



# **DE LESSEN VAN DE CRISIS VAN 2008: ZIJN ZE GELEERD EN IN DE PRAKTIJK GEBRACHT?**

## **Achtergronddocument**

voor de SFL publicatie 'Werk in Uitvoering; De visie van het Sustainable Finance Lab, 10 jaar na het begin van de financiële crisis'

**Rens van Tilburg, Harald Benink, Dirk Bezemer,  
Arnoud Boot, Clemens Kool en Dirk Schoenmaker**

Juni 2018

### **Colofon:**

Dit is een uitgave van het Sustainable Finance Lab.

Doel van het Sustainable Finance Lab is een stabiele en robuuste financiële sector die bijdraagt aan een economie die de mens dient zonder daarbij zijn leefmilieu uit te putten. Hiertoe ontwikkelen wij ideeën en bieden wij een platform om deze ideeën te bespreken. SFL is een brug tussen de academische wereld en de praktijk; wij brengen wetenschappers in gesprek met financiële professionals, toezichthouders, beleidsmakers en andere bij een duurzame financiële sector betrokkenen.

De leden van het Sustainable Finance Lab zijn Peter Blom (Triodos bank, voorzitter), Arnoud Boot (UvA, voorzitter), Harald Benink (TU), Dirk Bezemer (RUG), Klaas van Egmond (UU), Ewald Engelen (UvA), Marleen Janssen Groesbeek (Avans), Arjo Klamer (EUR), Clemens Kool (MU), Karen Maas (EUR), Mark Sanders (UU), Hans Schenk (UU), Esther-Mirjam Sent (KUN), Dirk Schoenmaker (EUR), Irene van Staveren (EUR), Rens van Tilburg (UU), Bert de Vries (UU) en Herman Wijffels.

## Hoofdpunten van de SFL-publicatie 'Werk in Uitvoering; De visie van het Sustainable Finance Lab, 10 jaar na het begin van de financiële crisis'

10 jaar geleden ervaaarde onze generatie hoe een excessieve financiële dynamiek economie en samenleving kan ontwrichten.

In de opgaande fase van de financiële cyclus stijgen, met de kredietverlening, de prijzen van vastgoed, aandelen en andere vermogenstitels. Dat vergroot het optimisme, jaagt de economie verder aan en daarmee de vraag naar krediet. Daarvan gaat een steeds groter deel naar de aankoop van vermogenstitels en consumptie, in plaats van naar productieve investeringen. De financiële sector komt zo steeds meer los van de reële economie, en groeit tot ver boven haar stand. Door de stijgende prijs van het onderpand lijkt de kredietverlening verantwoord. Totdat het sentiment keert en de financiële cyclus aan zijn neergang begint, zoals hij dat al zo vaak heeft gedaan, in een vicieuze cirkel van dalende vermogensprijzen, afnemend krediet en oplopende werkloosheid. Dan worden de buffers, die in de goede tijd overbodig leken, jammerlijk gemist.

De gevolgen zijn tot vandaag de dag voelbaar en zichtbaar: in politieke instabiliteit en in de grote schuldenlast van landen, huishoudens en bedrijven. De crisis was zo heftig doordat de nieuwe informatietechnologie een sterk gedereguleerde financiële wereld internationaal verbond en de financiële dynamiek sterk versnelde. De financiële cyclus werd steeds heviger.

Nu, 10 jaar later, is de dynamiek van de financiële sector nog altijd groot en onvoorspelbaar. Veel nieuwe regels zijn ingevoerd, maar fundamentele hervormingen zijn uitgebleven. Banken en financiële markten zijn nog altijd nauwelijks te overzien. Wereldwijd zijn de totale schulden verder toegenomen. De financiële cyclus is nog niet beteugeld. We onderkennen nog altijd onvoldoende het bijzondere karakter van de financiële sector. Een sector die ankers en grenzen behoeft om verbonden te blijven met de reële economie. Het huidige financieel stelsel is uiteindelijk onhoudbaar en zal zonder ingrijpende maatregelen de samenleving verder ontwrichten.

Borging van essentiële publieke belangen is nodig, zodat private risico's ook privaat blijven. Geen financiële instelling mag *'too big to fail'* zijn, noch de sector *'too complex to fail'*. Een financieel ecosysteem is ook alleen robuust en veerkrachtig als het voldoende divers is.

Alleen dan kan de financiële sector de noodzakelijke ruimte krijgen om te ondernemen en om in te spelen op de snelle en fundamentele technologische en (geo)politieke ontwikkelingen. Ruimte om de ondernemers van krediet te voorzien die de economie op een nieuwe duurzame wijze vormgeven.

Dit vereist een brede maatschappelijke agenda en samenwerking door de gebruikelijke silo's heen. Want niet alleen kan de financiële cyclus de samenleving ontwrichten, andersom is een stabiele financiële sector onmogelijk zonder een stabiele en inclusieve samenleving en een evenwichtig maatschappelijk krachtenspel. Dat vereist een vermindering van de nu oplopende sociale en ecologische spanningen in de samenleving. Daarvoor is een samenspel

nodig tussen financiële sector en samenleving. Alleen zo ook, kan sprake zijn van vertrouwensherstel tussen sector en samenleving.

Nederland moet voorop gaan, juist omdat het extra kwetsbaar is met zijn grote financiële sector en grote afhankelijkheid van bancaire financiering. Het Sustainable Finance Lab beveelt daarom aan:

- Structurele ingrepen die aanzetten tot verantwoord handelen. Zoals een veilige stallingsmogelijkheid voor geld (depositobank), een publiek verankerd betalingssysteem en meer financiering met eigen vermogen in de hele samenleving. Een fundamentele (her)ontdekking van de maatschappelijke waarde van risicodragend (eigen) vermogen is nodig.
- Verbinding financiële sector en samenleving. Onder andere door een duidelijke maatschappelijk georiënteerde *purpose* van financiële instellingen en door in het toezicht op financiële instellingen de invloed van andere belanghebbenden dan aandeelhouders te vergroten.
- Een evenwichtig maatschappelijk krachtenspel. Door onder meer een grotere betrokkenheid van maatschappelijke organisaties bij de financiële sector en een bredere en meer stabiele betrokkenheid van het parlement.
- Een toezichthouder met voldoende instrumenten. Veranker macro prudentieel beleid steviger in andere beleidsterreinen en geef de toezichthouder voldoende instrumenten om de financiële cyclus in te tomen, zoals het variëren van hypotheekleennormen.

## Inhoud

<b>Hoofdpunten van de SFL-publicatie ‘Werk in Uitvoering;</b>	<b>3</b>
<b>1. Inleiding</b>	<b>7</b>
<b>2. De lessen van de crisis</b>	<b>8</b>
Het vertrouwen verdamppt	8
De Amerikaanse crisis van 2008	8
De eurocrisis van 2010	10
Een crisis van eigen bodem	13
<b>3. De crisis constante: de financiële cyclus</b>	<b>18</b>
De financiële cyclus bestaat, maar kan ingetoomd	23
De lessen	24
<b>4. Hebben wij de lessen geleerd?</b>	<b>27</b>
Regelgevend kader zet nog onvoldoende aan tot verantwoord gedrag	27
Meer, maar nog altijd te weinig, risicodragend vermogen	27
Geen scheiding spaargeld en zakenbankieren	30
Een wat kleinere maar niet veel diverser financiële sector	31
Beloningsbeleid is gematigd, bestraffing nauwelijks plaatsgevonden	32
Financiële sector blijft te dominant	33
Politiek	33
Aandeelhouders	34
Burger en maatschappelijke organisaties	35
Wetenschap en onderwijs	36
Financiële sector zoekt nieuwe rol in samenleving	37
Een sterk mandaat voor de toezichthouder, maar nog niet de instrumenten	39
<b>5. Financiële sector en samenleving 10 jaar later</b>	<b>42</b>
Financiële cyclus wereldwijd nog niet getemd	42
Nederlandse schulden stabiel op hoog niveau	49
De financiële sector van Nederland	52
Maatschappelijk resultaat	54
Productiviteitsstijging blijft beperkt	54
Ongelijkheid neemt toe	55
Ecologische spanningen lopen op	57
<b>Literatuur</b>	<b>60</b>



## 1. Inleiding

Nu bijna tien jaar geleden barstte, met de val van de Amerikaanse zakenbank Lehman Brothers, de financiële crisis in volle hevigheid los. Een crisis die al meer dan een jaar sluimerde en in de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk meerdere financiële instellingen had doen omvallen. Na de val van Lehman Brothers moesten overheden overal ter wereld (schaduw)banken en verzekeraars te hulp schieten.

Al snel liep de werkloosheid op. Eerst in de VS, na het uitbreken van de eurocrisis vooral in Europa, waaronder Nederland. Het vertrouwen in het financieel systeem wankelde. Net als het vertrouwen in de politiek. In veel landen versnelde de opkomst van protestpartijen. Voor de toekomst van de euro, en daarmee de Europese Unie, werd gevreesd.

Inmiddels lijken de economieën weer aan de beterende hand. De werkloosheid is in veel landen gedaald naar het niveau van voor 2008. Huizenprijzen en aandelenkoersen breken nieuwe records.

Is de financiële crisis daarmee geschiedenis? Rest ons niets dan de herinnering aan tien slechte en angstige jaren? Zijn we met de schrik vrijgekomen en hebben we onze lessen geleerd en in de praktijk gebracht? Dat zijn de vragen die het Sustainable Finance Lab hier van een antwoord probeert te voorzien.

‘Probeert’, want het wereldwijd verbonden financieel systeem, met haar hoge mate van complexiteit en snelle transformaties, laat zich slecht begrijpen en nog veel slechter voorspellen. Uiteindelijk is de ontwikkeling van het financieel systeem een afgeleide van het gedrag van vele actoren: van de centrale bankiers van ECB en Fed, van de dertig wereldwijde systeembanken tot de duizenden fintechs. En natuurlijk van de miljarden mensen die dagelijks beslissen over de aanwending van hun geld. Actoren die allemaal, op meer en minder voorspelbare wijze, reageren op nieuwe inzichten, nieuwe regels en op elkaar.

Wij hebben geprobeerd door deze complexiteit heen te kijken, de belangrijkste drijvers van financiële instabiliteit aan te wijzen en de belangrijkste verbanden te duiden. Waar mogelijk doen we dat met verwijzing naar wetenschappelijke studies.

In het volgende hoofdstuk kijken we naar wat er voor 2008 is gebeurd en analyseren we de crisis. In het derde hoofdstuk trekken we lessen uit de crisis. Wat moet anders? Het vierde hoofdstuk bekijkt in hoeverre we die in de praktijk hebben gebracht: wat is er veranderd in regulering, toezicht en bestuur van financiële instellingen? Het vijfde hoofdstuk kijkt naar het resultaat van dit alles voor financiële sector en samenleving. Hoe staan die er voor, 10 jaar na het losbarsten van de crisis?

Zo krijgen we scherp in beeld welke veranderingen er verder nodig zijn om te komen tot een financiële sector die vanuit maatschappelijk perspectief goed functioneert. Op basis van dit achtergronddocument heeft het SFL haar conclusies getrokken aanbevelingen geformuleerd aan de sector, beleidsmakers en toezichthouders. Deze publicatie, ‘Werk in uitvoering’, kunt u op de site van het Sustainable Finance Lab vinden. De hoofdpunten daarvan zijn ook voor in deze publicatie te vinden.

## 2. De lessen van de crisis

### Het vertrouwen verdamppt

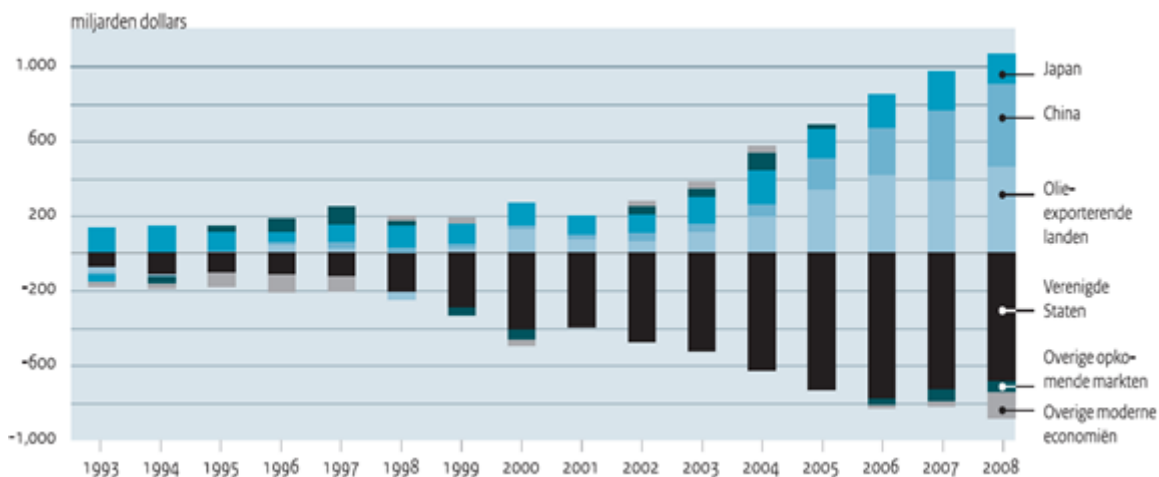
15 september 2008 markeert de start van de mondiale financiële crisis. Nadat Lehman Brothers omvalt verdwijnt het vertrouwen tussen financiële instellingen. Banken willen geen geld meer aan elkaar uitlenen. Bij centrale banken en op ministeries komen scenario's op tafel waarin de pinautomaten leeg blijven en het betalingsverkeer tot stilstand komt. Precies een jaar eerder vormden zich lange rijen van spaarders bij de vestigingen van de Britse hypotheekbank Northern Rock. Gevreesd werd voor *bankruns*, waarbij bezorgde spaarders hun spaargeld opnemen, banken zo hun financiering ontnemend. Om dat te voorkomen reageren overal in de wereld overheden en centrale banken met steun aan banken, verzekeraars en schaduwbanken. Private instellingen die tot 2007 hun beurskoersen enorm zagen stijgen belandden in publieke. De Nederlandse overheid werd eigenaar van Fortis en de ABN Amro bank, verstrekte kapitaal aan ING, AEGON en SNS Reaal en garandeerde de spaartegoeden van de Nederlandse tak van het IJslandse bank Icesave.

### De Amerikaanse crisis van 2008

Hoe hadden private banken en financiële markten zo kunnen falen? De eerste rapporten over de oorzaken van de crisis wezen eensgezind naar de combinatie van internationale macro economische onevenwichtigheden, stijgende handelsoverschotten en -tekorten, deregulering en snelle financiële innovaties als de hoofdoorzaken van de crisis. Grote hoeveelheden geld uit de olie exporterende landen, China en Japan vonden hun weg naar vooral de VS. Ook het VK, Ierland en Spanje hadden relatief grote tekorten op de betalingsbalans (Larosiere 2009, Turner 2009, de Wit 2010).

## Voor 2008 groeiden de onevenwichtigheden tussen landen snel

### Groei van overschotten en tekorten op de lopende rekeningen van landen



Bron: Turner (2009) en De Wit (2010)

Dat geld vond haar weg naar steeds minder kredietwaardige bedrijven, huishoudens (de *subprime* hypotheeklen in de VS) en landen. Dat gebeurde via nieuwe financiële producten, mogelijk gemaakt door nieuwe informatie technologieën, die ook nog eens in toenemende mate werden verhandeld tussen financiële instellingen zonder dat bekend was wie wat in de boeken had staan.

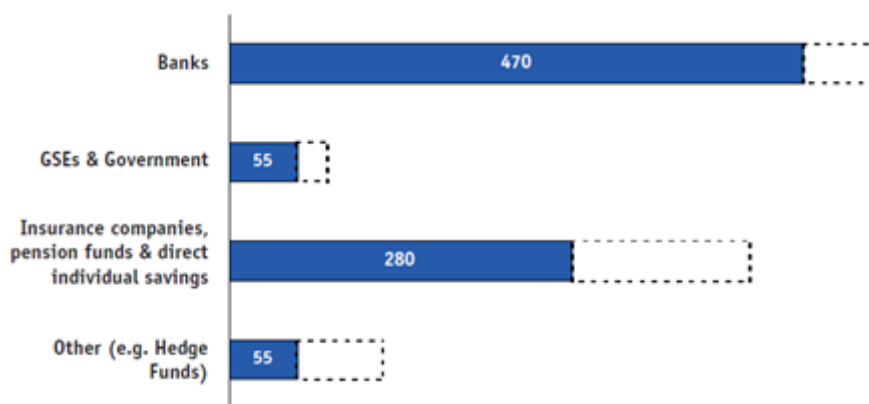


De nieuwe financiële producten onttrokken zich veelal aan bestaande regelgeving. De tijdsgeest was er ook niet naar om deze alsnog te reguleren. Breed was er een geloof in perfect of efficiënt werkende financiële markten. Toezichthouders beconcurrerden elkaar met wat heette *'light touch regulation'*. De gedachte was daarbij dat toezichthouders al snel in de weg lopen van de slimmere, want beter betaalde, mensen uit de private financiële sector.

Dit alles gebeurde onder het mom van risicospreiding. Maar toen de problemen boven water kwamen bleken banken toch het merendeel van de risico's nog op hun balans te hebben. Banken verkochten niet alleen hun leningen (*'originate to distribute'*), ze kochten ze ook van anderen om daar handel mee te drijven (*'acquire and arbitrage'*). De risico's bleken niet zozeer beter gespreid, maar vooral beter verstopt te zijn.

## De kredietverliezen bleken in 2008 toch vooral bij banken te zitten

### Geschatte verliezen gesecuritiseerde kredieten VS in april 2008



Bron: IMF (2008)

Doordat niemand meer wist waar de verliezen zaten droogde de kortdurende financiering van banken vrijwel helemaal op. De door de Europese Commissie ingestelde commissie de Larosiere (2009) concludeerde: "Financiële markten zijn afhankelijk van vertrouwen, maar veel van dit vertrouwen is verdampt". De parlementaire commissie de Wit noemde haar rapport uit 2010 'Verloren krediet'.

#### De "gebrekkige ideologie" van de belangrijkste toezichthouder

Kort na het ineenstorten van financiële markten en instellingen gaf oud Fed-voorzitter Alan Greenspan, de meest invloedrijke financieel toezichthouder van de boom jaren, in een hoorzitting voor het Amerikaanse congres aan hoezeer zijn denken gebaseerd was op een gebrekkige (*'flawed'*) ideologie die te veel vertrouwen had in de zelf corrigerende werking van markten: *"I made a mistake in presuming that the self-interests of organisations, specifically banks and others, were such that they were best capable of protecting their own shareholders and their equity in the firms."* Greenspan gaf aan in een staat van *"shocked disbelief"* te verkeren: *"This modern risk-management paradigm held sway for decades (...) The whole intellectual edifice, however, collapsed in the summer of last year."*

De deregulering was echter niet alleen het gevolg van een onbegrensd vertrouwen in de werking van vrije markten. Een achterliggende oorzaak waar met name in de VS op werd gewezen was de snel gegroeide inkomens- en vermogensongelijkheid. In de VS bereikte de inkomensongelijkheid voor 2008 hoogtes die sinds kort voor de Grote Depressie niet meer waren bereikt. In combinatie met de politieke belofte om het eigenhuizenbezit te vergroten vormde dit een explosief mengsel.

