt duur betaald*, Apeldoorn: Gemeente Apeldoorn.
- Epstein, G. A. (2005) *Financialization and the world economy*, Cheltenham: Edward Elgar.
- Erlanger, S. (2008) 'Sarkozy stresses global financial overhaul', *New York Times*, September 25.
- ESRB ASC (2014) *Is Europe overbanked?*, Reports of the Advisory Scientific Committee No. 4/2014, European Systemic Risk Board.
- European Banking Federation (2007) *Report on integration of European financial services markets*, Brussel: European Banking Federation.
- European Banking Federation (2012) *Response from the European Banking Federation on the final report from the high-level expert group on reforming the structure of the EU banking sector*, beschikbaar op: http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2012/hleg-banking/registered-organisations/european-banking-federation_en.pdf.
- Europese Commissie (2010) *Roadmap for financial reform*, Brussel: Europese Commissie.
- Europese Commissie (2013) *Long-term financing of the European economy accompanying the document green paper long-term financing of the European economy*, Brussel: Europese Commissie.
- Europese Commissie (2014) *Communication from the commission to the European parliament and the council on long-term financing of the European economy*, Brussel: Europese Commissie.
- EY (2015) *Regeldruk bij kredietverstrekking*, Ernst & Young Accountants LLP.
- Fase, M. (2000) *Tussen behoud en vernieuwing: Geschiedenis van de Nederlandsche bank 1948-1973*, Den Haag: Sdu Uitgevers.
- Fisher, I. (1933) 'The Debt-Deflation Theory of Great Depressions,' *Econometrica* 1, 4: 337-57.
- Fligstein, N. en J. Habinek (2014) 'Sucker punched by the invisible hand: The world financial markets and the globalization of the US mortgage crisis', *Socio-Economic Review*, 12, 4: 637-665.
- FSA (2009) *The turner review*, Londen: Financial Services Authority.
- FSB (2010) *Principles for reducing reliance on CRA ratings*, Bazel: Financial Stability Board.
- FSB (2012) *Enhancing the risk disclosures of banks. Report of the enhanced disclosure task force*, Bazel: Financial Stability Board.
- FSB (2013) *Financial regulatory factors affecting the availability of long-term investment finance*, Bazel: Financial Stability Board.
- FSB (2014) *Peer review of the Netherlands*, Bazel: Financial Stability Board.

- FSB (2015) *Global shadow banking monitoring report 2015*, Bazel: Financial Stability Board, November.
- G30 (2009) *Financials reform: A framework for financial stability*, Washington DC: Group of 30.
- G30 (2013) *Long-term finance and economic growth*, Washington DC: Group of 30.
- Gadinis, S. (2013) 'From independence to politics in financial regulation', *California Law Review*, 101 (327).
- Gambacorta, L en H. Shin (2016) 'Why bank capital matters for monetary policy', BIS Working Paper 558, Bazel: Bank for International Settlements.
- Gebraad, J.L. (2014) 'Beleggingen institutionele beleggers 1,8 biljoen euro', CBS-Webartikel.
- Gerba, Eddi en Schelke, Waltraud (2013) *The finance-welfare state nexus*. ACES cases, 2013.1. Washington: The American Consortium on EU Studies (ACES).
- Gerding, E.F. (2014) *Law, bubbles, and financial regulation*, Oxon: Routledge.
- Girardi, G., C. Lewis en M. Getmansky (2014) *Interconnectedness in the CDS market*, Washington, DC: SEC.
- Goldbach, R. (2015) 'Asymmetric influence in global banking regulation', *Review of international political economy*, doi: 10.1080/09692290.2015.1050440.
- Goldin, C. en L.F. Katz (2008) 'Transitions: Career and family life cycles of the educational elite', *American Economic Review* 98, 2: 363-369.
- Goldin, I. en M. Mariathasan (2014) *The butterfly defect: How globalization creates systemic risks, and what to do about it*, Princeton, NJ & Oxford: Princeton University Press.
- Goldin, I. en T. Vogel (2010) 'Risk in the 21st Century: Lessons from the Financial Crisis', *Global Policy* 1, 1: 4-15.
- Goldstein, M. en N. Véron (2011) Too big to fail: The transatlantic debate, *Bruegel Working Paper*, 3.
- Gorton, G. en A. Metrick (2010) Regulating the shadow banking system, *Brookings Papers on Economic Activity*, Fall, blz. 261-297.
- Graham, J.R., C.R. Harvey en S. Rajgopal (2005) 'The economic implications of corporate financial reporting', *Journal of Accounting and Economics* 40, 1: 3-73.