### De American Dream van een eigen woning: *building better citizens*

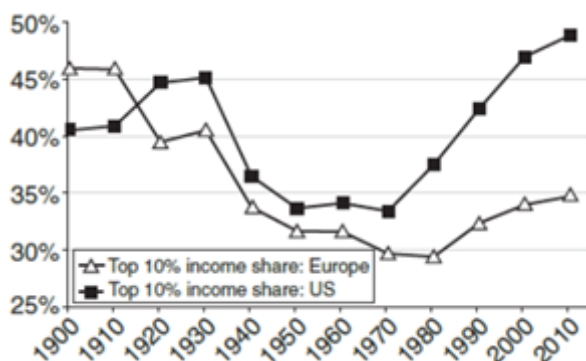
Sinds midden jaren '90 steeg het aantal huiseigenaren in de VS snel. In 1995 ontvouwde president Bill Clinton zijn *National Homeownership Strategy*, 100 maatregelen om binnen zes jaar het huiseigenaarschap naar het hoogste niveau ooit te brengen. Dat lukte. Clinton noemde huiseigendom iets waar Amerikanen recht op hebben als onderdeel van de *American dream*: "*Home ownership encourages savings and investment. (...) When we boost the number of homeowners in our country, we strengthen our economy, create jobs, build up the middle class, and build better citizens.*"

Onder zijn opvolger, president Bush, zette de stijging van het eigen woningbezit net zo hard door. Bush (2002) bepleitte een "*ownership society*" waar huizenbezit een belangrijke rol in speelde: "*We want everyone in America to own their own home.*" Ook Bush zag huizenbezit als een onderdeel van de American Dream: "*America is a good and generous country. It's a great place. Part of it is to make sure that the dream, the American Dream, the ability to come from anywhere in our society and say, "I own this home," is a reality—can be achievable for anybody*".

Overheidsgaranties (o.a. via Fannie Mae en Freddie Mac) en speciaal op de onderkant van de inkomensladder gerichte hypotheekproducten, de zogenaamde *subprime* hypotheek, vergrootte het huizenbezit. Echter, zonder de daarvoor benodigde koopkracht was dit geen houdbare ontwikkeling (Rajan 2010).

## Inkomensongelijkheid in de VS bereikt nieuw hoogtepunt

### Aandeel van top deciel in totale inkomen in VS en EU



Bron: Piketty (2014)

Overigens is de inkomensverdeling slechts een aspect van de sociale staat van het land. Belangrijk is ook de ontwikkeling van inkomen door de tijd. Sinds de Jaren '70 zijn de gemiddelde lonen in de VS nauwelijks gestegen. Voor de laagst betaalden zijn deze zelfs gedaald (5% tussen 1979 en 2013) terwijl het uurloon aan de top juist sterk is gestegen (41%). Het aandeel van de economische waarde dat als loon wordt uitgekeerd daalde van 64,5% in 1973 naar nu 56,8% (Shambaugh et al 2017, Mishel et al 2015).

### De eurocrisis van 2010

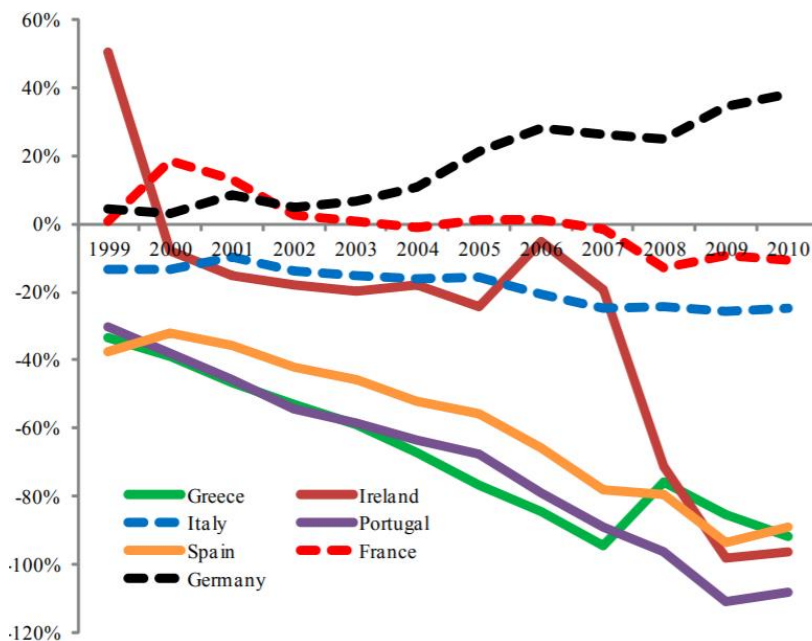
Hoe onvoorspelbaar financiële crises zijn blijkt wel uit de verrassing die de eurocrisis vormde die volgde op de 'Amerikaanse'-crisis. Het rapport van de parlementaire onderzoekscommissie naar het financieel stelsel (de Wit 1) verscheen op 10 mei 2010. Daarin wordt het tekort op de lopende rekening van Spanje nog wel genoemd, net als dat van de VS en het Verenigd Koninkrijk. Maar Italië, Portugal en Griekenland komen in de 272 pagina's niet voor. Toch presenteerden de EU-ministers van Financiën op diezelfde dag een reddingsplan van in totaal € 500 miljard voor juist die landen. Het

zou het startschot blijken van een jarenlange eurocrisis. Een crisis die de Europese Unie in haar voegen deed kraken.

Veel kan gezegd worden over het medicijn dat werd voorgeschreven aan de eurolanden die in de problemen kwamen. Over het gebrek aan gemeenschappelijke buffers dat de euro tot zo'n andere muntunie maakt dan bijvoorbeeld de dollar. Echter, als we kijken naar de oorzaken van de crisis, hoe het kon dat Zuid Europese landen zich zo diep in de schulden staken, dan springen ook hier de na de introductie van de euro snel oplopende macro economische onevenwichtigheden in het oog.

## Ook tussen eurolanden lopen de onevenwichtigheden hoog op

### Netto buitenlandse bezittingen als percentage bruto binnenlands product

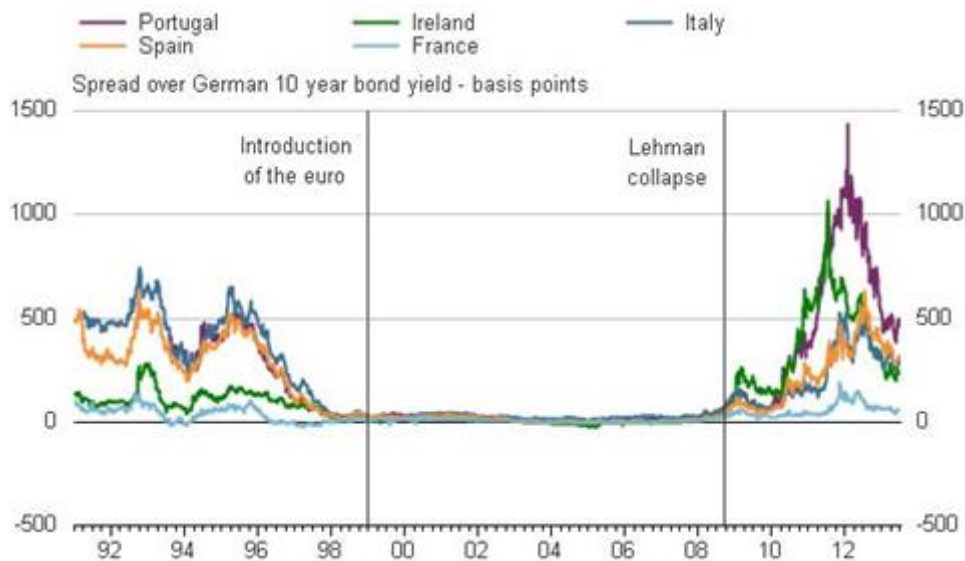


Bron: Chen, Milesi-Ferretti en Tressel (2012)

Zuid-Europese landen (en Ierland) staken zich na de introductie van de euro snel in de (buitenlandse) schulden. Daar was zowel een stok als wortel voor. De stok was dat in de jaren '90 de EU nieuwe lidstaten uit Oost Europa verwelkomde. Omdat het inkomen in die landen aanzienlijk lager lag dan in Zuid Europa verschoven de EU geldstromen van Zuid- naar Oost Europa. Begin jaren '90 ontvingen zuidelijke EU-lidstaten nog transfers van meer dan 3% van hun bruto binnenland product (bbp) uit het noorden. Binnen tien jaar verdwenen deze. Zuid Europese bedrijven en huishoudens vingen het wegvallen van de EU subsidies op door meer te gaan lenen op de kapitaalmarkten. De zuidelijke private spaarquote daalde van +5% in de periode 1992-98 naar -5% daarna. Dat kon ook heel goedkoop doordat de rente voor deze landen met de introductie van de euro sterk was gedaald (Holinski et al 2012). Hierdoor kon het bekende patroon van een 'sudden stop' van *capital flow reversals in highly indebted economies* dat we kennen van opkomende landen in Latijns Amerika en Azië zich nu voordoen in Europa.

## Voor de financiële markten maakte de euro alle eurolidstaten gelijk

### Renteverschil met Duitse 10-jaars staatsobligatie



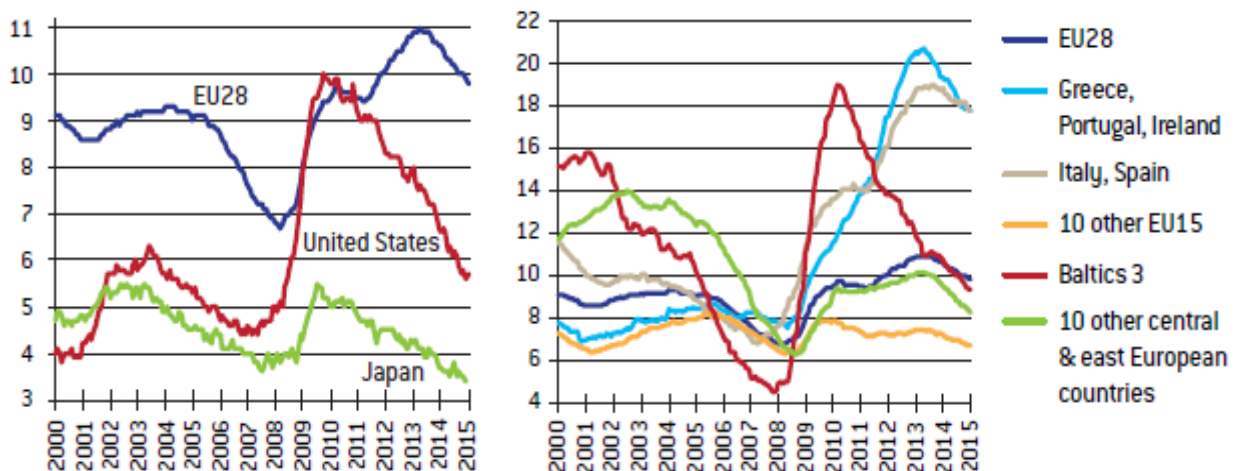
Bron: Thomson Reuters

Toen in 2010 het Griekse overheidstekort veel groter bleek dan gedacht liepen de verschillen weer snel op. Draaide het in de eerste analyse, bij de 'Amerikaanse crisis', om financiële instellingen die niet failliet konden gaan en daardoor onverantwoorde risico's konden nemen (*'too big to fail'*), nu waren het eurolanden die door de andere eurolanden gered moesten worden. Ook de *'no bail out clause'* uit het EU-verdrag bleek niet houdbaar in de praktijk.

Sinds het eerste reddingspakket is er tussen en binnen landen een hevige discussie ontstaan over verantwoordelijkheden en de verdeling van lasten en kosten. Feit is dat wat begon als de Amerikaanse crisis de werknemers in (vooral Zuid) Europa het hardst heeft getroffen.

## Werknemers in (vooral Zuid) Europa grootste slachtoffer van de crisis

### Werkloosheid als percentage van de beroepsbevolking



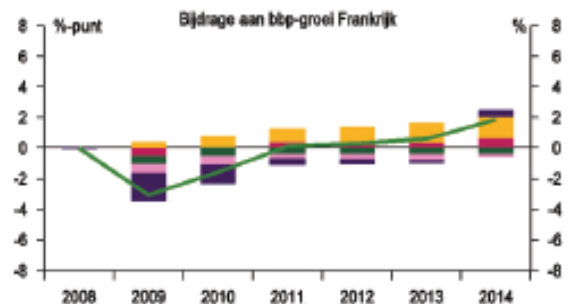
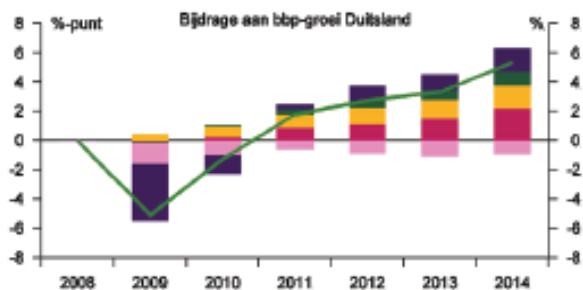
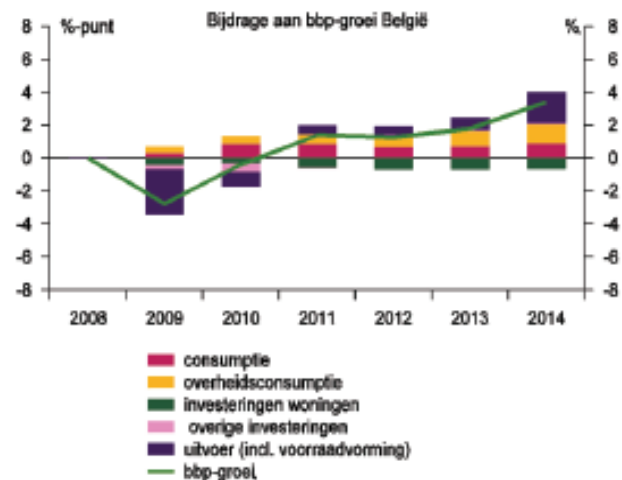
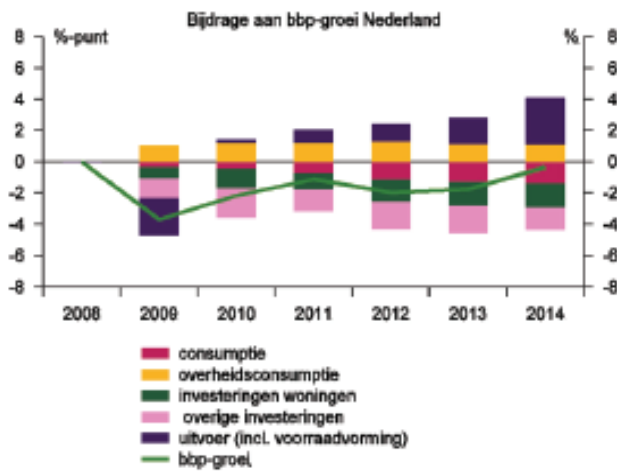
Bron: Darvas en Tschekassin (2015)

## Een crisis van eigen bodem

Dat ook de open Nederlandse economie niet zonder kleerscheuren een wereldwijde financiële en economische crisis heeft doorstaan zal niemand verbazen. Maar dat Nederland het zo veel slechter heeft gedaan dan de ons omringende landen past slecht bij het zelfbeeld van Nederland als een sterke en hoogontwikkelde economie. Waar Duitsland, Frankrijk en België in 2010 en 2011 alweer een positieve economische groei kenden was deze bij ons tot 2014 negatief. Onderstaande figuren laten zien dat het vooral de lagere investeringen (in vooral woningen) en lagere consumptie zijn die de achterblijvende groei verklaren.

## Nederland veel harder geraakt dan de ons omringende landen

### Bijdrage aan economische groei van (overheids)consumptie, investeringen en export

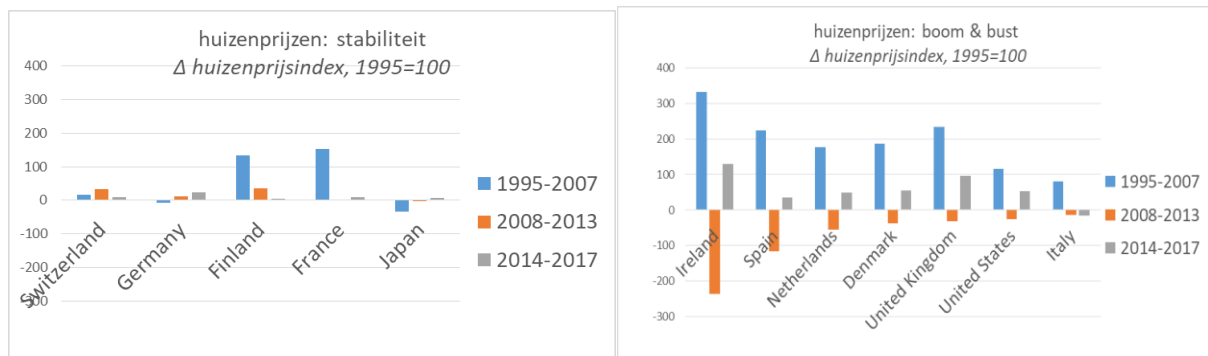


Bron: SER (2013)

Wat vooral opvalt is hoezeer het vertrouwen van de Nederlandse consument afneemt, vooral in 2012, daarmee behorende bij de meest negatieve van de hele eurozone. De huizenmarkt speelt hierin waarschijnlijk een belangrijke rol. Deze is sterk cyclisch, de prijzen stijgen en dalen in Nederland relatief hard. Stijgende huizenprijzen verschaften in goede tijden, voor 2008, de Nederlander een gevoel van rijkdom. Diezelfde huiseigenaar zag hoe na 2008 zijn hypotheekschuld onveranderd hoog bleef, terwijl het huis sterk in waarde daalde.

Dat dit patroon van 'boom and bust' op de huizenmarkt geen onontkoombaar fenomeen is laten andere landen zien. Waar in Nederland, net als in Ierland en Spanje, de huizenprijzen sterk fluctueren, blijven deze over dezelfde periode in bijvoorbeeld Duitsland, Japan en Zwitserland veel gelijkmatiger.

## Nederland behoort met huizenmarkt tot *boom-bust* landen



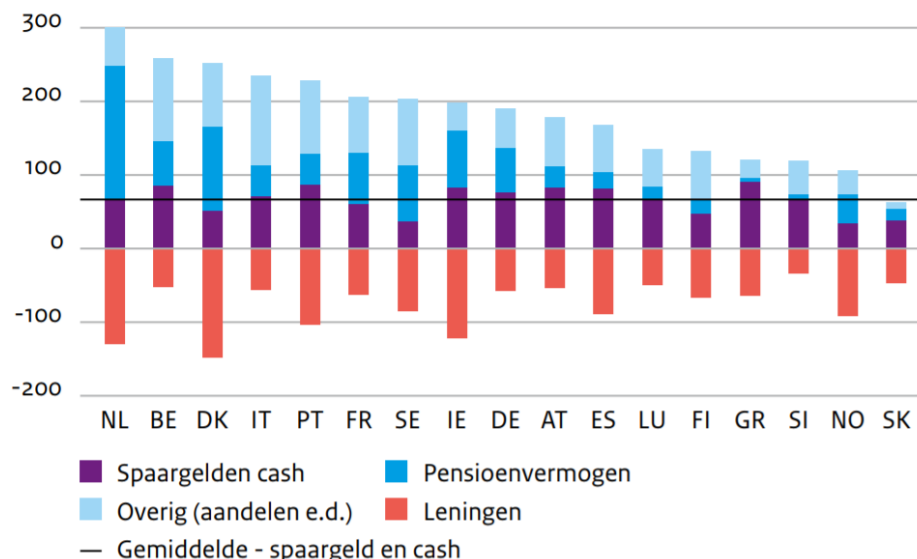
Bron: Bezemer (2018) op basis van BIS

De sterke stijging van huizenprijzen voor 2008 was mogelijk doordat banken de hypotheekschuld snel hebben laten stijgen. Daardoor heeft Nederland nu, met Denemarken, de hoogste hypotheekschulden ten opzichte van de economie van heel de wereld. Voor 2008 was het mogelijk om zogenaamde tophypotheek af te sluiten tot wel 110% van de woningwaarde (*loan-to-value*- ofwel LTV-ratio). In andere eurolanden is dat gemiddeld 80% (ECB, 2009).

Nederland heeft hierdoor een relatief grote afhankelijkheid van financiële markten. We sparen veel voor onze pensioenen die grotendeels belegd zijn op de internationale financiële markten. Door de hoge hypotheekschuld zijn de Nederlandse banken afhankelijk van internationale kapitaalmarkten.

## Uitzonderlijk hoge Nederlandse hypotheekschulden en pensioenvermogens

### Financieel vermogen huishoudens als percentage bbp



Bron: Eurostat, in Commissie structuur Nederlandse banken (2013)

Deze combinatie van hoge hypotheekschulden enerzijds en hoge pensioenvermogens anderzijds is bekend komen te staan als de 'lange balans' van Nederland. Hiermee krijgt Nederland kenmerken van een groot *hedge funds*, veel geld lenen aan de ene kant om aan de andere kant te beleggen. In goede economische tijden is dit een voordeel, de stijgende hypotheekschuld jaagt de economie aan door hogere consumptie, net als de stijgende beurskoersen via de pensioenvermogens. Echter, zodra

de cyclus omslaat en de huizenprijzen en de beurskoersen dalen moeten de pensioenen gekort en/of de premies verhoogd, huizenbezitters komen 'onder water' en reageren door hun bestedingen te verlagen.

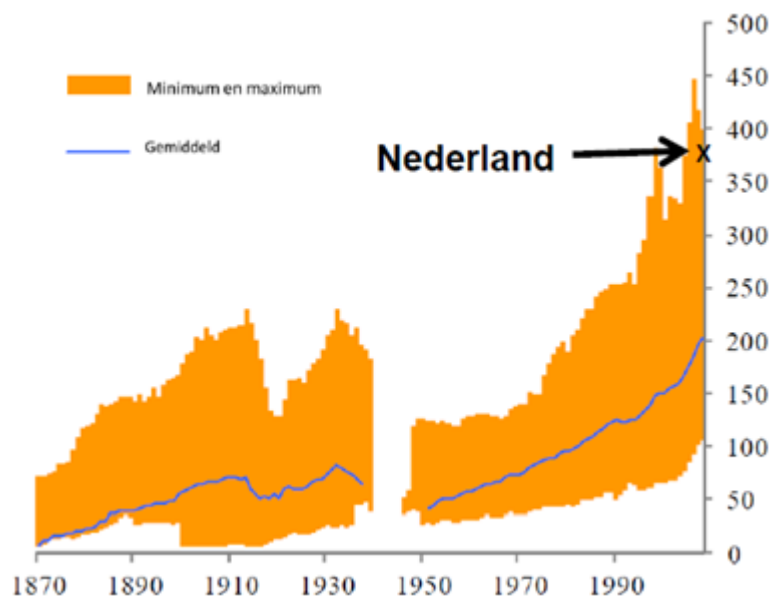
Dat de relatief sterke hypotheekverstrekking problematisch is, is iets dat door bankiers nog altijd betwijfeld wordt. Daarbij wijzen zij op de lage verliezen die zij op de hypotheek hebben geleden. In de eerste plaats missen zij, door hun blik te beperken tot de eigen balans, de ellende die veel Nederlanders zich hebben moeten getroosten om bij baanverlies- en onzekerheid toch aan hun hypothecaire verplichtingen te voldoen. Daartoe in staat gesteld door een relatief goed sociaal vangnet en daartoe aangezet door een crediteur vriendelijk juridisch stelsel (Kierzenkowski, Havrylchyk en Beynet 2014).

Echter, doordat de mensen gingen bezuinigen leed de economie wel grote verliezen, in het bijzonder het lokaal gerichte MKB, de middenstand. Het was hierop dat banken in Nederland in de crisis de grootste verliezen moesten nemen. Verliezen die dus alles te maken hebben met de hoge hypotheek verstrekking.

Maar de Nederlandse banken groeien voor 2008 niet alleen door de binnenlandse hypotheek. Ze groeien ook sterk over de grenzen. ABN AMRO in de VS en Brazilië, ING in de VS en de Rabobank wereldwijd in landbouwkredieten. Nederland had met 450% van het bbp in 2007 de grootste bankensector ten opzicht van haar economie van heel de wereld. Inclusief de buitenlandse activiteiten was dat in 2008 zelfs 600% bbp.

## Nederlandse bankensector grootste van de hele wereld

### Omvang bankbalansen als %bbp



Bron: van Tilburg (2012)

Met de snel groeiende omvang van de bankbalansen groeide het eigen vermogen van de banken, het geld waarmee tegenvallers opgevangen kunnen worden ('de buffers'), niet mee. De nieuwe regelgeving voor bankkapitaal (Basel II) was bedoeld om de risicoweging van banken te verfijnen, niet om het algehele niveau te verlagen. Het gevolg van de nieuwe regels was echter dat vrijwel overal de kapitaalbuffers kleiner werden. Beter risico meten bleek vooral minder risico meten.

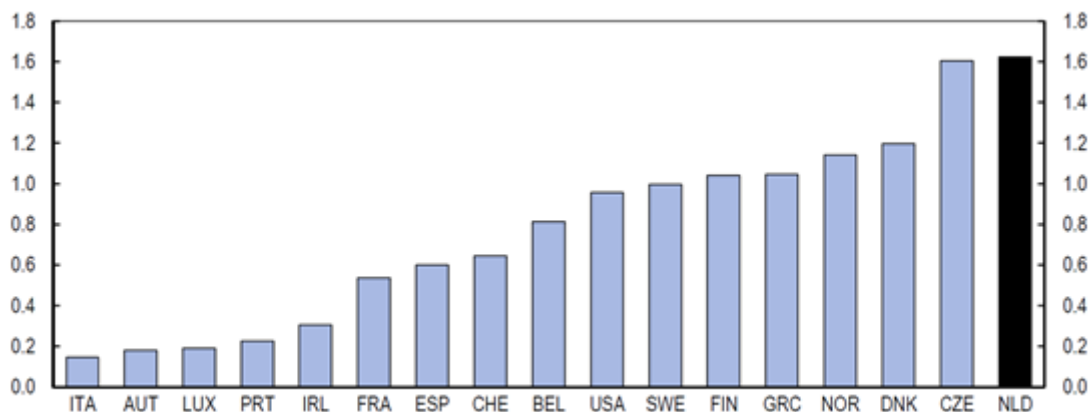


Eind 2000 bedroeg de totale vermogensbuffer van Nederlandse banken nog 5,1% van het balanstotaal. In 2006 was deze afgenomen tot 3,0%, een historisch dieptepunt en lager dan enig ander land. Het EU-gemiddelde was met 6,6% ruim twee keer zo hoog (IMF/World Bank World Development Indicators database).

Wat ook bijdroeg aan de snelle groei van de hypotheek was de hypotheekrente aftrek. Hoewel in veel landen regelingen bestaan om huizenbezit te bevorderen was deze in Nederland in internationaal opzicht relatief groot.

## Nederland heeft grootste fiscale stimulering hypotheekschuld

### Verskil tussen de marktrente en de financieringskosten na belasting van wonen, 2009



Bron: Andrews, Caldera Sanchez en Johansson (2011)

In de Nederlandse politiek was, ondanks herhaalde waarschuwingen vanuit wetenschap en adviseurs als DNB, CPB, IMF en OESO de afbouw van de hypotheek renteaftrek onbespreekbaar. Financiële risico's waren in de jaren voor 2008 in de Nederlandse politiek verre van een urgent geacht thema.

#### Misplaatst geloof in de financiële markt

Dat Nederland zo hard is geraakt in de crisis botst met ons calvinistische zelfbeeld van zuinige en voorzichtige harde werkers. In de woorden van oud minister van Financiën en in 2008 voorzitter van toezichthouder AFM, Hans Hoogervorst: "Ik dacht altijd dat wij een heel streng land waren, met streng toezicht, strenge normen, en dat bleek dus allemaal niet het geval te zijn". Oud-Kamerlid Kees Vendrik memoreert hoe zijn pogingen om een politiek debat te houden over de nieuwe kapitaalseisen (Basel II) vruchteloos bleven. Ook hier bestond breed een geloof in de heilzame werking van de markt. Toen DNB in 2000 concludeerde dat door de sterk stijgende hypotheekverlening de gevoeligheid van de Nederlandse economie voor schokken „substantieel“ was toegenomen en suggereerde de hypotheeknormen aan te scherpen reageerde minister Zalm dat het „niet aan de overheid“ is om de keuze van de consument en de geldverstrekker te bepalen (DNB 2000, Zalm 2000). Dezelfde filosofie weerhield deze minister er in 1996 van om in te grijpen bij producten met exorbitante kosten, de zogenaamde woekerpolissen. Na Kamervragen over de hoge kosten van deze op dat moment nog relatief nieuwe producten antwoordde de minister: "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 1995-96).

De Nederlandse ervaring toont dat ook een land met een (groot) overschot op de betalingsbalans door binnenlands gecreëerde financiële onevenwichtigheden in de problemen kan raken. Financiële instabiliteit kan dus ook een product van eigen makelij zijn.

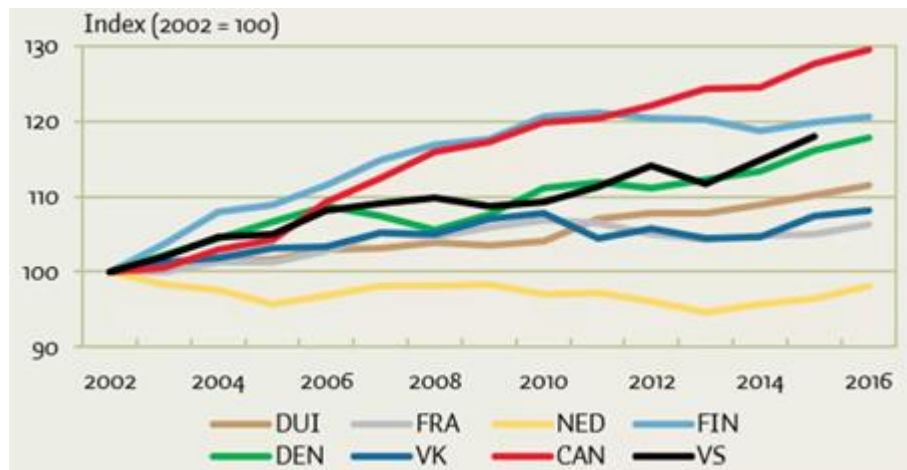


Wat dreef deze financiële ontwrichting in Nederland? In internationaal perspectief is de inkomensongelijkheid in Nederland redelijk gemiddeld; hoger dan in Scandinavische landen maar lager dan in Angelsaksische landen. De ongelijkheid loopt wel op. Halverwege de jaren '80 verdienden de 10% hoogste inkomens vijfmaal zo veel als de laagste 10%. Rond 2000 was dat opgelopen tot achtmaal (Salverda 2013). Financieel ongelijk is Nederland vooral waar het de vermogens betreft. De verdeling van vermogens (exclusief pensioenen) is in Nederland schever dan in Angelsaksische landen als het VK en Canada (IMF 2013, van Bavel en Frankema 2013).

Opvallend is verder vooral dat het gemiddeld beschikbare inkomen sinds de eeuwwisseling is achtergebleven bij andere ontwikkelde landen. En dat in een tijd dat de Nederlandse economie sterker groeide dan in de meeste van deze landen. Dit is onder meer het gevolg van stijgende belastingen (o.a. stijgende zorguitgaven) en pensioenpremies.

## Beschikbare inkomen stagneert alleen in Nederland

### Reëel beschikbaar inkomen huishoudens per capita



Bron: Keus en Verbruggen (2018)

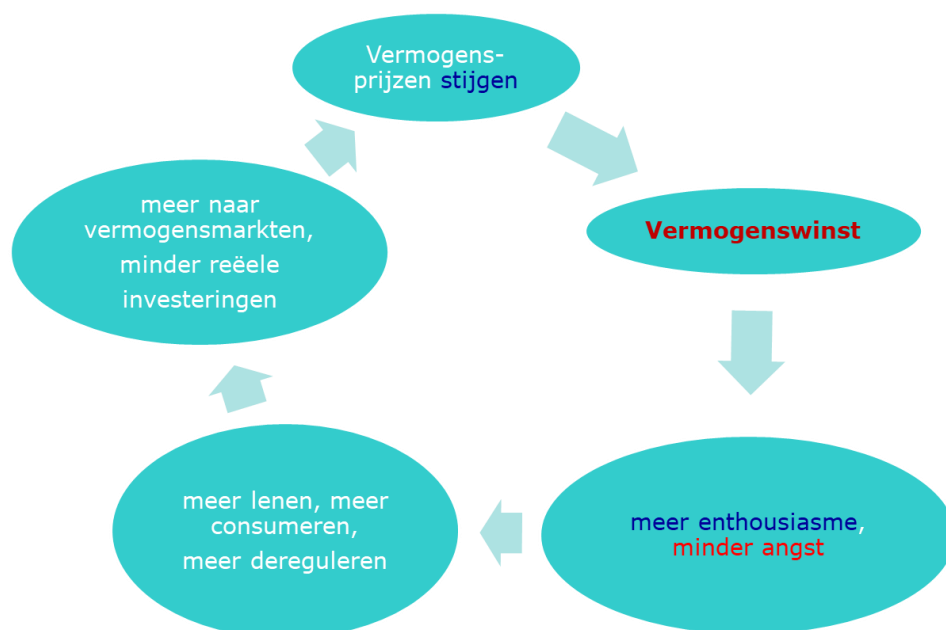
Achter deze financiële cijfers gaat nog een ontwikkeling schuil van snel toenemende flexibilisering van de arbeidsmarkt.

### 3. De crisis constante: de financiële cyclus

Achter de specifieke kenmerken van de verschillende hiervoor beschreven crises (de Amerikaanse, de eurocrisis, die in Nederland) gaat eenzelfde patroon schuil. Een patroon dat ook in de historie te zien is. Op basis van 800 jaar aan data voor 66 landen op 5 werelddelen laten de Amerikaanse economen Carmen Reinhart en Kenneth Rogoff (2008) zien dat financiële crises eerder de regel dan de uitzondering zijn.

Deze bevindingen leiden tot de herwaardering van het werk van de Amerikaanse econoom Hyman Minsky (1986, zie ook Fisher 1933 en Kindleberger 1978). Deze wees op de inherente instabiliteit van het huidige financieel-economische systeem, waar juist in rustige economische tijden de financiële sector risico's gaat nemen die de stabiliteit ondergraven. In de goede tijd bouwen de risico's zich op doordat de kredietverlening toeneemt. Dat voedt optimisme, doet prijzen van vastgoed en aandelen stijgen op basis waarvan weer meer krediet wordt verstrekt. Zo ontstaat een zich zelf versterkende, en uiteindelijk destabiliserende, financiële dynamiek.

#### Stabiliteit leidt via overmatig optimisme en financiële sector tot instabiliteit



Minsky voorspelde dat economieën met hoogontwikkelde financiële markten die niet afdoende gereguleerd worden een verschuiving zullen ondergaan van een 'veilig' financieringsprofiel naar 'speculatief' naar 'Ponzi' (pyramidespel). De leningen worden daarbij steeds meer gebruikt om prijsstijgingen voor bestaande vermogenstitels te financieren, en steeds minder om te investeren in nieuwe economische producten en processen. Het krediet wordt dus steeds minder productief ingezet. Daardoor raken kredietverlening en economische ontwikkeling steeds meer ontkoppeld. Daardoor wordt de schuld alsmaar lastiger te voldoen, immers: met de schuld en rentelast groeit de kracht van de economie, en daarmee de mogelijkheid om de schuld terug te betalen en de rente te voldoen, niet in gelijke mate mee. Op enig moment wordt de schuldenlast dan onhoudbaar.

### Besmettelijke fantastische objecten en irrationele uitbundigheid

In de goede economische tijden profiteren vrijwel alle vermogenstitels mee, van aandelen tot schilderijen. Vaak ook is er een tot de verbeelding sprekend nieuw product of een nieuwe markt waar de prijzen het hardste groeien. Zoals de ICT aandelen van de jaren '90. De prijzen breken dan door hun historische grenzen heen, maar, zo luidt de gedachte: dit keer is het anders. De economen Reinhart en Rogoff ontleenden er de titel van hun studie naar acht eeuwen financiële crisis aan: *this time is different*. Nobelprijswinnaar Robert Shiller spreekt over een 'besmetting van ideeën' die in een dergelijke periode plaats vindt en 'verhalen van een nieuwe tijd' (Shiller 2000 en 2010). De Britse psycholoog Tuckett (2011) spreekt van '*fantastic objects*' waar vermogensbeheerders in gaan geloven in hun poging 'de markt te verslaan'. Overigens nam Alan Greenspan eind jaren '90 de term 'irrationele uitbundigheid' ('*irrational exuberance*') over van Shiller. Echter, hij meende dat het altijd nog beter is een financiële bubbel te laten barsten en daarna de troep op te ruimen.