- Greenbaum, S.I., A.V. Thakor en A.W.A. Boot (2016) *Contemporary financial intermediation*, 3, Londen: Elsevier.
- Greenwood, R. en D. Scharfstein (2013) 'The growth of finance', *Journal of Economic Perspectives* 27, 2: 3-28.
- Haan, M. de (2013) 'De dalende investeringsquote', CBS (2013) *De Nederlandse economie 2013*, Den Haag: Centraal Bureau voor de Statistiek.
- Hacker, J.S. (2008) *The great risk shift. The new economic insecurity and the decline of the American dream*, New York: Oxford University Press.
- Haldane, A.G. en R. Davies (2011) 'The short long', Speech given at the 29th Société Universitaire Européenne de Recherches Financières Colloquium, Brussels, 11 May 2011.

- Haldane, A.G. (2009) 'Rethinking the financial network'. Speech Delivered at the Financial Student Association, Amsterdam, 28 april 2009, beschikbaar op: <http://www.bankofengland.co.uk/archive/documents/historicpubs/speeches/2009/speech386.pdf>.
- Haldane, A.G. (2012) 'The dog and the frisbee', speech delivered at the federal reserve bank of Kansas city's 366th economic policy symposium, The Changing Policy Landscape, Jackson Hole, Wyoming.
- Haldane, A.G. (2014) 'Managing global finance as a system', Speech given at the Maxwell Fry Annual Global Finance Lecture, 29 October 2014, beschikbaar op: <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/speeches/2014/speech772.pdf>.
- Hall, P.A. (2013) The political origins of our economic discontents: contemporary adjustment problems in historical perspective blz. 129-149 in M. Kahler en D. Lake (red.) *Politics in the New Hard Times: The Great Recession in Comparative Perspective*, Ithaca: Cornell University Press.
- 't Hart, F.M.A. en C.E. Du Perron (2006) *De geïnformeerde consument. Is informatie-verstrekking een effectief middel om consumenten afgewogen financiële beslissingen te laten nemen?*, Deventer: Wolters Kluwer.
- 't Hart, M.C. (1993) *The making of a bourgeois state. War, politics and finance during the Dutch revolt*, Manchester: Manchester University Press.
- Helleiner, E. (1995) 'Explaining the globalization of financial markets: Bringing states back in', *Review of International Political Economy*, 2, 2: 315-341.
- Helleiner, E. (2014) *The status quo crisis. global financial governance after the 2008 financial meltdown*, Oxford: Oxford University Press.
- Helleiner, E. en S. Pagliari (2011) 'The End of an Era in International Financial Regulation? A Postcrisis Research Agenda', *International Organization* 65 (Winter): 169-200.
- Hemerijck, A. (2009) 'The Institutional Legacy of the Crisis of Global Capitalism' in A. Hemerijck, B. Knapen en E. van Doorne (red.) *Aftershocks – Economic Crisis and Institutional Choice*, Amsterdam: Amsterdam University Press.
- Hirschman, A.O. (1970) *Exit, voice and loyalty: Responses to decline of firms, organizations and states*, Cambridge (MA)/Londen: Harvard University Press.
- Holinski, N., C. Kool en J. Muysken (2012) 'Persistent macroeconomic imbalances in the Euro area: Causes and consequences', *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, januari/februari 2012, 94, 1: 1-20.
- Houben, A., R. Nijksens en M. Teunissen (red.) (2014) *Putting macroprudential policy to work*, Amsterdam: DNB.
- ICB (2011) *Final report recommendations*, Londen: Independent Commission on Banking.
- IMF (2010) *Kingdom of the Netherlands-The Netherlands: 'Financial sector assessment, preliminary conclusions by the staff of the international monetary fund'* Internationaal Monetair Fonds beschikbaar op <http://www.imf.org/external/np/ms/2010/121410.htm>
- IMF (2012) *The liberalization and management of capital flows: An institutional view*, Washington DC: Internationaal Monetair Fonds.

- Inklaar R., J. Maudos, J. Fernández de Guevara, en A. Meesters (2011) 'Construction of 'Indicators of financial development, banking efficiency, competition and integration' *INDICSER Discussion Paper* 3.
- Institute of International Finance (2011) *The cumulative impact on the global economy of changes in the financial regulatory framework*, Washington, DC: IIF.
- Jackson, G. en A. Petraki (2011) *Understanding short-termism: The role of corporate governance*, Stockholm: Glasshouse Forum.
- Jacobs, B. (2015) *De prijs van gelijkheid*, Amsterdam: Prometheus – Bert Bakker.