Hoewel de schuldniveaus rond de millenniumwisseling sterk stegen maakten beleidsmakers, toezichhouders en financiers zich hier weinig druk over. De gedachte werd breed gedeeld dat structurele economische verbeteringen en beter monetair beleid de risico's juist sterk verkleind hadden.

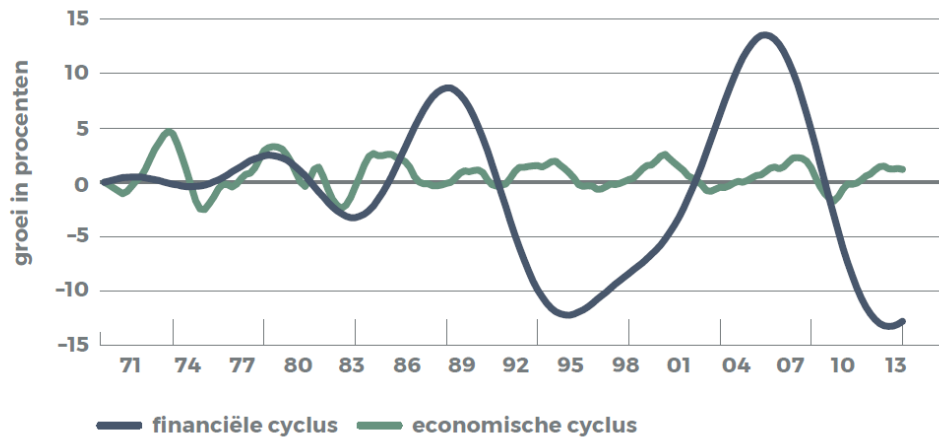
### *This time is different: the Great Moderation*

Nadat de wereldeconomie zowel het barsten van de internetbubbel als de aanslagen op het World Trade Centre relatief goed had doorstaan kwam de idee in zwang dat we wel eens het probleem van economische crises opgelost zouden kunnen hebben. Nobelprijswinnaar Robert Lucas (2003) stelde: "*the central problem of depression-prevention [has] been solved, for all practical purposes.*" De economen Stock en Watson (2002) hadden kort daarvoor vastgesteld dat de macro-economische volatiliteit vanaf halverwege de jaren '80 sterk was afgenomen. Voor economische groei was die gehalveerd, voor inflatie zelfs met twee-derde afgenomen. De '*great moderation*' noemden zij dit, de grote matiging. Een term die echt *mainstream* ging toen Ben Bernanke, (2004) toen lid van het bestuur van de Amerikaanse Federal Reserve en van 2006-2014 de voorzitter, een speech wijdde aan het fenomeen. Vanaf dat moment ging de discussie vooral over de vraag aan wie of wat we de *Great Moderation* te danken hadden: flexibele arbeidsmarkten, de opkomst van China en andere opkomende markten, informatie technologie of, volgens Bernanke, verbeterd monetair beleid. Van kritiek op banken, financiële markten en de risico's die zich daar opbouwden wilden men dan ook niets weten. Toen IMF-hoofdeconoom Rajan (2005) op de Jackson Hole bijeenkomst van centrale bankiers de stelling poneerde dat de risico's juist sterk aan het toenemen waren en een scenario schetste dat twee jaar later grotendeels uit zou komen, werd hij hard aangevallen: "*I felt like an early Christian who had wandered into a convention of half-starved lions*" (Rajan 2010).

Na de crisis van 2007 en 2008 werden de inzichten van Minsky herontdekt. Claudio Borio (2012), econoom bij de Bank for International Settlements, benadrukte hoe zeer de financiële cyclus de welbekende economische conjunctuur mede bepaalt: "*the financial system does not just allocate, but also generates, purchasing power, and has very much a life of its own.*"

Onderzoek van onder meer Borio laat zien dat de financiële cyclus, een maat voor kredietverlening en prijsstijgingen in huizen- en/of aandelenmarkten, steeds heviger worden. Zowel naar de bovenkant, daarmee de reële economie opstokend, als naar beneden (zie ook Haldane 2010, Claessens et al 2010, Jorda, Schularick en Taylor 2010 en 2014).

## De financiële cyclus die alsmaar heviger wordt



Bron: Drehman, Borio en Tsatsaronis (2012)

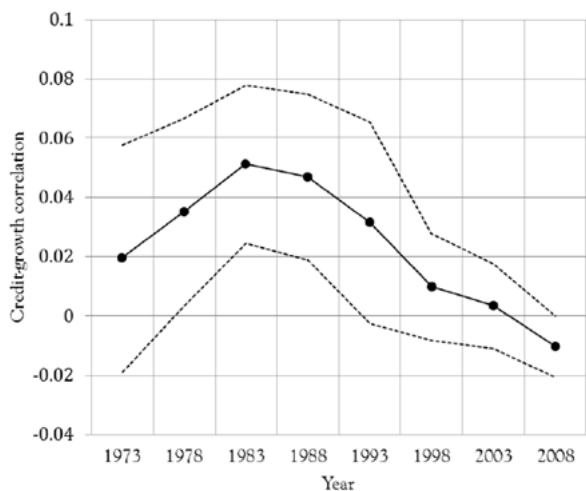
Kijkend naar de macro-economische ontwikkelingen over een lange periode (van meer dan een eeuw voor 12 landen, waaronder Nederland) vindt Haldane (2010) dat:

- De gemiddelde economische groei redelijk constant is, maar dat de kredietgroei sinds 1945 bijna is verdubbeld.
- Datzelfde geldt voor de volatiliteit: die van economische groei nam iets af, die van kredietgroei nam toe na 1945 en bleef op dat hoge niveau, in het bijzonder sinds 1980.
- De naoorlogse volatiliteit van de kredietgroei is daardoor ongeveer vijfmaal zo groot als die van reële economische activiteit.
- Tussen landen neemt de synchroniciteit van de kredietcycli ook toe.

Op basis van onderzoek naar meer dan 50 landen voor de periode 1970-2011 blijkt dat kredietverlening steeds minder gelijk opgaat met economische groei. Na 2004 is dit verband zelfs negatief.

## Kredietverlening leidt steeds minder niet meer tot economische groei

### Correlatie tussen kredietgroei en economische groei

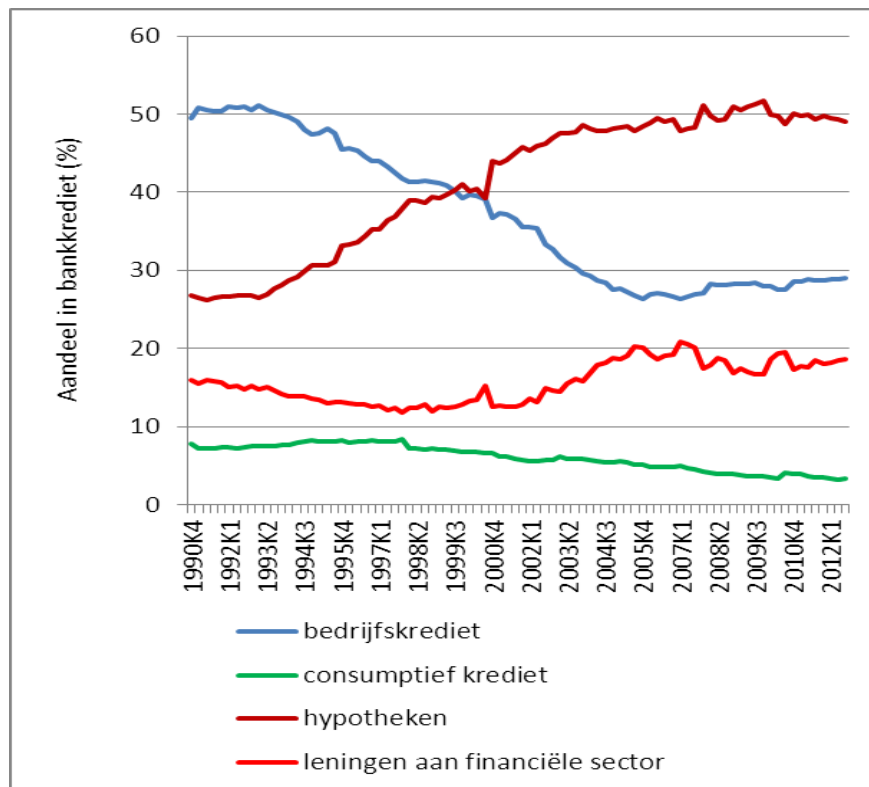


Bron: Bezemer, Grydaki en Zhang (2016)

De dalende 'productiviteit' van kredietverlening kan economische oorzaken hebben, al is dat twijfelachtig daar veel nieuwe sectoren juist relatief kapitaal extensief zijn. Een deel kan in ieder geval ook verklaard worden uit het soort kredieten dat wordt verstrekt. Gaven banken begin jaren '90 nog vooral kredieten aan bedrijven, tegenwoordig zijn hypotheekleningen voor huishoudens hun voornaamste product. Hierdoor verandert de balans van de Nederlandse banken echter ingrijpend. Bestond deze begin jaren '90 nog voor een meerderheid uit bedrijfsleningen, kort voor de crisis is dat in meerderheid hypotheekleningen en duikt het aandeel bedrijfsleningen onder de 30%.

## Banken financieren steeds minder bedrijven, steeds meer hypotheekleningen

### Aandeel in bankkrediet van alle Nederlandse banken



Bron: DNB

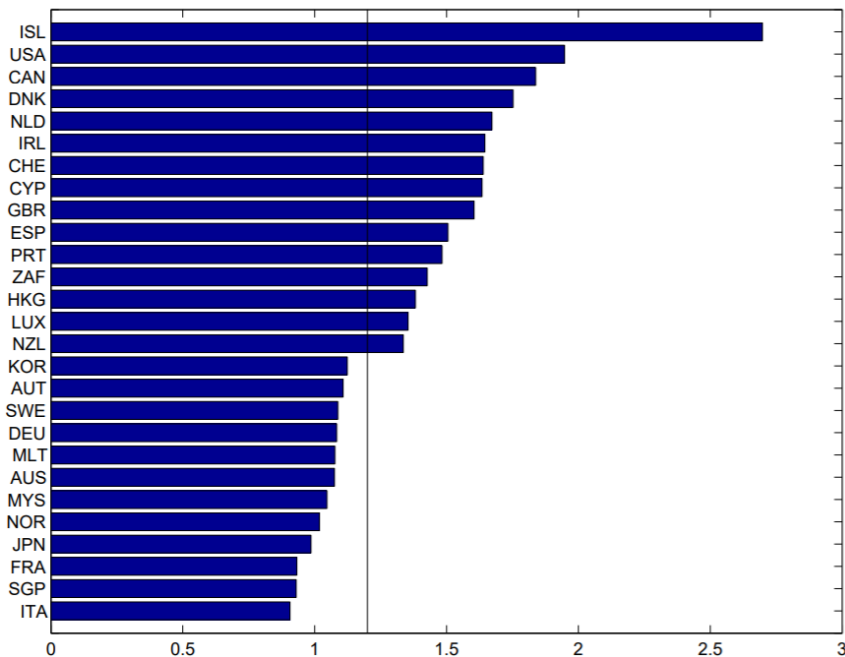
De les is dat kredietgroei niet alleen volgend is. In de financiële dynamiek kan deze leidend worden. In dat geval loopt de schuld weg bij wat de economie kan dragen. Als dat beseft intreedt, volgt de crisis. Het blijkt dan ook dat kredietgroei de beste voorspeller is van een financiële crisis en dat met de omvang van de financiële sector ook de instabiliteit toeneemt (Jorda et al 2012, Haldane 2010). Een grotere financiële sector is dan ook niet enkel goed nieuws voor de economie, zoals voor de crisis veelal werd gedacht (Levine, 2005).

In de eerste plaats doet de vorm van de financiële sector ertoe. Zo blijken banken risicovoller als zij veel marktfinanciering hebben (Demirguc-Kunt en Huizinga 2010) en veel inkomen uit handelsactiviteiten halen (Brunnermeier et al 2012). Onderlinge leningen tussen banken vergroten het systeemrisico (Drehmann en Tarashev 2013) en banken met een geconcentreerd aandeelhoudersschap nemen meer risico (Laeven en Levine 2009). Tot slot blijken beter gekapitaliseerde banken het beter te doen in tijden van crisis (Beltratti en Stulz 2012 en Berger en Bouwman 2013).

Daarnaast doet ook de omvang ertoe. En groter blijkt zeker niet altijd beter. Nieuwe studies laten zien dat vanaf ongeveer 100-110% de kredietverlening in de economie de economische ontwikkeling juist schaadt. Een percentage waar veel ontwikkelde landen, waaronder Nederland, al ruim overheen zijn (Arcand, Berkes and Panizza 2015, Law en Singh 2014, Mian and Sufi 2014, Cecchetti and Carroubi 2012).

## In veel landen is de financiële sector te groot

### Krediet aan de private sector als percentage bbp (2006)



Bron: Arcand, Berkes en Panizza (2012)

Kredietbooms schaden de economie op verschillende manieren. In de eerste plaats doordat tijdens de boomperiode schaarse middelen, zoals arbeidskrachten, naar minder productieve sectoren stromen als de bouwsector maar ook delen van de financiële sector zelf. Nadat de bubbel is gebarsten zetten hoge schulden een rem op de bestedingen, gaan bedrijven failliet en neemt de werkloosheid toe, waardoor weer veel menselijk en sociaal kapitaal verloren gaat. Banken houden ook bedrijven overeind met nieuwe kredieten om zo te voorkomen dat ze verliezen moeten nemen. Gezondere bedrijven betalen hieraan mee door meer te betalen voor hun leningen (Borio 2018).

De vraag dringt zich op waarom zoveel ontwikkelde landen voor 2008 hun financiële sector zo groot lieten groeien? Immers, er lag een lange geschiedenis aan lessen van financiële crises. Waar het voor individuele financiële professionals en hun aandeelhouders nog in het eigenbelang is om in *boom* tijden niet op de rem te trappen, zij verdienen er op dat moment goed aan, is dat vanuit het perspectief van de samenleving als geheel veel lastiger te begrijpen. Weliswaar profiteert (vrijwel) iedereen van een kredietverlening die de economie aanjaagt, uiteindelijk betaalt de samenleving als geheel daar ook een hoge prijs voor. De destabilisering van de economie en daarmee politiek resulteerde in de vorige eeuw in de Tweede Wereldoorlog. Ook nu zijn 10 jaar na de start van crisis de politieke gevolgen nog voelbaar.

Een mogelijke verklaring biedt het feit dat veel van de partijen die zich het diepst in de schulden hebben gestoken, van Amerikanen met een laag inkomen tot Zuidelijke eurolanden, financieel achter

bleven. Het aangaan van schulden was voor hen een manier om, in ieder geval tijdelijk, mee te kunnen blijven doen. De Britse socioloog Colin Crouch (2009) spreekt in dit verband van *privatized keynesianism*, geprivatiseerd Keynesianisme (zie ook Streeck 2013). Crouch beschrijft een ontwikkeling waar westerse samenlevingen na de Tweede Wereldoorlog de concentratie van kapitaal en inkomen, en de daarmee groeiende ongelijkheid, tegenging met publieke middelen. In lijn met de gedachten van Keynes stabiliseerden publieke bestedingen en een sociaal vangnet van uitkeringen de economie. Dit gebeurde kort na de oorlog, toen de herinnering nog sterk was aan de politieke destabilisatie die volgde op de crisis van de jaren '30.

Echter, sinds de jaren '70 stuitte dit systeem steeds meer op de grenzen van de overheidsbegroting. In goede tijden bleek het niet mogelijk de verhoogde publieke bestedingen terug te brengen. Vanaf de jaren '80 kwam in plaats van de publieke steun een financieel systeem dat, via kredietverlening aan achtergebleven huishoudens en landen, hen deed meedelen in de stijgende welvaart. Dit zogenaamde geprivatiseerde Keynesianisme, waar publieke steun wordt vervangen door privaat krediet, kan echter enkel een tijdelijke verdoving bieden tegen achterblijvende koopkracht en groeiende onzekerheid. Anders dan bij uitkeringen en subsidies moeten kredieten namelijk wel worden terugbetaald, met rente.

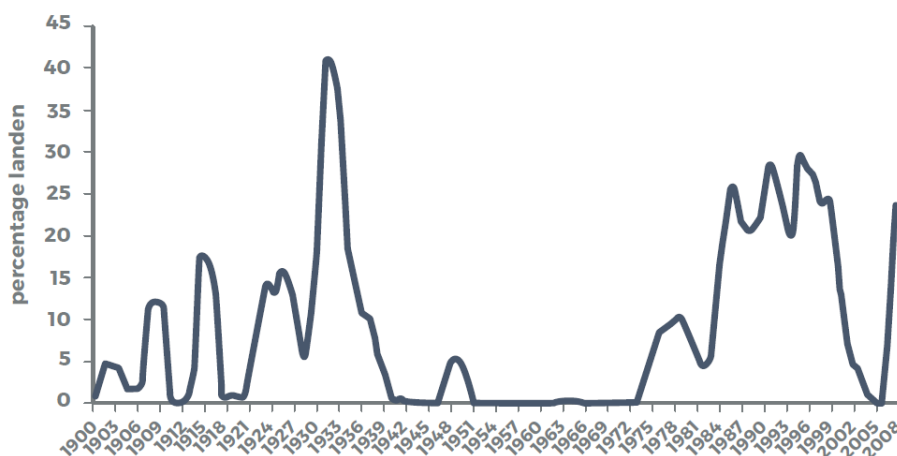
### De financiële cyclus bestaat, maar kan ingetoomd

In 2008 ontworptte het omslaan van de financiële cyclus wereldwijd economieën. Nederland werd bijzonder hard getroffen. Dit mechanisme is van alle tijden zo blijkt uit langjarige historische studies. Moeten we ons dan maar neerleggen bij financiële crises als een *fact of life*, als een onontkoombaar bij effect van de menselijke natuur?

Redenen om te denken dat dit een te zwartgallige voorstelling van zaken is vinden wij in het feit dat de financiële cyclus lang niet alle landen in gelijke mate heeft geraakt. De financiële cyclus is dus niet onontkoombaar. Zoals onderstaande figuur laat zien is er een lange en vrij recente periode waarin financiële crisis niet voorkwamen. Dit is de periode waarin de wederopbouw plaatsvond, met hoge economische groei en een sterke groei van de wereldhandel. Deze periode eindigde toen het zogenaamde Bretton Woods-systeem van vaste wisselkoersen, en de daarvoor benodigde kapitaalscontroles, begin jaren '70 werd losgelaten.

## Crisisvrije gouden jaren tussen WOII en jaren '70

### Bankencrises wereldwijd

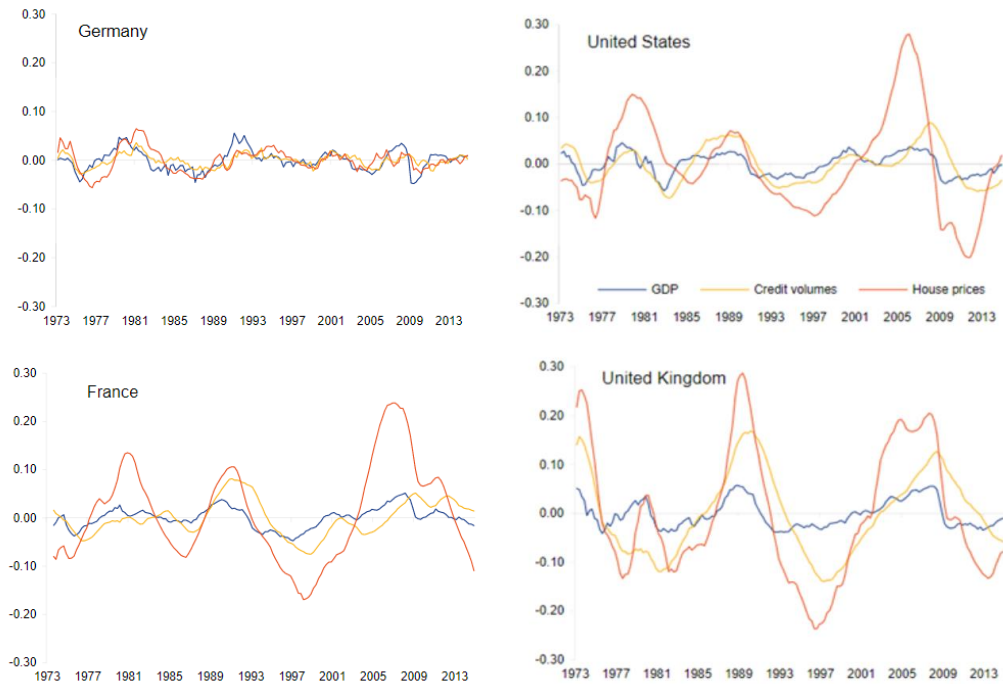


Bron: Reinhart en Rogoff (2008)

Ook de laatste jaren bestaan er grote verschillen in de mate waarin binnen landen de financiële cyclus is uitgeslagen. Zo was de Duitse financiële cyclus veel gematigder dan die in bijvoorbeeld de Angel Saksische landen, maar ook Frankrijk.

## Duitsland ontsnapte aan de financiële cyclus

### Bbp, krediet en huizenprijzen in VS, VK, Frankrijk en Duitsland



Bron: Runstler (2016)

### De lessen

De les van de crisis van 2008 is dat de financiële cyclus nog volop leeft. Sterker, dat deze door globalisering, deregulering, ICT en toenemende ongelijkheid des te sterker, en wereldwijd, kan uitslaan. De uitdaging is daarom een rem te zetten op de financiële cyclus. Alleen dan kan de financiële sector zich gedragen zoals in de economie tekstboeken beschreven: als een dienstverlener aan de reële economie, er voor zorgend dat het geld daar terecht komt waar het de grootste economische en maatschappelijke waarde genereert.

Op basis van deze analyse trekken wij de volgende lessen:

#### Regelgevend kader dat aanzet tot verantwoord gedrag

De crisis leerde ons dat veel partijen voor 2008 profijt hadden bij het opstuwende van de financiële cyclus, zeker ook in de financiële sector. Toen de cyclus omsloeg werd in veel gevallen de rekening door anderen betaald. Dat gold voor de banken, hun medewerkers en financiers, die met overheidssteun overeind gehouden werden. Maar dat gold ook voor de spaarders die profiteerden van het uitgebreide (deposito) garantiestelsel. Voor een gezond financieel stelsel is het van belang dat wie risico neemt er ook zelf de gevolgen van draagt als het mis gaat. Dit draagt er aan bij dat partijen de financiële cyclus niet te zeer uit de band laten springen.



### Evenwichtig maatschappelijk krachtenspel

Regels zijn het begin, maar moeten worden geïnterpreteerd en aangepast aan nieuwe ontwikkelingen, maatschappelijk en technologisch. Voorkomen moet worden dat partijen die belang hebben, zeker op de korte termijn, bij het opstuwen van de financiële cyclus, hier toonaangevend in zijn. Belangrijk daartoe is dat de regelgeving voor- en het toezicht op de financiële sector niet, als voor 2008, het domein is van een klein aantal specialisten van financiële instellingen, ministerie van Financiën en de toezichthouders. In het maatschappelijk krachtenspel dienen er voldoende stevige institutionele tegenkrachten te zijn.

#### **Waarom de Nederlandse financiële sector zo gevoelig is voor *regulatory capture***

*Regulatory capture* is het fenomeen dat toezichthouders worden 'overgenomen' door de industrie. *Regulatory capture* wordt veroorzaakt doordat de sector zelf de meest uitgesproken rechter is wat betreft activiteiten van toezichthouders en beleidsmakers. Fouten in het nadeel van de sector worden daardoor uitvergroot en vormen zo een groot risico voor de carrière van een beleidsmaker of toezichthouder (het 'thuisvoordeel' of de '*home bias*'). Ook zijn veel ambtenaren en toezichthouders op een bepaald moment in hun carrière tevens werkzaam in de private sector (de zogenaamde 'draaideur' of '*revolving door*').

Sectoren die bijzonder kwetsbaar zijn voor *regulatory capture* worden gekenmerkt door een hoge mate van betrokkenheid van de overheid, een hoge mate van complexiteit, grote winstgevendheid, hoge concentratie van de markt en een laag niveau van publieke controle.

Deze kenmerken karakteriseren de meeste banksectoren. De uitzonderlijk hoge concentratie van de Nederlandse bancaire markt verhoogt het risico op *regulatory capture* verder, aangezien het de kosten van samenwerking en coördinatie van het kleine aantal spelers binnen de sector vermindert (Stigler 1971, van Tilburg en Romgens 2013).

### Financiële sector verbonden met de reële economie

Voor 2008 had de financiële sector zich losgemaakt van de reële economie. Veel geld werd verdiend met de handel in financiële producten waarvan niemand meer uit kon leggen op welke manier deze bijdroegen aan een wenselijke economische ontwikkeling.

Daarom zouden financiële instellingen expliciet moeten nagaan en aangeven hoe zij met hun functioneren bijdragen aan een wenselijke ontwikkeling van de economie en samenleving. Alleen zo, door financiële sector en samenleving op een heldere en krachtige manier aan elkaar te verbinden kan voorkomen worden dat de sector zich weer los maakt van de reële economie en deze daardoor ontwricht in plaats van een dienende rol te vervullen.

Door bij te dragen aan het aangaan van maatschappelijke uitdagingen, van klimaatverandering tot sociale uitsluiting, verkleint ook de kans dat deze op hun beurt de economie, en daarmee eveneens de financiële sector ontwrichten.

Bovendien kan het noodzakelijke vertrouwen in de sector enkel terugkeren als men er van overtuigd raakt dat de bankiers er niet voor zichzelf zitten, als deze kunnen laten zien dat hun werk ten bate is van de hele samenleving.

### Eén eindverantwoordelijke voor stabiliteit

Een stabiel en dienstbaar financieel stelsel is een opdracht aan ons allemaal. Tegelijkertijd hebben we gezien hoe de financiële sector een inherente destabiliserende dynamiek kent. Het blijkt dat individuele huishoudens, financiële instellingen, en mogelijk zelfs landen, afzonderlijk niet in staat zijn de financiële cyclus af te remmen. In essentie is dit een coördinatieprobleem dat vraagt om een

partij die het publieke belang kan behartigen. Een partij is nodig met de bevoegdheden en instrumenten om het gedeelde publieke belang te behartigen, in dit geval het beperken van de financiële cyclus.

De toezichthouder is hiervoor de aangewezen partij. Deze moet daartoe niet bang (hoeven te) zijn voor kritiek en moet dus voldoende onafhankelijk zijn en voldoende instrumenten in handen hebben. Helemaal onafhankelijk zal geen enkele toezichthouder ooit zijn en dat is vanuit democratisch oogpunt maar goed ook. Een sterke toezichthouder is dan ook het sluitstuk van de maatregelen om de financiële cyclus te dempen en zal ineffectief blijken als de hiervoor beschreven lessen niet ook in de praktijk worden gebracht.

## 4. Hebben wij de lessen geleerd?

In hoeverre zijn de lessen die wij in het voorgaande hoofdstuk beschreven nu geleerd? En belangrijker: in hoeverre brengen beleidsmakers, toezichthouders, financiële instellingen en burgers ze in de praktijk? Dit bespreken we hier langs de lijn van de vier in het vorige hoofdstuk geïdentificeerde lessen. Daarbij geven wij aan welke voorstellen er zijn gedaan en in hoeverre deze ook daadwerkelijk in de praktijk zijn gebracht.

Overigens zijn we hierbij zeker niet volledig, we bespreken enkel de in onze optiek meest belangrijke maatregelen. Sinds 2008 is er een grote hoeveelheid regelgeving over de financiële sector uitgestort. Veel hiervan vormt in onze ogen geen wezenlijke oplossing van de geïdentificeerde problemen en bespreken wij hier dan ook niet.

### Regelgevend kader zet nog onvoldoende aan tot verantwoord gedrag

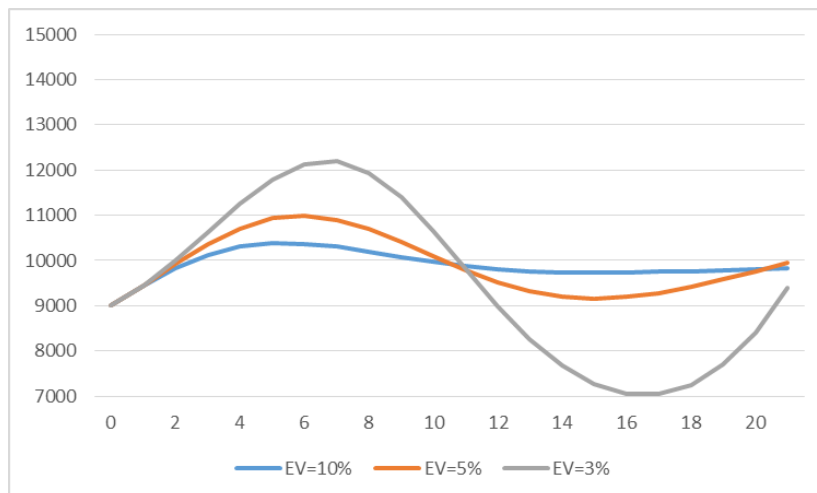
‘Wel de lusten, niet de lasten’, dat is een recept voor onverantwoord gedrag. Dat bleek ook weer in 2008. Het voorkomen van instellingen die *‘too big to fail’* zijn, waardoor overheden zich in de crisis genoodzaakt zagen om private financiële instellingen met belastinggeld te hulp te schieten, is sinds 2008 dan ook een hoofdlijn geweest bij de hervorming van het financieel systeem. Alleen als degene die risico’s bepalen daar ook zelf de gevolgen van ondervinden, zullen ze dit op verantwoorde wijze doen. Dat is geprobeerd met nieuwe regels die het risicodragende vermogen vergroten, structurele ingrepen die de vermenging verkleinen van meer en minder risicovolle- en/of publieke en private activiteiten, door de diversiteit van het financieel systeem te vergroten (en instellingen te verkleinen) en door beloningsbeleid te matigen.

### Meer, maar nog altijd te weinig, risicodragend vermogen

Voor banken zijn hogere eisen gesteld aan het aandeel eigen vermogen in hun financiering en hun risicodragend vreemd vermogen. Dit stelt banken in staat om grotere verliezen zelf op te vangen. Hierdoor hebben aandeelhouders ook meer *‘skin in the game’*, hebben zij er meer bij te winnen om te grote risico’s te voorkomen. Hierdoor nemen de prikkels af om de financiële cyclus te zeer uit de hand te laten lopen. Hogere kapitaalseisen zetten een rem op de financiële cyclus (Schoemaker en Wierdsma 2017).

## Meer eigen vermogen dempt de financiële cyclus

### Financiële cyclus bij verschillende niveaus van eigen vermogen voor banken



Bron: Schoenmaker en Wierts (2017)

In 2009 is door de G20 een nieuw pakket aan wereldwijd geldende kapitaalregels aangenomen (Basel III). Deze zijn in Europese regelgeving omgezet (CRD/CRR IV). Hierdoor steeg de minimale hoeveelheid eigen vermogen en het breder gedefinieerde risicodragend vermogen (eigen vermogen plus achtergestelde leningen die in geval van dreigende problemen, of na failliet van de bank, verlieslatend zijn, ook wel TLAC en MREL genoemd).

Daarbij zijn er voor het eigen vermogen twee ratio's waarnaar gekeken wordt. Het eigen vermogen ten opzichte van de hele balans (de *leverage ratio*) en ten opzichte van een risico gewogen balans. In dat laatste geval is de balans korter omdat veel leningen minder meetellen, een gegarandeerde hypotheek krijgt bijvoorbeeld een weging van 15% en een (risicovollere) bedrijfslening 50%.

De regulering kende voor 2008 geen *leverage ratio*. Deze is nu op 3% gesteld voor het eigen vermogen (Europese Raad 2018). Voor de risico gewogen balans is de eigen vermogens eis 7% waar nog enkele opslagen op kunnen komen voor systeemrisico, contracyclische buffers e.d.. Daardoor kan deze nu oplopen tot rond de 15% voor grote internationale systeembanken als ING.

SFL is kritisch op deze risico gewogen maat omdat het gevaar bestaat dat risico gewogen buffers worden uitgehold doordat de gebruikte risicowegingen de werkelijke risico's onderschatten. In de jaren voor de crisis namen de risicowegingen bijvoorbeeld sterk af (Benink en Benston 2005, Slovik 2012, Mariathasan en Merrouche 2012, Blundell-Wignall en Atkinson 2010). Ongewogen kapitaalratio's zijn daarom een betrouwbaarder indicator voor de stabiliteit van banken gebleken (Turner 2009, Hoenig 2012).

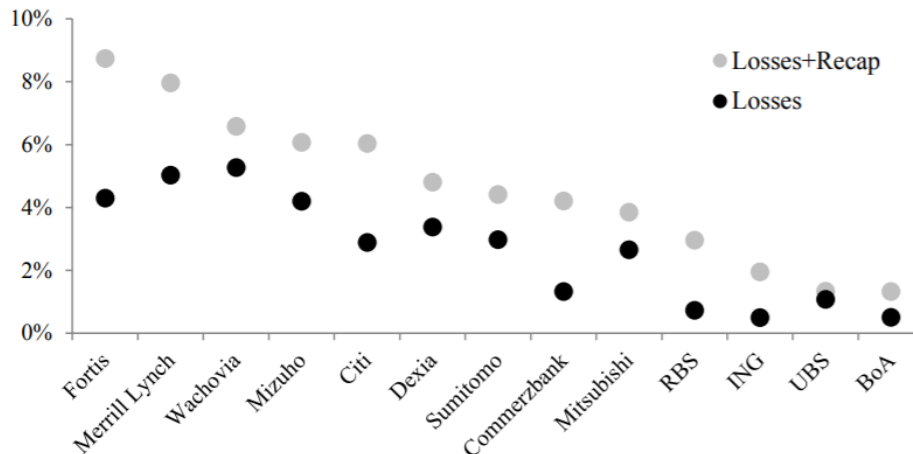
Nederlands heeft deze *leverage ratio* op aanbeveling van de commissie Bankenstructuur (commissie Wijffels) op 4% gesteld. Een besluit dat door het kabinet Rutte III weer zal worden teruggedraaid (Regeerakkoord 2017). Overigens is de *leverage ratio* van de Nederlandse banken met tussen de 4 en 5% al hoger en zal door de nieuwe regels (Basel 3.5) nog hoger worden (DNB 2018).

Dat de financiers van banken, en niet de belastingbetaler, de kosten moeten dragen van verliezen die een bank lijdt, daarover is geen discussie. Iedereen wil van de 'bail out' die in 2008 plaatsvond, toen financiers van banken werden 'uitgekocht' met belastinggeld, naar een situatie van 'bail in' waarbij de financiers zelf voor de verliezen opdraaien.

De vraag is echter in hoeverre we daar nu al zijn. Daarvoor is ook van belang of de hoeveelheid risicodragend vermogen groot genoeg is om verliezen op te vangen. Daarbij wordt nu gemikt op 8% van de balans. In de crisis van 2008 zou dat voor de meeste banken voldoende zijn geweest (en de 3% *leverage ratio* niet).

## Banken behoeven veel eigen vermogen in tijden van crisis

### Historische bankverliezen en rekapitalisatie als percentage van de hele bankbalans



Bron: FSB (2015)

Daarbij is het de vraag of in geval van crisis al dit risicodragend kapitaal ook inderdaad beschikbaar zal blijken te zijn. Hiervoor is het van belang onderscheid te maken tussen twee soorten risicodragende financiering. In de eerste plaats leningen die automatisch worden omgezet naar eigen vermogen op het moment dat het eigen vermogen van een bank onder een bepaalde grenswaarde zakt, zogenaamde *contingent convertibles* (ook wel *coco's*).

Daarnaast is er risicodragend vreemd vermogen dat pas beschikbaar is voor absorptie van verliezen (*'bail in'*) als de bank in resolutie wordt geplaatst, als de bank failliet is verklaard en de toezichthouder kijkt welke onderdelen nog levensvatbaar zijn. Het probleem daarbij is dat de Europese regels hiervoor (de *Bank Recovery and Resolution Directive*, BRRD 2015 en de *Single Resolution Mechanism Regulation SRMR* 2016) uitzonderingsbepalingen kennen (voor systeemrisico en een zogenaamde preventieve herkapitalisatie bij verwachte beperkte verliezen) en dat instemming vereist is van de Commissie en Raad, en daarmee nationale overheden (ESFRC 2014). Overheden die niet graag de toorn wekken van bijvoorbeeld vele kleine investeerders (die ook stemmers zijn) zoals in Italië.