- Jansen, C. en M. Ligthart (2014) 'Spaaroverschot niet-financiële bedrijven: ontwikkelingen, oorzaken en gevolgen', CPB-achtergronddocument, 28 augustus 2014, Den Haag: Centraal Planbureau.
- Jansen, J., M.J. Bijlsma, M. Kruidhof en C. Pattipeilohy (2013) 'Financieringsproblemen in de hypotheekmarkt', *DNB Occasional Studies* 11.
- Jiménez, G., S. Ongena, J.-L. Peydró en J. Saurina (2014) 'Hazardous times for monetary policy: What do twenty-three million bank loans say about the effects of monetary policy on credit risk-taking?' *Econometrica* 82: 463-505.
- Jong, A.M. de (1967a) 'Geschiedenis van de Nederlandsche Bank, 1814-1864', Deel 1, Tweede Uitgave, Haarlem: Joh. Enschede en Zonen.
- Jong, A.M. de (1967b) 'Geschiedenis van de Nederlandsche Bank, 1814-1864', Deel 2, Tweede Uitgave, Haarlem: Joh. Enschede en Zonen.
- Jonker, J. (1996) *Merchants, bankers, middlemen. The Amsterdam money market during the first half of the nineteenth century*, Amsterdam: NEHA.
- Jonker, J. (1997) 'The alternative road to modernity. Banking and currency', 1814-1914. in 't Hart, M., J. Jonker en J.L. van Zanden (red.) *A Financial history of The Netherlands*, Cambridge, UK: Cambridge University Press.
- Jordà, O.M., M. Schularick en A.M. Taylor (2011) 'Financial crises, Credit booms, and external imbalances: 140 years of lessons', *IMF Economic Review*.
- Jordà, Ò., M. Schularick en A. M. Taylor (2013) 'When credit bites back', *Journal of Money, Credit and Banking*, 45: 3-28.
- Jordà, O.M., M. Schularick en A.M. Taylor (2014) 'The Great Mortgaging: Housing Finance, crises, and business cycles', NBER Working Paper 20501.
- Schumpeter Joseph, A. en H. Schwartz (2012) 'Housing, the welfare State, and the global financial crisis: What is the connection?', *Politics & Society*, 40, 1: 35-58.
- Kapstein, E.B. (1994) *Governing the global economy. international finance and the state*, Cambridge (MA)/Londen: Harvard University Press.
- Kay, J. (2003) *The truth about markets. Why some nations are rich and most remain poor*, Londen: Allen Lane.
- Kay, J. (2012) *The Kay review of UK equity markets and long-term decision making, final report*, Londen.
- Kindleberger, C. (1984) *A financial history of Western Europe, Londen en New York*: Routledge.
- King R.G. en R. Levine (1993) 'Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right', *The Quarterly Journal of Economics* 108, 3: 717-737.

- Klein, D.K.R. (1995) *The banking systems of the EU member states*, Cambridge: Woodhead Publishing Ltd.
- Kliman, A. en S. D. Williams (2015) 'Why 'financialization' hasn't depressed US productive investment', *Cambridge Journal of Economics*, 39, 1: 67-92.
- Kneer, Ch. (2013) 'Finance as a magnet for the best and brightest: Implications for the real economy', DNB Working Paper 392.
- Kregel, J.A. (1997) The role of 1930s regulation in the development of financial markets in postwar United States, Germany and Great Britain blz. 256-309 in D.J. Forsyth en T. Notermans (red.) *Regime Changes. Macroeconomic Policy and Financial Regulation in Europe from the 1930s and 1990s*, Oxford: Berghahn Books.
- Kremer, M., M. Bovens, E. Schrijvers en R. Went (red.) (2014) 'Hoe ongelijk is Nederland? Een verkenning van de ontwikkeling en gevolgen van economische ongelijkheid', *WRR-verkenning nr. 28*, Amsterdam: Amsterdam University Press.
- Kupers, R., A. Faber en A.M. Idenburg (2015) *Wie is de wolf?* beschikbaar op http://www.rolandkupers.com/wp/wp-content/uploads/2015/11/Wie-is-de-Wolf_final.pdf
- Kymmell, J. (1996) 'Geschiedenis van de algemene banken 1860-1914', Deel II-A+B. Amsterdam.
- Landes, D.S. (1969) *The unbound prometheus. Technological change and economic development in Western Europe from 1750 to the present*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Lane, Ph. en G. Milesi-Ferretti (2007) 'The external wealth of nations mark II: Revised and extended estimates of foreign assets and liabilities, 1970-2004', *Journal of International Economics*, 73: 223-250.
- Langedijk S., G. Nicodème, A. Pagano en A. Rossi (2015) 'Debt bias in corporate income taxation and the costs of banking crises', CEPR Discussion Paper, 10616, Londen: Center for Economic Policy Research.