In de praktijk zien we dan ook dat er weliswaar voorbeelden zijn van banken waar vreemd vermogen verschaffers ook geld hebben verloren, zoals al in 2014 in Nederland met SNS Bank en in 2017 werd in Spanje de *Banco Popular* als eerste volgens de nieuwe Europese regels afgewikkeld. Tegelijkertijd is in Italië, ondanks de Europese resolutie regels, in 2017 in nog drie banken zo'n 22 miljard euro aan overheidssteun gestopt.<sup>1</sup> Ook de ervaring in de VS, waar al sinds 1991 een resolutiemechanisme bestaat, is dat deze bij de crisis van 2008 enkel is toegepast op kleine en middelgrote banken.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Dat waren de Banca Popolare di Vicenza, Veneto Banca en de Monte dei Paschi di Siena

<sup>2</sup> Harald Benink (p.52) in Fransman en van Tilburg (2016)

En dat waren dan nog vrij geïsoleerde gevallen. Juist in het geval van een systeemcrisis zullen autoriteiten terughoudend zijn met het neerleggen van de rekening bij de financiers van banken, uit angst dat andere banken hierdoor hun financieringskosten zullen zien oplopen.

Kortom: hoewel er zeker vooruitgang is geboekt om banken van meer risicodragend vermogen te voorzien, is de publieke achtervang van juist de grootste banken nog niet verdwenen. Zeker niet op het moment dat een groot deel van de financiële instellingen dezelfde fouten heeft gemaakt, als ze tegelijkertijd zich hebben laten meeslepen door de financiële cyclus.

#### Geen scheiding spaargeld en zakenbankieren

Naast het vergroten van het risicodragend vermogen is een andere manier om het *too big to fail* probleem op te lossen geweest het scheidbaar maken van de verschillende functies van financiële instellingen. De gedachte hierachter is dat niet alles wat een bank doet een even groot publiek belang heeft. Door de essentiële publieke functies, als betalingssysteem, beheer van spaargeld en MKB-kredietverlening, te scheiden, of scheidbaar te maken, zou de garantie voor andere activiteiten kunnen verminderen.

In het Verenigd Koninkrijk is gekozen voor een systeem van *ring fencing* (Vickers 2010) in de VS voor een verbod op de handel eigen rekening bij instituties met spaargeld (*Volcker rule*). Ook de parlementaire commissie De Wit bepleitte een afscherming van nutsbankactiviteiten van zakenbankactiviteiten. Later stelde minister van Financiën voor geen handel voor eigen rekening te willen maar daartoe Europese voorstellen af te willen wachten. Die kwamen er in 2012 met de aanbevelingen van de commissie Liikanen (2012). Een voorstel voor regelgeving van de Europese Commissie (2014) kon echter nooit rekenen op voldoende steun waarna het uiteindelijk in 2017 is ingetrokken.

Inmiddels was als onderdeel van de bankenunie wetgeving gekomen, de hiervoor al genoemde *bank recovery and resolution directive*, die banken in geval van nood scheidbaar moet maken. Dit geeft toezichthouder de mogelijkheid om risicovolle zakenbankactiviteiten ook van tevoren, preventief, af te scheiden (EC 2017).

#### Iets nieuws ernaast als scheiden niet lukt

Plannen om publieke belangen te borgen door bepaalde activiteiten af te scheiden zijn gestrand. Daarvoor in de plaats zijn initiatieven gekomen om publieke belangen dan maar buiten banken om te organiseren. In Nederland is getracht een depositobank op te richten waar spaarders hun geld veilig kunnen stallen. Vanuit heimwee naar de Postbank is gepleit voor een Postbank 2.0 waar alle Nederlanders een rekening krijgen en via welke daardoor het betalingsverkeer los van andere banken draaiende gehouden kan worden.

Internationaal is er veel aandacht voor een door centrale banken uitgegeven digitale munt (*central bank digital currency*). Zoals centrale banken nu munt- en papiergeld uitgeven zou de centrale bank hierbij ook digitale cash maken. Deze kan iedereen dan aanhouden op een eigen rekening bij de centrale bank, net zoals banken nu ook al een eigen rekening bij de centrale bank hebben. Vooralsnog wegen voor centrale banken mogelijke nadelen van zo'n systeem, als bank runs en een rem op de kredietverlening, zwaarder dan de voordelen (BIS 2018). Al zijn er ook ontwerpen in ontwikkeling die aan deze bezwaren tegemoet kunnen komen (Kumhof en Noone 2018).

### Een wat kleinere maar niet veel diverser financiële sector

Diversiteit ook van belang voor stabiliteit, en om verantwoordelijk gedrag af te dwingen. Als een te groot deel van de financiële instellingen te veel op elkaar lijkt is de kans ook groot dat zij tijdens een crisis tegelijk in de problemen komen. Onderlinge steunmechanismen als het depositogarantiestelsel kunnen dan niet functioneren. Zelfs als er een robuust Europees resolutieraamwerk is, zal in geval van een systeemcrisis voor de Nederlandse overheid de drang groot zijn om systeemrelevante banken in nood met belastinggeld te redden om zo te voorkomen dat de financieringskosten voor de rest van de economie stijgen. Immers, in tijden van crisis is dat wel het laatste wat de economie kan gebruiken.

De crisis leerde dat niet alleen banken in geval van crisis kunnen rekenen op overheidsgaranties. Toen in de VS de zogenaamde money market funds in problemen kwamen werden ook die gegarandeerd door de Amerikaanse centrale bank (Henriques 2008). Wat dat betreft is het ook van belang dat financiële instellingen niet te groot worden ('*too big to fail*').

De omvang van financiële instellingen is ook in Nederland veelbesproken (SFL 2013, Commissie structuur Nederlandse banken 2013, Kabinetsvisie 2013, Bijlsma et al 2015, DNB 2015). Naast het stabiliteitsargument speelde hierbij ook een rol de wens om het MKB beter te bedienen. Mede door de toegenomen regelgeving zijn banken steeds minder in staat het (kleinste) MKB te financieren. De economische literatuur leert ook dat grote banken bureaucratische organisaties zijn die slecht aansluiten bij de financieringsbehoeften van (zeker) het (innovatieve) MKB (Aghion et al. 2007 en Brown et al. 2009).

De afgelopen jaren zijn er dan ook de nodige initiatieven genomen om nieuwe financieringsvormen te stimuleren. Zo is onder meer met publieke middelen Qredits opgezet en is er een wet gekomen om kredietunies mogelijk te maken. Daarnaast hebben AFM en DNB een *regulatory sandbox* opgezet om innovatieve FinTech bedrijven te ondersteunen. Ook biedt AFM *crowdfunding* platformen de mogelijkheid om met specifieke ontheffingen te werken. Het regeerakkoord uit 2017 kondigt een bankvergunning *light* aan.

In toenemende mate betreden nieuwe op het MKB gerichte internationale financiers de Nederland markt als Spotcap, Lendix, Seedrs en Funding Circle. Seedrs verzorgt in het VK al de meeste investeringen in de Venture Capital markt en Funding Circle heeft al bijna €5 miljard uitgeleend aan MKB bedrijven. In het VK worden op dit moment al 1 op de 5 kleinbedrijven via dit soort online platformen gefinancierd. Zij betrekken hun middelen via *crowdfunding* of van institutionele beleggers en onderscheiden zich van banken door een snelle geautomatiseerde beoordeling van de kredietvraag via eigen algoritmen. Overigens stappen banken nu ook zelf in deze concurrerende markt, zoals ABN Amro met New10.

#### Open banking

Met de *Payment Service Directive 2* (PSD2) volgt de Europese Unie het Britse voorbeeld van 'open banking'. Als de klant dat wil moet de bank zijn gegevens doorspelen aan derden. Hiermee ontstaat de mogelijkheid voor andere partijen om 'tussen' de bank en zijn klant te gaan zitten en deze allerhande diensten te verlenen gebaseerd op zijn betaalgegevens. Ontrees en Money Dashboard zijn voorbeelden van partijen die deze rol vervullen. De grote *tech* bedrijven als Amazon, Google en Facebook kunnen hun aanbod hiernaartoe verbreden. Maar ook banken zelf zien kansen, zoals eerder al Knab zijn klanten een financieel totaaloverzicht bood. ING is in het VK gestart met Yolt, een dienst die klanten helpt om bijvoorbeeld een goedkopere energieleverancier te vinden.

Met de komst van de bankenunie is de aandacht voor het risico van grote Nederlandse banken afgenomen. Ten opzichte van de eigen economie is ING nog steeds een van de grootste banken van de wereld, maar afgezet tegen de EU-economie is het niet meer dan een subtopper. De vraag is welk perspectief het meest relevant is. Er is een vorm van kostendeling tussen EU-lidstaten voor banken die in de problemen komen via het *Single Resolution Fund* (van 1% van de hierdoor gedekte deposito's) en het Europees Stabiliteitsmechanisme (ESM) (met 60 miljard voor herkapitalisatie aan banken). Vergeleken met de 1600 miljard euro die tussen 2008 en 2012 door overheden in het bankensysteem zijn gestopt zijn dat redelijk beperkte bedragen. En hoewel het wel benoemd is als een onderdeel van de bankenunie is er ook nog geen Europees deposito garantiestelsel. Daardoor is de beroemde uitspraak van toenmalig *Bank of England* president Mervyn King nog steeds geldig dat "*banks are international in life but national in death*".

De dynamiek in de bankensector lijkt dan ook eerder een verdergaande concentratie te bevorderen dan dat het diversiteit stimuleert. Kleine banken zijn op drie fronten in het nadeel zijn: ze worden geconfronteerd met hogere financieringskosten omdat ze niet *too big to fail* zijn, hogere risicowegingen en een relatief zware regeldruk.

Tegenover deze oneigenlijke concurrentievoordelen voor grote banken staan niet of nauwelijks extra verplichtingen. Zij betalen aan de bankbelasting en het DGS bij naar rato van hun omvang. De nieuwe regelgeving (Basel III) voorziet weliswaar in een extra kapitaalbuffer voor systeembanken, maar dit leidt er in de praktijk niet toe dat ze meer eigen vermogen moeten aanhouden dan kleine banken. De kapitaalratio's van kleine banken zijn in de praktijk minimaal even hoog.

Anders dan in de VS kent de Europese bankenunie niet een limiet voor de omvang van banken. De verwachting is dan ook dat de bankenunie tot een verdere concentratie van de Europese bankensector zal leiden.<sup>3</sup>

#### Beloningsbeleid is gematigd, bestraffing nauwelijks plaatsgevonden

Tot slot het meest besproken aspect: de beloning van de financiële professionals. Een hoge variabele beloning geeft individuen een prikkel om in goede tijden de cyclus verder op te laten lopen. Zeker als daar in slechte tijden geen malus tegenover staat. Zowel Europees (CRDIV 2013) als in Nederland (WBFO 2014) zijn regels gekomen die de variabele beloning beperken en meer algemeen een beheerst beloningsbeleid dat geen perverse prikkels bevat. Dit zijn zeker goede stappen, net als het niet direct uitbetalen van een deel van de beloning. Al is de termijn waar dit voor geldt nog nergens zo lang als de financiële cyclus waarvoor deze al snel minimaal 10 jaar zou moeten bedragen (Haldane 2012).

Met name de strengere Nederlandse regelgeving leidde destijds tot veel protest uit de sector en waarschuwingen als zou het daarmee moeilijk worden voldoende talent aan te trekken.

Waarschuwingen over toptalent dat wegloopt blijken vooralsnog niet uit te komen. Tot dusver zijn er geen signalen dat de gevreesde negatieve effecten op het Nederlandse vestigingsklimaat, het gelijke speelveld en de concurrentiepositie zich in de praktijk voordoen (Ministerie van Financiën 2016).

Naast het temperen van de positieve beloning, de bonus, in goede tijden is ook gesproken over de malus als het verkeerd afloopt. Banken hebben voor vele miljarden aan boetes betaald. Dit heeft echter enkel de aandeelhouders geld gekost. Er zijn niet of nauwelijks bankiers veroordeeld tot het betalen van boetes.

---

<sup>3</sup> Overigens zijn ten opzichte van de hele EU-markt de grootste EU-banken nog wel aanzienlijk kleiner dan die in de VS. Zie Schoenmaker (2015).



### De coöperatie betaalt de rekening

Voor het manipuleren van de veelgebruikte LIBOR/Euribor-rente door enkele van zijn handelaren heeft de Rabobank een boete betaald van 774 miljoen euro. Tegen de betrokken medewerkers heeft de Rabobank maatregelen getroffen die niet openbaar zijn gemaakt. Bekend zijn wel de boetes die de tuchtcommissie uitdeelde, deze varieerden van 750 tot 3000 euro.

In 2009 gaf een meerderheid in de Tweede Kamer, inclusief VVD en CDA, aan de aansprakelijkheid voor bankiers bij wanbeleid te willen aanscherpen. Dat is in Nederland niet gebeurd. In 2010 kwam het onderwerp in het geheel niet voor in het rapport van de parlementaire commissie De Wit. In het Verenigd Koninkrijk is wel nieuwe wetgeving ingevoerd tegen wat heet *'reckless banking'*, roekeloos bankieren. Hierop staat een maximum gevangenisstraf van zeven jaar.

### Financiële sector blijft te dominant

Betere regels zijn noodzakelijk, maar niet genoeg. Regels moeten worden geïnterpreteerd en aangepast aan nieuwe ontwikkelingen. Voorkomen moet worden dat hierbij partijen toonaangevend zijn die belang hebben bij het opstuwen van de financiële cyclus. Het maatschappelijk krachtenspel dient daarom voldoende stevige tegenkrachten te kennen. Het debat over de (toepassing van) de regels voor de financiële sector moet niet, als voor 2008, het domein zijn van een beperkt aantal specialisten van financiële instellingen, toezichthouders en het ministerie van Financiën. Dat miskent de maatschappelijke dimensie van financiële reguleringsvraagstukken en leidt tot een tunnelvisie (Calomiris en Haber 2014, Admati 2016).

### Politiek

Sinds 2008 is de politiek zeer vocaal geweest, vooral over de beloningen. Dat dat nog steeds een heet politiek hangijzer is bewees de recente ophef over de voorgenomen salarisstijging van ING topman Hamers. Verschillende Kamerleden hebben ook initiatieven ontplooid om de sector te hervormen. Met het voortschrijden van de tijd neemt de aandacht wel af. Dat is weliswaar logisch, maar zoals we weten, ook gevaarlijk.

In Nederland concludeerde de parlementaire commissie de Wit dat de Kamer vroegtijdige waarschuwingen "ook geuit door gezaghebbende instanties" had gemist en daardoor "te beperkt kritische kanttekeningen geplaatst bij heersende paradigma's over financiële markten en regulering daarvan". Ook stelde de Wit c.s. dat de Kamer voor 2008 te weinig had geïnvesteerd in de eigen kennisontwikkeling: "Dit stond het voeren van een doorlopende, goed geïnformeerde dialoog met de regering en toezichthouders over de principes en hoofdlijnen van het financiële stelsel in de weg. Het was daardoor voor de Kamer moeilijk ontwikkelingen effectief te beïnvloeden, en het maakte het besluitvormingsproces ook soms ad-hoc en kwetsbaar voor beïnvloeding door deelbelangen via lobby's." De Kamer was hierdoor bij de totstandkoming van internationale en Europese standaarden en regelgeving vaak te laat om het proces nog te kunnen beïnvloeden.

Aanbevelingen van de commissie de Wit waren onder meer dat het CPB en DNB gezamenlijk minimaal een keer per jaar regering en parlement informeren over de internationale en nationale macro-economische ontwikkelingen in samenhang met ontwikkelingen in de financiële sector. Uiteindelijk is gekozen voor de oprichting van het Financieel Stabiliteitscomité (november 2012) dat bestaat uit vertegenwoordigers van DNB, AFM en het ministerie van Financiën onder voorzitterschap van de president van DNB. Daarnaast brengt DNB zelfstandig tweemaal per jaar het Overzicht Financiële Stabiliteit uit en het CPB eenmaal per jaar de Risicorapportage Financiële Markten. Dit wordt jaarlijks besproken met de president van DNB en de directeur van het CPB.

Ook beval de commissie onderzoek aan naar de zogenaamde *legislative footprint* of lobbyparagraaf, “een systeem waarbij de wetgever aangeeft welke actoren op welke wijze betrokken zijn geweest bij de opstelling van regulering”. Deze is er ondanks de nodige discussie hierover in de Kamer nog niet gekomen. Nederland loopt dan ook nog altijd achter bij veel andere landen en bijvoorbeeld de Europese Unie waar veel meer transparantie wordt gegeven (WRR 2016, SOMO 2017).

#### Transparantie in VS en Canada

In de VS publiceren toezichthouders, zoals de *Securities and Exchange Commission* (SEC) en de *Commodities Futures Trading Commission* (CFTC) informatie over bijeenkomsten met financiële partijen: de namen van organisaties en personen die ze hebben gesproken en het onderwerp van de vergaderingen. Canada is een voorloper met zijn 'commissaris voor lobbyen' die toezicht houdt op de naleving van de gedragscode voor lobbyisten en hierover rapporteert aan het Canadese parlement.

Dat lobby plaatsvindt achter gesloten deuren is een probleem voor de kwaliteit van het wetgevingsproces, het is dat zeker als je zicht wilt krijgen op de mate waarin lobby plaatsvindt en met welk resultaat. Het NRC (2015) wist met een wob-verzoek wel documenten boven tafel te krijgen die lieten zien hoe intensief ING en de NVB betrokken waren bij het opstellen van wetgeving waardoor banken een fiscale vrijstelling kregen.

Maar zoals het gezegde luidt: Je herkent en boom aan zijn vruchten. Waar direct na 2008 veel initiatieven genomen werden om de regels sterker te maken, zien we nu in toenemende mate een omgekeerde beweging. Zowel het proces als de inhoud van recente besluiten duiden op een weer sterkere politieke invloed van de financiële sector.

#### Toename irrationeel beleid bewijs van steeds effectiever financiële lobby?

In Nederland is er veel te doen geweest over het besluit om de dividendbelasting af te schaffen. Een maatregel die in geen van de verkiezingsprogramma's was terug te vinden. In datzelfde regeerakkoord werd ook overeengekomen om de *leverage ratio* in Nederland weer naar het Europese niveau te verlagen. Ook hier was in geen enkel verkiezingsprogramma voor gepleit. Noch overigens in openbare stukken van de Nederlandse Vereniging van Banken of van afzonderlijke banken.

Ook op Europees niveau zien we de invloed van de bankenlobby. Bijvoorbeeld bij de prioriteit die bij de kapitaalmarktunie wordt gegeven aan de securitisatie van leningen door banken. Een techniek die vrijwel uitsluitend wordt gebruikt bij hypotheekleningen en dus irrelevant is voor de twee belangrijkste doelen van de CMU: kredietverlening aan bedrijven, in het bijzonder MKB, en financiering van overheden (Engelen en Glasmacher 2018).