- Lannoo, K. en M. Levin (2004) 'Securities market regulation in the EU. Everything you always wanted to know about the Lamfalussy procedure', *CEPS Research Report in Finance and Banking*, 33.
- Larosière, de, J. (2009) *The high-level group on financial supervision in the EU-report*, Brussel: Europese Commissie.
- Laux, C. en C. Leuz (2009) 'The Crisis of Fair-Value Accounting: Making Sense of the Recent Debate', *Accounting, Organizations and Society*, 34, blz. 826-834.
- Lazonick, W. en M. O'Sullivan (2000) 'Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance', *Economy and Society*, 29, 1: 13-35.
- Lejour, A. en M. van 't Riet (2015) 'Kapitaalbelasting nu een lappendeken: opbrengsten relatief laag', CPB Policy Brief 2015/16, Den Haag: Centraal Planbureau.
- Lenior, O.J.P. (1999) Perspectieven voor een Europese onderhandse kapitaalmarkt, *Onderzoeksrapport WO&E nr. 575*, Amsterdam: De Nederlandse Bank.
- Levine, R. (1997) 'Financial development and economic growth', *Journal of Economic Literature*, vol. xxv- June: 688-726.

- Liikanen, E. [High-level expert group on reforming the structure of the EU banking sector] (2012) *Final Report*, Brussel: Europese Commissie.
- Lukkezen, J. en A. Elbourne (2015) 'De Nederlandse Consumptie. Goede Tijden, Slechte Tijden', CPB-policy brief, 2015/03, Den Haag: Centraal Planbureau.
- M&O (2014) '*Van M&O naar Bedrijfseconomie, ondernemerschap en financiële zelfredzaamheid*', Eindrapport van de vakvernieuwingscommissie M&O, oktober.
- MacKenzie, D. (2003) 'Long-Term Capital Management and the sociology of arbitrage', *Economy and Society* 32, 3: 349-380.
- Manove, M. A., A. J. Padilla, en M. Pagano (2001) 'Screening: A Model of lazy banks.', *RAND Journal of Economics* 32, 4: 726-744.
- May, R.M., S.A. Levin en G. Sugihara (2008) 'Complex systems: Ecology for bankers', *Nature*, 451: 893-895.
- Mayer, C. (1988) 'New Issues in corporate finance', *European Economic Review*, 32, 5: 1167-1189.
- McCauley, R., P. McGuire, en G. von Peter (2010) 'The architecture of global banking: From international to multinational?', *BIS Quarterly Review*, March 2010.
- MCCG (2016) *De Nederlandse Corporate Governance Code: Een voorstel voor herziening*, Monitoring Commissie Corporate Governance Code, 11 februari 2016, Den Haag: MCCG, beschikbaar op <http://www.commissiecorporategovernance.nl/download/?id=2786>
- McNamara, K. (1999) *The currency of ideas. Monetary politics in the European Union*, Ithaca: Cornell University Press.
- McPhilemy, S. (2014) 'Integrating rules, disintegrating markets: The end of national discretion in European banking?', *Journal of European Public Policy*, 21, 10: 1473-1490.
- Merton, R.C. en Z. Bodie (1995) A conceptual framework for analyzing the financial environment in Crane et.al. (red.) *The global financial system, a functional perspective*, Boston: Harvard Business School Press.
- Ministerie van Financiën (2013) *Kabinetsvisie Nederlandse Bankensector*, Den Haag: Ministerie van Financiën.
- Ministerie van Financiën (2016) *Kamerbrief over toetreding financiële sector van nieuwe spelers*, 9 juni.
- Minsky, H. (1980) 'Capitalist Financial Processes and the Instability of Capitalism', *Journal of Economic Issues* 14: 505-523.
- Mokyr, J. (1992) *The lever of riches. Technological creativity and economic progress*, Oxford: Oxford University Press.
- Monfort, C. van, H. Griffioen, M. Bokhorst, W. Asbeek Brusse (2014) *Op maat voor later: Maatschappelijke initiatieven op de snijvlakken van wonen, zorg en pensioenen, WRR-verkenning nr 29*, Amsterdam: Amsterdam University Press.
- Monnet, E., S. Pagliari en S. Vallée (2014) 'Europe between financial repression and regulatory capture', Bruegel Working Paper, 2014/o8.
- Mooij, R.A. de (2011) 'Tax biases to debt finance: Assessing the problem, finding solutions' IMF Staff Discussion Note 11, Washington DC: Internationaal Monetair Fonds.