Tot slot, recent heeft de Europese Commissie voorgesteld de kapitaalseisen voor groene leningen te verlagen. Dit terwijl vrijwel iedereen vooral redenen ziet om de kapitaalseisen voor onduurzame leningen te verhogen (Boot en Schoemaker 2018 en Villeroy de Galhau 2018). Wel was dit een wens van de Europese Banken Federatie (Federation Bancaire Francaise 2016 en European Banking Federation 2017).

#### Aandeelhouders

Voor 2008 is de macht van aandeelhouders sterk vergroot. Zowel via regelgeving als door ondernemingen zelf die hun beschermingsconstructies afbraken. Banken met aandeelhouders die grote blokken aandelen hadden, en dus relatief invloedrijk waren, blijken het in de crisis aanmerkelijk slechter te hebben gedaan dan banken met een gespreid aandeelhouderschap. Dat duidt erop dat de aandeelhouders banken hebben aangezet tot het nemen van grotere risico's. In feite een perverse marktdiscipline (Laeven en Levine 2009, Beltratti en Stulz 2012, Erkens, Hung en Matos 2012). Ook banken die op andere wijze geen aandeelhouders hadden (zoals coöperatieve banken) of die de

aandeelhouders via certificering op een afstand hadden gezet hebben de crisis beter doorstaan (GABV 2016, Mooij en Boonstra 2012).

Zeker sinds 2008 staat de rol van financiële markten, als zouden deze bedrijven aanzetten tot een te grote focus op de korte termijn, volop ter discussie. Voor het Verenigd Koninkrijk concludeerde een commissie onder leiding van professor John Kay (2015) dat korte termijn geneigdheid een probleem is veroorzaakt door perverse prikkels door de investeringsketen. Internationaal hebben grote pensioenfondsen en vermogensbeheerders zich verenigd onder de noemer *Focusing Capital on the Long Term* om het kapitaal meer op de lange termijn te richten. Daaronder ook enkele grote Nederlandse partijen, die eerder stelden “Aandeelhouders en ondernemingen zitten in een vicieuze korte termijn cirkel en rennen van kwartaal naar kwartaal” (Andringa et al 2015).

Specifiek voor de Nederlandse pensioenfondsen speelt hierbij een rol dat zij sinds de verliezen in 2008 en de lage rente die daarop volgde steeds aan de grens van de zogenaamde dekkingsgraad zitten. Deze is gebaseerd op de actuele waarde van de pensioenbeleggingen. De discussie over de dekkingsgraad maakt het lastig voor pensioenfondsen om echte lange termijn investeringen te doen en zo de premie die ze vanwege hun ook lange verplichtingen kunnen incasseren ook daadwerkelijk te oogsten (SFL 2014, WRR 2016). Dit hangt samen met de manier waarop de solidariteit tussen generaties nu is georganiseerd in het Nederlandse pensioenstelsel. Om verschillende redenen wordt nagedacht over een nieuw stelsel waarbij er meer individueel gespraad kan worden. Dat zou in ieder geval als voordeel hebben dat jongeren hun pensioenbesparingen met meer risico kunnen beleggen zoals in Denemarken het geval is.

#### Deense jeugd investeert in eigen toekomst

In Denemarken is meer dan helft van het durfkapitaal afkomstig van pensioenfondsen. Dit komt doordat pensioenfondsen beleggen volgens een levenscyclusmodel, waarbij jongeren die nog ver van hun pensioen zijn meer risico kunnen dragen dan ouderen die een kortere tijdshorizon hebben (van der Vooren en Hanemeijer 2015).

De Commissie de Wit beval aan te komen tot ‘verantwoord aandeelhouderschap’ gericht op lange termijn waarde creatie via een loyaliteitsdividend en verzwamd stemrecht. Deze zijn er niet gekomen. Wel is er de geactualiseerde Gedragscode corporate governance (2017) die sterk de nadruk legt op de stakeholderbenadering en lange termijn waardecreatie. Echter, ook voor 2008 stond al in het Burgerlijk Wetboek dat bestuurders en commissarissen het belang van de onderneming moeten nastreven, zijnde de resultante van de afweging van de belangen van hen die bij de vennootschappelijke werkzaamheden zijn betrokken. En dus niet alleen de belangen van de aandeelhouders. Wetten waar zoals Dirk Duijzer (2012) van de Rabobank het beschreef “commissarissen voor de crisis grotelijks de hand mee hebben gelicht.” Om deze bepalingen te handhaven zijn geen extra maatregelen genomen.

De Europese Commissie stelde een Financial Transaction Tax voor (2011), een kleine belasting op financiële transacties die korte termijn gedrag afstraft. Nederland heeft hier nooit aan deel willen nemen, vanwege de vermeende kosten voor de pensioenfondsen. In 2013 is besloten met een kopgroep van start te gaan. Tot op heden is echter nog geen overeenstemming bereikt over de precieze vorm.

#### Burger en maatschappelijke organisaties

Sinds 2008 is breed in de samenleving de aandacht voor de financiële sector toegenomen. Vooral het onderwerp beloningen raakt een gevoelige snaar. De maatschappelijke ophef heeft ook op meerdere momenten voorgenomen besluitvorming daarover tegengehouden. In 2011 ontstond een brede

wereldwijde beweging onder de noemer *Occupy Wall Street*. Bestaande organisaties, van consumentenbond tot milieuorganisaties, zijn zich de afgelopen jaren ook sterker met de financiële sector gaan bezig houden. Specifiek rond financiële regelgeving zijn verschillende organisaties actief zoals SOMO vanuit het maatschappelijk middenveld in Nederland, *Finance Watch* in Brussel en in Amerika bijvoorbeeld *Better Markets*.

Het blijft voor dit soort maatschappelijke organisaties lastig om invloed uit te oefenen in de vele gremia waarlangs besluitvorming wordt vorm gegeven. Zo worden regels vaak op grote lijnen internationaal afgestemd in relatief besloten opererende gremia als Basel/BIS, FSB en G20. Deze akkoorden worden vervolgens eerst in Brussel vertaald in EU-wetgeving en daarna in nationale lidstaten en verder uitgewerkt door de verschillende Europese toezichthouders. Allemaal organisaties die van oudsher nauwe banden onderhouden met de financiële sector, die vele adviesraden bemensen, en waar het ook veel personele uitwisseling mee heeft.

Om in al deze gremia te kunnen participeren zet de financiële sector een groot aantal lobbyisten in. Volgens de Brusselse lobbyonderzoekers *Corporate Europe Observatory* zijn in Brussel 1700 financiële lobbyisten actief, dat is vier op elke ambtenaar die zich bezig houdt met de financiële sector. Jaarlijks spendeert de financiële sector 130 miljoen euro aan haar Brusselse lobby. Dat is meer dan 30 keer meer dan de 4 miljoen die maatschappelijke organisaties als vakbonden, milieu- en consumentenorganisaties tezamen te besteden hebben (CEO 2014). Door deze grote ongelijkheid in toegang en capaciteit is de structurele invloed van de financiële sector op beleid dan ook niet minder geworden. Of zoals de WRR (2016) concludeert: “De institutionele vormgeving en de besluitvormingsprocedures zijn niet dermate veranderd dat deze financiële spelers structureel minder invloed zouden kunnen uitoefenen op het beleid”.

#### De lege stoel van de volgende generaties

Om de stem van volgende generaties hoorbaar te maken is in verschillende landen een ‘ombudspersoon voor volgende generaties’ aangesteld, een onafhankelijk en professioneel instituut dat toegang heeft tot alle relevante overheidsinformatie. Een idee dat in Nederland wordt uitgedragen door Worldconnectors. In Nederland hebben verschillende bedrijven, waaronder asr en ABN Amro, de ‘toekomststoel’ ingevoerd. Een lege stoel die in vergaderingen de toekomst symboliseert en zo aandacht voor duurzaamheid vraagt.

#### Wetenschap en onderwijs

Hoewel, net als toezichthouders, ook veel wetenschappers voor 2008 waarschuwden voor de zich opbouwende risico's bood per saldo ook de wetenschap onvoldoende tegenwicht. Dominante onderdelen van het wetenschappelijk onderwijs en onderzoek, in het bijzonder de business schools en economische faculteiten, leverden juist de ideologische onderbouwing voor een beleid van deregulering en ongebreidelde financiële innovatie.

Vanaf de jaren '70 gingen veel van de hoogste onderscheidingen, zoals de ‘Nobelprijzen’ (van de *Sveriges Riksbank*) naar economen die de efficiënte markt hypothese propageerden en de waardingsmodellen die daar op gebaseerd zijn. Modellen die, zo leerde 2008, veel risico's buiten beschouwing laten. Of zoals een groep toonaangevende Britse economen antwoordde aan hun koningin toen die vroeg hoe het toch kon dat zij de crisis niet zagen aankomen, het was “*principally a failure of the collective imagination of many bright people*” (British Academy 2009).

De Britse economen wezen vooral op de les dat ook als individuele instellingen er allemaal goed voor lijken te staan, er zich op macro niveau grote problemen kunnen voordoen. Eerder al wezen we op de herwaardering van economen als Minsky en de rol van de financiële sector. Ook is er sinds 2008

meer aandacht voor gedragseconomie. In nieuwe theorieën en modellen krijgen deze nu meer een plek.

Dit voortschrijdend inzicht is natuurlijk precies hoe de wetenschap zich dient te ontwikkelen. Zo gezien was de crisis een waardevolle les. Een les echter die de economische wetenschap al veel vaker en eerder had geleerd. De wetenschap blijkt dus ook vergeetachtig en niet enkel een proces van positieve ontwikkeling naar alsmaar beter begrip van de economie.

Deels is dat te wijten aan de natuur van de economische wetenschap. Dat is, ondanks alle wiskunde en in toenemende mate beta kennis (denk aan hersencans) waar gebruik van wordt gemaakt, in essentie een sociale. Het onderwerp van studie neemt kennis van de nieuwe kennis en benut deze om zijn gedrag aan te passen.

Maar het is niet alleen een wetenschapsfilosofisch probleem. Net als toezichthouders is het ook voor wetenschappers verleidelijk om tegemoet te komen aan de (vermeende) belangen van de financiële sector die het bestudeert. Zingales (2013) beschrijft hoe wetenschappers gevoelig zijn voor dezelfde mechanismen waardoor toezichthouders uiteindelijk veelal de belangen van de onder toezicht gestelden gaan behartigen in plaats die van het publiek, waar ze toch voor zijn aangesteld: de noodzaak om toegang tot data te krijgen, dat het publiek voor een belangrijk deel uit de financiële professionals bestaat en de populariteit onder die groep de verdere carrièrekansen bepaalt.

#### **De financiële (in)stabiliteit van IJsland**

In de documentaire *Inside Job* (2010) wordt de gerenommeerde econoom Mishkin geconfronteerd met zijn rapport uit 2006 *'The financial stability in Iceland'*. Daarin concludeert hij dat de IJslandse economie geen groot financieel stabiliteitsrisico kent. Dat terwijl op dat moment financieel analisten al veel zorgen hadden geuit over de enorme omvang van de IJslandse financiële sector en de oplopende verliezen. Mishkin had niet duidelijk gemaakt dat het rapport was geschreven op verzoek van, en gefinancierd door, de IJslandse Kamer van Koophandel. In zijn CV van na 2008 bleek hij de naam van het rapport te hebben aangepast naar *'The financial instability in Iceland'*.

Een recent onderzoek naar het bachelor onderwijs in Nederland laat zien dat ook tegenwoordig neo-klassieke leerstukken 86% van de leerstof behelsen (Rethinking Economics 2018).

#### **Financiële sector zoekt nieuwe rol in samenleving**

In 2011 concludeerde SFL dat door een korte termijn oriëntatie, gericht op financiële hypes, het belang van samenleving en bankier steeds meer uiteen was gaan lopen. Daarom moeten banken zich weer meer op de reële economie oriënteren. Daarbij was de verwachting dat zij, net als veel reële ondernemingen die de toenemende schaarste al aan den lijven ondervinden, het belang van de sociale en ecologische duurzaamheid zullen onderkennen en daar naar gaan handelen (SFL 2011). In die tijd waren Nederlandse financiële instellingen echter vooral druk met de omslag naar het centraal zetten van de klant (Maas 2009).

In haar inbreng voor de Commissie Structuur Nederlandse Banken beval SFL (2013) aan dat banken zich uitspreken over hun rol in de samenleving, hierop een duidelijke en aansprekende missie formuleren, personeel inzetten dat deze missie van harte onderschrijft, en helder en volledig communiceren over de manier waarop zij hier uitvoering aan geven: "Dit legt de basis voor een nieuw sociaal contract tussen de samenleving en 'haar bankiers'."

De commissie Wijffels (2013) deed de aanbeveling aan banken om hun visie op de rol die zij in de samenleving willen vervullen te expliciteren in een 'maatschappelijk statuut'. In 2014 presenteerde

de Nederlandse Vereniging van Banken (NVB) een Maatschappelijk Statuut, naast de Code Banken en de bankierseed. Hierin wordt expliciet de maatschappelijke rol van banken benoemd. De commissie monitoring code banken concludeerde in haar eindrapport (2016) dat de Code naar de letter vrijwel helemaal wordt uitgevoerd. Ze concludeerde echter ook dat de uitleg over minder goed meetbare principes als de maatschappelijke rol “veel te wensen overlaat”. Ze beveelt banken aan een dialoog met samenleving te starten, bijvoorbeeld via een onafhankelijke adviescommissie bestaande uit consumenten en andere stakeholderorganisaties waar een regelmatig en openlijk gesprek mee wordt gevoerd (Monitoring Commissie Code Banken 2016).

Hoewel dergelijke vaste adviescommissies er (nog) niet zijn gekomen, laat staan vertegenwoordigers van de samenleving in de Raad van Commissarissen (SFL 2013), zijn Nederlandse financiële instellingen de laatste jaren wel steeds explicieter over hun maatschappelijke rol gaan communiceren. Veelal onder het mom van *purpose* hebben zij hun maatschappelijke ambities benoemd en hiervoor ook doelstellingen geformuleerd.

#### **Bankieren voor een betere wereld**

De afgelopen jaren hebben de grootbanken in Nederland hun missie opgeschreven in steeds maatschappelijker termen. Zo wil de ABN AMRO “een betere bank zijn die bijdraagt aan een betere wereld.” Rabobank ziet zichzelf als “een maatschappelijke bank” en wil “een substantiële bijdrage leveren aan het welzijn en de welvaart in Nederland en de oplossing van het voedselvraagstuk in de wereld.” De Volksbank streeft naar het optimaliseren van “gedeelde waarde”: “door het leveren van nut voor klanten, het nemen van verantwoordelijkheid voor de maatschappij, het zorgen voor zingeving voor medewerkers en het behalen van rendement voor de aandeelhouder(s).”

Steeds meer worden deze maatschappelijke missies ook vervat in concrete doelstellingen. Zo stelde ABN AMRO zichzelf voor 2020 ten doel: 1 miljard euro aan circulaire bedrijfsmiddelen financieren, 100 circulaire financieringen en 1 miljoen ton minder CO2 uitstoot. In 2030 wil ABN AMRO dat alle woningen en kantoren die zij helpt financieren gemiddeld een energielabel A scoren. In dat jaar wil de Volksbank dat haar hele balans klimaatneutraal is.

Hoewel het nog zoeken is naar de juiste vorm en toon lijken de meeste Nederlandse financiële instellingen hun maatschappelijke rol nu op te willen pakken. Deels is die ook gedreven door toezicht nu zowel DNB als AFM duurzaamheid hebben opgenomen in hun programma's voor de komende jaren en de herziene code corporate governance (van Manen 2016) die de lange termijn waardecreatie voor alle stakeholders benadrukt.

Maar wellicht belangrijker is de zakelijke ratio. De kansen en risico's die samenhangen met de verschillende transitie (energie, circulair) zullen de komende jaren voor een belangrijk deel bepalen welke bedrijven wel en niet succesvol zijn. Ook blijkt dat medewerkers steeds sterker vragen om een heldere *purpose* van de organisatie. Tot slot past een richtinggevende *purpose* ook bij de nieuwe meer flexibele organisatievormen die financiële instellingen de laatste jaren hebben aangenomen. Deels om kosten te besparen maar vooral ook om flexibel in te kunnen spelen op met name de nieuwe technologische mogelijkheden.

Een bredere taakopvatting van private partijen, in het bijzonder de financiële, past mogelijk ook bij dit tijdsgewricht van globalisering. Nu de publieke organisatie op het nationale of regionale niveau achterblijft verwachten mensen steeds meer dat multinationale ondernemingen zich ontfemen over maatschappelijke taken.



### **Purpose or perish**

In zijn brief aan de CEO's van 'zijn' bedrijven geeft Larry Fink (2018), 's werelds grootste belegger met 4600 miljard dollar in beheer van zijn vermogensbeheerder BlackRock, aan dat korte termijn winstcijfers niet langer zaligmakend zijn. Fink wijst erop hoe sinds de crisis de kapitaalbezitters enorme winsten hebben geboekt, terwijl de rest het moet doen met nauwelijks rente over de spaargelden, beperkte loonsverhoging en een onzeker pensioen. Omdat overheden niet in staat blijken hun bevolking op de toekomst voor te bereiden kijkt de maatschappij in toenemende mate naar de private sector en vraagt bedrijven maatschappelijke vragen van een passend antwoord te voorzien. Een roep waar bedrijven volgens Fink niet aan voorbij kunnen gaan: *"Without a sense of purpose, no company, either public or private, can achieve its full potential. It will ultimately lose the license to operate from key stakeholders. It will succumb to short-term pressures to distribute earnings, and, in the process, sacrifice investments in employee development, innovation, and capital expenditures that are necessary for long-term growth"*

Overigens roept deze ontwikkeling wel tal van vragen op over de (democratische) legitimiteit van de zorgzame multinationals (Crouch 2011). In de praktijk organiseren de meeste financiële instellingen nu zelf jaarlijks een bijeenkomst met stakeholders, een zelf gekozen groep die eenmaal bijeenkomt om hun visie te geven op de inzet van de financiële instelling. Financiële instellingen kiezen zo dus als het ware per jaar hun eigen parlement en stellen daarvoor ook zelf de regels op.