- Mügge, D.K. (2010) *Widen the market, narrow the competition. Banker interests in the making of a European capital market*, Colchester: ECPR Press.
- Mügge, D.K. (2011) 'From pragmatism to dogmatism: European Union governance, policy paradigms and financial meltdown', *New Political Economy* 16, 2: 185-206.
- Mügge, D.K. (red.) (2014) *Europe and the governance of global finance*, Oxford: Oxford University Press.
- Mügge, D.K. en B. Stellinga (2015) 'The unstable core of global finance: Contingent valuation and governance of international accounting standards', *Regulation and Governance* 9, 1: 47-62.
- Muller, P., S. Devnani, R. Heys en J. Suter (2014) *Consumer protection aspects of financial services*, Brussel: European Parliament Policy Department A: Economic and Scientific Policy.
- Neal, L. (1990) *The rise of financial capitalism. Capital markets in the age of reason*, Cambridge UK: Cambridge University Press.
- NIBUD (2014) *Overkoepelende blik op de omvang en preventie van schulden in Nederland*, Utrecht: NIBUD.
- Niepmann, F. (2011) 'Banking across borders', DNB Working Paper 325.
- Niepmann, F. en T. Schmidt-Eisenlohr (2014) *No guarantees, no trade: How banks affect export patterns*, Federal Reserve Bank of New York.
- North, D. en B. Weingast (1989) 'The evolution of institutions governing public choice in 17th century England', *Journal of Economic History* 49: 803-832.
- NVB (2013) *Een nieuwe balans. Naar een dienstbare, stabiele en competitieve bankensector*, Amsterdam: Nederlandse Vereniging van Banken.
- OESO (1992) *Banks under stress*, Parijs: Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling.
- OESO (2000) *The service economy*, Parijs: Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling.
- OESO (2010) *Economic surveys: Netherlands*, Parijs: Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling.
- OESO (2011) *OECD at 50. Evolving paradigms in economic policy making*, OECD Economic Outlook volume 2011/1.
- OESO (2011) *Promoting Longer Term Investment by Institutional Investors: Selected Issues and Policies*, OECD Discussion note, Parijs: Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling.
- OESO (2014) *OECD Economic surveys: Overview of The Netherlands 2014*, Parijs: Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling.
- OESO (2015) 'Finance and inclusive growth', *OECD Economic Policy Papers*, nr. 14, Parijs: Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling.
- OESO (2016) *Economic survey of The Netherlands 2016 (maart)*, Parijs: Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling.
- Olesiński, B., P. Opala, M. Rozkrut en A. Torój (2014) *Short-termism in business: Causes, mechanisms and consequences*, EY Poland.
- Omzigt, P. (2013) *Derivaten beheersen*, Nota derivatengebruik, *Kamerstukken II*, 33741.

- Orhangazi, Ö. (2008) 'Financialisation and capital accumulation in the non-financial corporate sector: a theoretical and empirical investigation on the US economy, 1973-2003', *Cambridge Journal of Economics*, 32, 6: 863-886.
- Ötoker-Robe, I., A. Narain, A. Llyina en J. Surti (2011) 'The too-important to fail conundrum: Impossible to ignore and difficult to resolve', IMF Staff Discussion note.
- Oudhuis, I. (2013) 'Toename van derivaten in de langdurige zorg', *Spotlight* 20, 1: 36-39.
- Pagliari, S. (2012) 'Who governs finance? The shifting public-private divide in the regulation of derivatives, rating agencies and hedge funds', *European Law Journal* 18, 1: 44-61.
- Parlementaire Enquêtecommissie Financieel Stelsel (2012) *Verloren Krediet II – de balans opgemaakt*, Tweede Kamer, vergaderjaar 2011-2012, 31 980, nr. 61.
- Parlementaire Enquêtecommissie Woningcorporaties (2014) *Parlementaire Enquête Woningcorporaties*, Den Haag: Sdu.
- Philippon, T. en A. Reshef (2012) 'Wages and human capital in the US Finance industry: 1909-2006', *The Quarterly Journal of Economics*, 127, 4: 1551-1609.
- PO-Raad (2015) 'Volledige doordecentralisatie van onderwijshuisvesting'.
- Porter, T. (2005) *Globalization and finance*, Cambridge: Polity Press.
- Posner, E. (2010) 'The Lamfalussy process: Polyarchic origins of networked financial rulemaking in the EU blz. 43-60 in Sabel, C.F. en J. Zeitlin (red.) *EU Governance: Towards a New Architecture?*, Oxford: Oxford University Press.
- Posthuma, J. (1955) 'Tien jaar Herstelbank, blz 1-45 in *Tien jaar economisch leven in Nederland. Herstelbank 1945-1955*, Den Haag: Martinus Nijhoff.
- Potters, J. en H. Prast (2009) 'Gedragseconomie in de praktijk blz. 47-64 in W.L. Tiemeijer, C.A. Thomas en H.M. Prast (red.) *WRR-verkenning 22 De menselijke beslisser: over de psychologie van keuze en gedrag*, Amsterdam: WRR/ Amsterdam University Press.
- Pozen, R. en L. Goodman (2012) 'Capping the deductibility of corporate interest expense'. *Tax Notes*, Special Report: 1207-1224.
- PWC (2007) *Kosten en baten van ondernemingspensioenfondsen*, PriceWaterhouseCoopers, beschikbaar op http://www.pensioenfederatie.nl/Document/Publicaties/Uitgaven/OPFrapport_Kosten_en_baten_ondernemingspensioenfondsen.pdf.
- PWC (2011) *PWC valuation index. Tracking the market to understand value*, PriceWaterhouseCoopers.
- PWC (2015) *Beyond their borders. Evolution of foreign investment by pension funds*, Luxemburg: PriceWaterhouseCoopers.Cox.
- Quaglia, L. (2009) 'The politics of regulating credit rating agencies in the European Union'. Working Paper, Brighton: CGPE, University of Sussex.
- Reinhart, C. en K. Rogoff (2009) *This time is different: Eight centuries of financial folly*, Princeton: Princeton University Press.
- Reinhart, C. M., V. R. Reinhart en K. S. Rogoff (2012) 'Public debt overhangs: Advanced-economy episodes since 1800' *Journal of Economic Perspectives* 26, 3: 69-86.
- Riley, J. (1980) *International government finance and the Amsterdam capital market*. Cambridge, UK: Cambridge University Press.
- Roe, J. en M. Troke (2016) 'Degradation of the financial system due to the structure of corporate taxation', Law Working Paper No 317/2016, ECGI.

- Rousseau, P. en P. Wachtel (2011) 'What is happening to the impact of financial deepening on economic growth?' *Economic Inquiry*, 49: 276-288.
- Ruggie, J.G. (1982) 'International regimes, transactions, and change: Embedded liberalism in the postwar economic order', *International Organization* 36, 2: 379-415.
- Schelkle, W. (2012) 'In the spotlight of crisis: how social policies create, correct, and compensate financial markets', *Politics & Society*, 40, 1: 3-8.
- Schepens, G. (2016) 'Taxes and bank capital structure' *Journal of Financial Economics* 120: 585-600.
- Schoenmaker, D. (2011) 'The European Banking Landscape after the Crisis', *DSF Policy Paper Series*, no. 12.
- Scholte, J.A. (2002) 'Governing Global Finance', *CSGR Working Paper*, no. 88/02.
- Scholte, J.A. (2013) 'Civil Society and Financial Markets: What is not Happening and Why?', *Journal of Civil Society* 9, 1: 129-147.
- Schularick, M. (2011) 140 years of financial crises: Old dog, new tricks blz. 45-67 in De Gruyter (red.). *Jahrbuch für Wirtschaftsgeschichte / Economic History Yearbook*, vol. 52, 1.
- Schularick, M. en T.M. Steger (2006) 'Does financial integration spur economic growth? New evidence from the first era of financial globalization', CESifo working papers, 1691.
- Schularick, M. en A.M. Taylor (2012) 'Credit booms gone bust: Monetary policy, leverage cycles, and financial crises, 1870-2008', *American Economic Review*, 102, 2: 1029-61.
- Schumpeter, J.A. (1934) *The theory of economic development: An inquiry into profits, capital, credit, interest, and the business cycle*, Transaction Publishers.
- Schwartz, H. (2012) 'Housing, the welfare state, and the global financial crisis: What is the connection?', *Politics & Society*, 40, 1: blz. 35-58.
- SER (2008) *Duurzame globalisering. Een wereld te winnen*, Den Haag: Sociaal-Economische Raad.
- SER (2010) *Overheid én markt. Het resultaat telt! Voorbereiding bepalend voor success*, Den Haag: Sociaal-Economische Raad.
- SER (2013) *De Nederlandse economie in stabielere vaarwater*, Den Haag: Sociaal Economische Raad.
- SER (2014) *Verbreiding en versterking financiering MKB*, Den Haag: Sociaal-Economische Raad.
- SER (2015) *Toekomst pensioenstelsel – Advies 15/01*, Den Haag: Sociaal-Economische Raad.
- Simmons, B.A. (1996) 'Rulers of the game: Central Bank independence during the interwar years', *International Organization*, 50, 3: 407-443.
- Slager, A. (2004) *Banking Accross Borders*. In: ERIM Ph.D. *Series Research in Management* 41.
- Smits, J.P., E. Horlings en J.L. van Zanden (2000) 'Dutch GNP and its components, 1800-1913, Groningen: Groningen growth and development centre', *Monograph Series* No. 5.
- Stephanou, C. (2010) 'Rethinking market discipline in banking. Lessons from the financial crisis', World Bank Policy Research Paper 5227.

- Stockhammer, E. (2004) 'Financialization and the slowdown of accumulation', *Cambridge Journal of Economics* 28, 5: 719-741.
- Stoffer, J. (1986) *Het ontstaan van de NMB*, Deventer: Kluwer.
- Story, J. en I. Walter (1997) *The political economy of financial integration in Europe: The battle of the systems*, Cambridge: MIT Press.
- Sy, A.N.R. (2009) 'The systemic regulation of credit rating agencies and rated markets', IMF Workingpaper WP/09/129, Washington: Internationaal Monetair Fonds.
- Tarullo, D. (2008) *Banking on basel. The future of international financial regulation*, Washington DC: Peterson Institute for International Economics.
- Taylor, A. (2012) 'The great leveraging', NBER Working Paper No. 18290, Cambridge Mass., NBER.
- Temin, P. (1993) 'Transmission of the Great Depression', *Journal of Economic Perspectives*, 7: 87-102 (Spring).
- Tiemeijer, W. (2016) *Eigen schuld?: Een gedragswetenschappelijk perspectief op problematische schulden*, WRR-verkenning 33, Amsterdam: Amsterdam University Press.
- Tiemeijer, W.L., C.A. Thomas en H.M. Prast (red.) (2009) *De menselijke beslisser: Over de psychologie van keuze en gedrag*. WRR-verkenning nr. 22, Amsterdam: Amsterdam University Press.
- Tijdelijke Commissie Huizenprijzen (2013) *Eindrapport van de tijdelijke commissie huizenprijzen*, Tweede Kamer, vergaderjaar 2012-2013, 33 194, nr. 3.
- Tilburg, R. van (2012) *Het financiële overgewicht van Nederland over de noodzaak de banken af te laten slanken tot een gezonde omvang*, Amsterdam: Stichting Onderzoek Multinationale Ondernemingen (SOMO).
- Torre, de la A., E. Feyen en A. Ize (2011) 'Financial development structure and dynamics', Policy Research Working Paper 5854, Washington DC: Wereld Bank.
- Tracy, J.D. (1986) *A financial revolution in the Habsburg Netherlands: 'renten' and 'renteniers' in the county of Holland*, 1515-1565, Berkeley.
- Turner, A. (2010) What do banks do? What should they do? In Turner et al. (red.) *The Future of Finance*, Londen: London School of Economics.
- Turner, A. (2011) 'Reforming finance: Are we being radical enough?', Clare Distinguished Lecture in Economics and Public Policy, 18 February 2011.
- Turner, A. (2014) 'Escaping the debt addiction: Monetary and macro-prudential policy in the post crisis world', Speech given at the Centre for Financial Studies, Frankfurt, 10 februari 2014.
- Tweede Kamer (1995-1996) *Aanhangsel van de handelingen* 430, blz. 875.
- Underhill, G. (1997) The making of the European financial area: Global market integration and the EU single market for financial services blz. 101-123 in G. Underhill (red.) *The new world order in international finance*, Basingstoke: MacMillian.
- Underhill, G.R.D. (2014) 'The emerging post-crisis financial architecture: The path-dependency of ideational adverse selection', *The British Journal of Politics and International Relations* 17, 3: 1-33.
- Vanthoor, W. (2004) 'De Nederlandsche Bank 1814-1998', Amsterdam: Boom.

- Veer, K. van der, E. Klaaijsen en R. Roerink (2015) Scherper licht op financiële stabiliteitsrisico's van het schaduwbankwezen in *DNB Occasional Studies*, 13: 7.
- Verbond van Verzekeraars (2015) *Verzekerd van cijfers 2015*, Den Haag: Verbond van Verzekeraars.
- Verhoeven, W.H.J., C. van Essen, M. Folkeringa, A. Ruis en C.K. Smit (2010) *Het buffervermogen van het MKB. Omvang, achtergronden en een internationale vergelijking*, Zoetermeer: Panteia.
- Vermeulen, W. en J. Rouwendal (2007) 'Housing supply in the Netherlands', CPB Discussion paper nr. 87, Den Haag: Centraal Planbureau.
- Véron, N. (2014) 'The G20 Financial Reform Agenda after five years', Bruegel Policy Contribution, 11 september.
- Viñals, J., C. Pazarbasioglu, J. Surti A. Narain, M. Erbenova en J. Chow (2013) 'Creating a safer financial system: Will the Volcker, Vickers, en Liikanen structural measures help?', IMF Staff Discussion Note nr. 4.
- Vries, J. de (1994) 'Geschiedenis van de Nederlandsche Bank V, De Nederlandsche Bank van 1914 tot 1948. Trips tijdvak 1931-1948, onderbroken door de tweede wereldoorlog', *NIBE-bankhistorische reeks xv*, Amsterdam: Nederlands Instituut voor het Bank- en Effectenbedrijf.
- De Vries, P., P. van Dalen, R. Aalders en B. Giesbergen (2016) 'Nederlandse woningmarkt bouwt voor top gunstige marktomstandigheden', Kwartaalbericht woningmarkt 9 februari 2016, Rabobank Kennis en Economisch Onderzoek.
- Waarborgfonds Sociale Woningbouw (2011) Trendrapportage 2011 – 'Zekere Onzekerheden', Hilversum: Waarborgfonds Sociale Woningbouw.
- WEF (2015) *The future of financial services how disruptive innovations are reshaping the way financial services are structured, provisioned and consumed*, World Economic Forum, beschikbaar op <http://reports.weforum.org/future-of-financial-services-2015/>
- Werf, D.C.J. van der (1988) *De bond, de bank en de beurzen*, Amsterdam: NIBE.
- Westerhuis, G.K. (2008) *Conquering the American market. ABN AMRO, Rabobank and Nationale-Nederlanden working in a different business environment, 1965-2005*, Amsterdam: Boom.
- Wijzer in Geldzaken (2015) *Monitor financieel gedrag 2015*, Den Haag: Ministerie van Financiën.
- Willke, H., E. Becker en C. Rostásy (2013) *Systemic risk: The myth of rational finance and the crisis of democracy*, Frankfurt/New York: Campus Verlag.
- WRR (2012a) *Publieke zaken in de marktsamenleving*, WRR-Rapport 87, Amsterdam: Amsterdam University Press.
- WRR (2012b) *Wonen, zorg en pensioenen. Hervormen en verbinden*, Den Haag: Wetenschappelijke Raad voor het Regeringsbeleid.
- WRR (2013a) *Naar een lerende economie*, WRR-Rapport 90, Amsterdam: Amsterdam University Press.
- WRR (2013b) *Toeziën op publieke belangen*, WRR-rapport nr. 89, Amsterdam: Amsterdam University Press.

- WRR (2014a) *Met kennis van gedrag beleid maken*, WRR-rapport 92, Amsterdam: Amsterdam University Press.
- WRR (2014b) *Van tweeluik naar driehoeken*, WRR-rapport nr. 91, Amsterdam: Amsterdam University Press.
- WRR (2015) *Van incident naar preventie. Beperking en versterking van de relatie tussen intern en extern toezicht*, WRR-Policy Brief 3, Den Haag: Wetenschappelijke Raad voor het Regeringsbeleid.
- WSW (2011) *Trendrapportage woningcorporaties 2011: zekere onzekerheden*, Hilversum: Waarborgfonds Sociale Woningbouw.
- Xinzi, Z. (2013) *AIG, Credit default swaps and the financial crisis*, New York, NY: The Risk Management Society.
- Zanden, J.L. van en A. van Riel (2004) *The strictures of inheritance. The Dutch economy in the nineteenth century*, Princeton: Princeton University Press.
- Zanden, J.L. van (1988) 'De dans om de gouden standaard. Economisch beleid in de depressie van de jaren dertig', Rede uitgesproken ter aanvaarding van het ambt van gewoon hoogleraar in de economische en sociale geschiedenis aan de faculteit der letteren en de faculteit der economische wetenschappen en econometrie van de Vrije Universiteit te Amsterdam op 18 mei 1988.
- Zanden, J.L. van (1997a) *Een klein land in de twintigste eeuw. Economische geschiedenis van Nederland 1914-1995*, Utrecht: Het Spectrum.
- Zanden, J.L. van (1997b) Old rules, new conditions, 1914-1940 blz. 124-151 in 't Hart, M., J. Jonker en J.L. van Zanden (red.) *A financial history of The Netherlands*. Cambridge, UK: Cambridge University Press.
- Zingales, L. (2015) 'Presidential address: Does finance benefit society?', *Journal of Finance* Volume 70, 4: 1327-1363.
- Zwan, N. van der (2014) 'Making sense of financialization', *Socio-economic Review* 12, 1: 99-129.