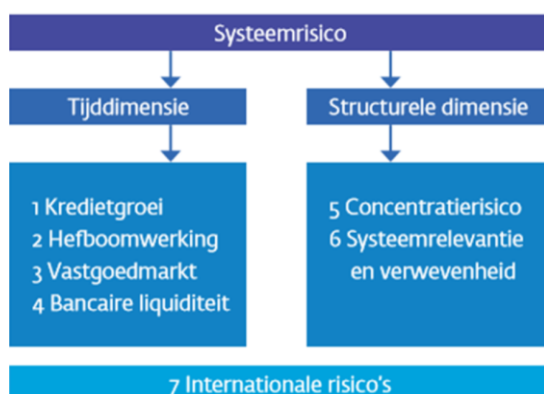
### **Een sterk mandaat voor de toezichthouder, maar nog niet de instrumenten**

Een stabiel en dienstbaar financieel stelsel is een opdracht aan ons allemaal. Tegelijkertijd hebben we gezien hoe de financiële sector een inherente destabiliserende dynamiek kent. Individuele huishoudens en financiële instellingen zijn niet in staat de financiële cyclus af te remmen. In essentie is dit een coördinatieprobleem. Dat vraagt om een partij met de bevoegdheden en instrumenten om het gedeelde publieke belang te behartigen, in dit geval het beperken van de financiële cyclus (Haldane 2010). De toezichthouder is hiervoor de aangewezen partij.

Dit is in 2009 ook breed onderkend en in aanbevelingen vervat. Daarbij werd sterk de nadruk gelegd op de macro economische onevenwichtigheden die financiële instellingen, die elk voor zich gezond lijken, toch onderuit kunnen laten gaan. Toezichthouders hebben daarom naast hun traditionele micro-prudentiële focus ook meer oog voor de macro-prudentiële blik. Daarbij kijken zij zowel naar cyclische als structurele risico's (zie figuur).

## **De macroprudentiële toezichtsblik**

### **Dimensie van systeemrisico en aandachtsgebieden**



Bron: DNB, De financiële stabiliteitstaak van DNB

Ook is het niveau van toezicht opgeschaald. Naast de nationale toezichthouders zijn ook op internationaal, vooral Europees, niveau nieuwe organisaties ontstaan als de *European Systemic Risk Board* (ESRB). Ook het toezicht op de grotere individuele instellingen is naar Europees niveau gebracht via het *Single Supervisory Mechanism* (SSM).

De toezichthouder heeft dus een breder mandaat gekregen en acteert steeds meer op een Europees niveau. De volgende vraag is dan of deze ook voldoende geëquipeerd is om de financiële cyclus te temmen? Dat is zeer twijfelachtig om twee redenen. In de eerste plaats maakt de erfenis van de crisis van 2007, hoge schuldenlast in vooral Zuid Europa, het lastig het monetaire beleid te normaliseren. Daardoor is dat voor de noordelijke eurolanden eigenlijk te ruim.

Dat maakt het des te belangrijker dat de nationale toezichthouders met andere instrumenten de binnenlandse financiële cyclus kan temperen. Tot nog toe heeft DNB het instrumenten van de contra cyclische kapitaalbuffer nog niet ingezet. Die grijpt ook aan bij de banken, terwijl juist daar de kredietverlening zich nog onder het lange termijn trend bevindt. Overigens is de verwachting dat dit instrument maar beperkt effectief zal zijn om de financiële cyclus daadwerkelijk af te remmen. Juist in opgaande cyclus is er namelijk veel geld voor handen om de kapitaalbuffers mee te versterken en worden de risicowegingen te rooskleurig ingevuld (Carmassi en Micossi, 2012 en Danielsson, Song Shin en Zigrand, 2013).

In Nederland heeft DNB zich herhaaldelijk uitgesproken voor loonstijging. DNB-president Klaas Knot verklaarde dat „Loonmatiging hoorde bij de problematiek van de jaren 80. (...) Het past niet bij de huidige situatie.“ “De inzet van vakbonden zou wat dat betreft wel wat meer gericht mogen zijn op loonstijgingen”(Telegraaf 2017). Hogere lonen zouden helpen de koopkracht te verhogen en zouden zo de druk op de financiële cyclus verminderen. Echter, tot dusver houden werkgevers, inclusief de overheid, de hand op de knip.

Internationaal wordt vooral gewezen op het belang van hypotheeknormen, de hoogte van de maximale hypotheek ten opzichte van de waarde van het huis of het inkomen van de koper (IMF 2018). Zoals we zagen ligt de LTV in Nederland relatief hoog. Hoewel de politiek eerder besloot deze LTV terug te brengen naar 90%, met stappen van 1% per jaar zolang de huizenprijzen nog stijgen, is ze nu gestopt bij 100%. Dit terwijl de huizenprijzen juist sterk stijgen en onder protest van DNB (2018), IMF (2017) en OESO (Kierzenkowski 2014). Anders dan in verschillende andere landen kan DNB (al dan niet binnen grenzen) niet zelf de LTV vaststellen.

#### **Toezichthouders dempen gericht huisprijsstijgingen**

In Finland kan de toezichthouder de maximale LTV van 90% met nog eens 10% verlagen om de financiële cyclus af te remmen. In Zuid Korea heeft de financiële toezichthouder sinds 2002 de mogelijkheid om de hypotheeknormen lokaal te variëren. Daarmee is ze er al verschillende keren in geslaagd om lokale huizenbooms te dempen (Claeys, Efstathiou en Schoenmaker 2017).

Tot slot, naar aanleiding van de overname van ABN Amro en de rol van DNB daarbij, de aarzeling bij politiek en toezichthouder om dit te voorkomen vanuit een maatschappelijke optiek, beveelde de commissie de Wit aan om “overnames, fusies en dergelijke van financiële instellingen vooraf moeten worden getoetst op hun effect op de stabiliteit van het financiële stelsel. De invulling van deze macro-prudentiële toets zou breder moeten zijn dan hoe deze door de minister is ingevuld bij de overname van ABN AMRO.” Hiertoe zou de zogenaamde Antoveneta richtlijn moeten worden aangepast. Om die reden aarzelde de Kamer in 2011 lang met het vertalen van de Europese richtlijn die juist op aandringen van Nederland, in de tijd dat ABN AMRO nog jager in plaats van prooi was, tot stand was gekomen. VVD, CDA, PvdA, GroenLinks en SP verbonden aan hun stem voor deze richtlijn de eis om hierover het gesprek in Brussel te openen (FD 2011). Dat heeft echter tot op heden geen



gevolg gehad waardoor de dreiging van overname nog steeds een veelgebruikt argument blijft om als bank toch vooral niet al te veel uit de pas te lopen. Zoals we onlangs zagen in de uitgelekte brief van enkele ABN AMRO managers (FD 2018).

## 5. Financiële sector en samenleving 10 jaar later

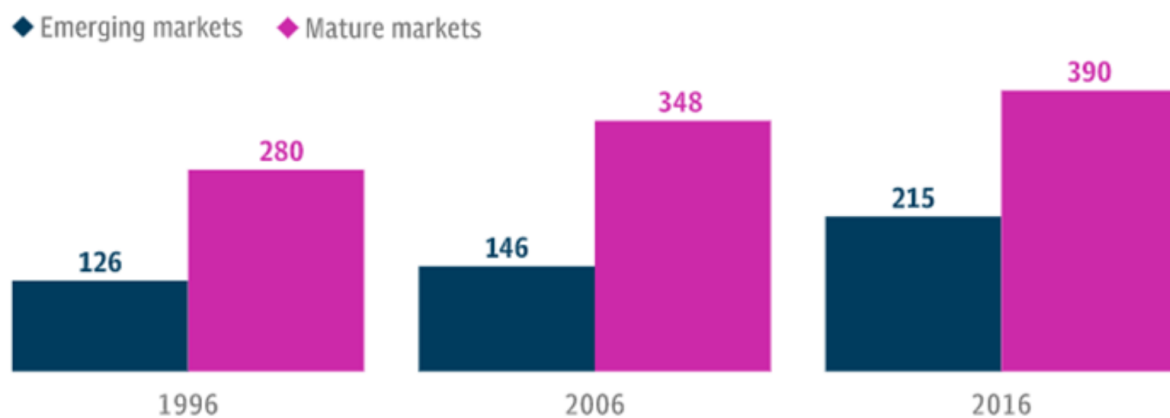
In het vorige hoofdstuk zagen we dat er veel is gebeurd sinds 2008, hoewel zeker niet alles wat kort na de crisis nodig werd geacht. In dit hoofdstuk kijken we in hoeverre dit ook een stabiel en maatschappelijk functioneler financieel stelsel heeft opgeleverd. Dit doen we door voor een aantal indicatoren, die een belangrijke rol speelden in onze analyse van de crisis, te kijken hoe deze zich de afgelopen 10 jaar hebben ontwikkeld. We kijken daarbij naar zowel de financiële als de maatschappelijke ontwikkelingen op het niveau van de wereld, de eurozone en Nederland. We beginnen met een blik op de wereldwijde financiële cyclus, alvorens in te zoomen op de eurozone en Nederland. Voor Nederland bespreken we vervolgens specifiek de ontwikkelingen in de financiële sector. Daarna bekijken we de maatschappelijke ontwikkelingen: economisch, sociaal en ecologisch.

### Financiële cyclus wereldwijd nog niet getemd

Wellicht het meest verontrustende cijfer is de wereldwijde ontwikkeling van de schulden. Op de schulden crisis van 2008 volgde een verdere stijging van de schulden. De mondiale schuldenlast is vorig jaar opgelopen tot een recordniveau van 237.200 miljard dollar. Uitgedrukt als percentage van het mondiale bbp kwam de last uit op 318%, ofwel 9% meer dan jaar daarvoor. Daarbij valt op dat de schuld sinds de crisis vooral hard is gestegen in opkomende landen als China.

### Schulden blijven toenemen, ook na 2008...

#### Schuld als percentage van de economie in 1996, 2006 en 2016

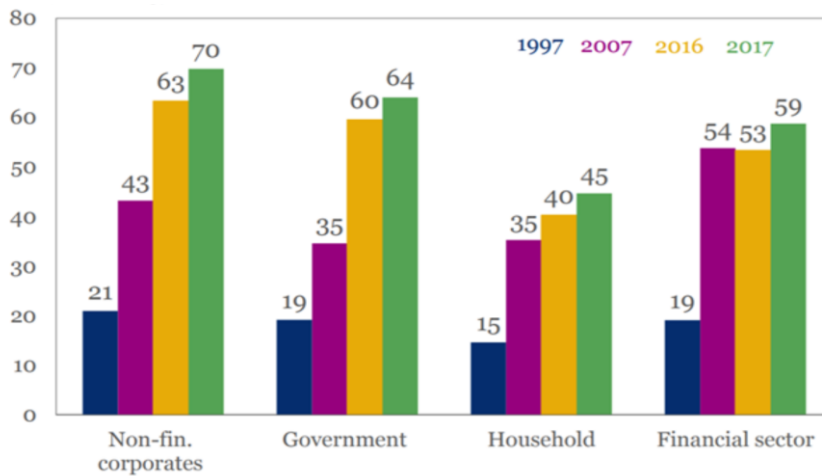


Bron: IIF Global Debt Monitor

Als we kijken naar de verschillende schuldeigenaren, dan valt op dat de schulden bij zowel bedrijven, overheden, huishoudens als financiële instellingen toenamen. Vooral overheden en bedrijven kenden na 2007 nog een sterke verdere stijging van de schulden. De financiële sector slaagde er als enige in tot 2016 in de schuldenlast iets te reduceren. Echter, in 2017 liep deze weer sterk op.

## ... vooral in opkomende landen, bij bedrijven en overheden

### Wereldwijde schuld per sector in biljoenen dollars



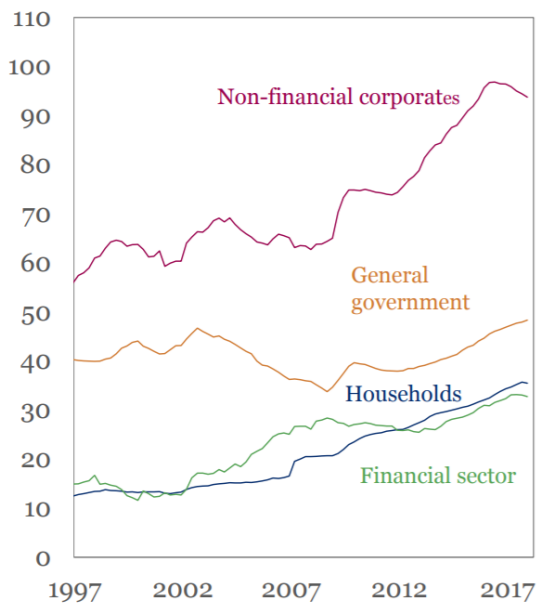
Bron: IIF Global Debt Monitor

Afgezet tegen de economie als geheel nemen de schulden overigens in de meer ontwikkelde economieën niet in alle sectoren toe. In de financiële sector zijn deze na 2008 vrij scherp gedaald en ook de schulden van huishoudens namen af als percentage van het bruto binnenlands product.

## Westerse financiële sector en huishoudens brengen schuld wel terug

### Emerging Market Debt by Sector

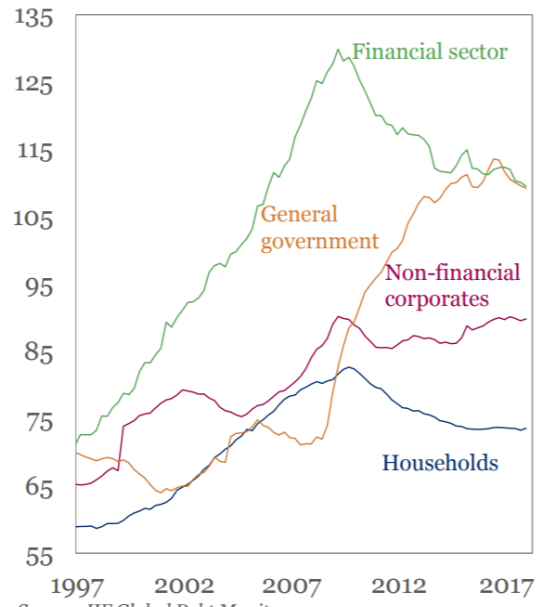
percent of GDP



Source: IIF Global Debt Monitor

### Mature Market Total Debt by Sector

percent of GDP

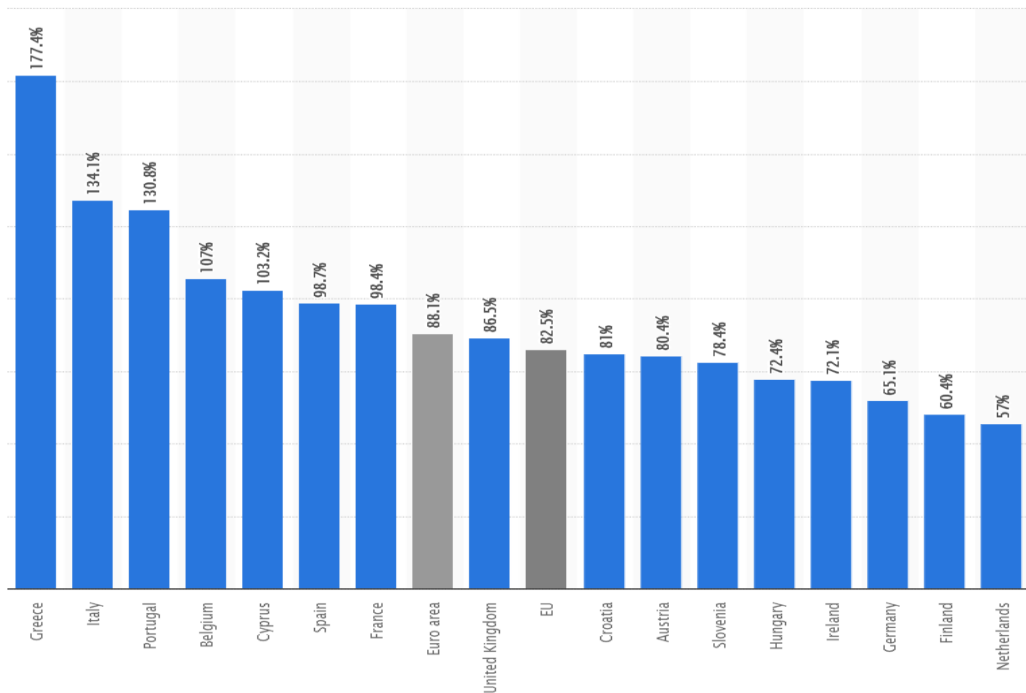


Source: IIF Global Debt Monitor

Binnen Europa zijn het vooral de zuidelijke overheden die hun schulden verder zagen oplopen tot ver boven de afgesproken maximaal toelaatbare grens van schuld op 90% bbp.

## Hoge Zuid Europese schuldenlast

### Staatschuld als percentage bbp



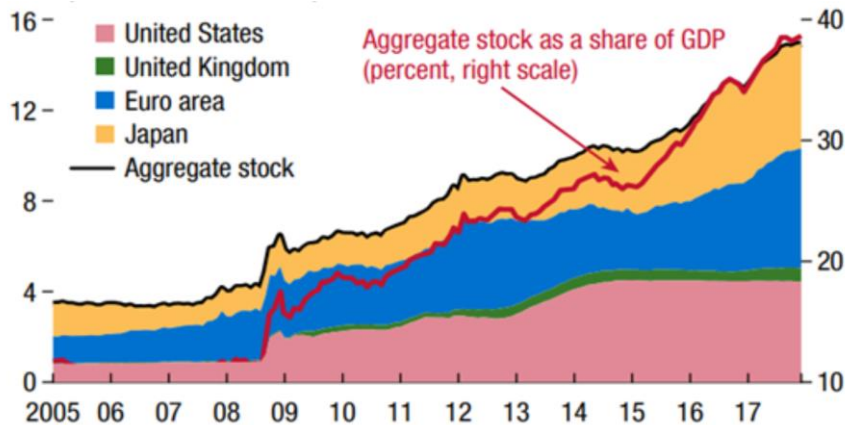
Bron: Statista

Wat een economisch houdbare grens voor schulden valt niet te zeggen. Wat houdbaar is hangt af van kracht van de onderliggende economie en de huidige staat van de overheidsfinanciën. Zo kan een snel groeiende economie een hogere schuldenlast aan. De capaciteit om deze te voldoen neemt dan immers ook toe. Ook speelt de positie van bijvoorbeeld de private sector een rol. Zo staan in Italië tegenover de hoge staatschuld ook relatief hoge vermogens van huishoudens. De zuidelijke eurolanden hebben momenteel ook een zogenaamd primair overschot. Dat wil zeggen dat de overheidsbegroting geen tekorten kent, behalve die ten gevolge van de rente op de staatschuld.

Dat de Zuid Europese landen zo een hoge schuldenlast kunnen dragen is vooral het gevolg van uitzonderlijk monetair beleid. Zoals de belofte van de ECB om 'alles te doen wat nodig is om de euro te behouden' en de grootschalige opkoopprogramma van staatschuld die daar op volgden. Opkoopprogramma's die eerder ook door de centrale banken van de VS, het VK en Japan in gang waren gezet.

## Centrale banken nemen steeds meer schuld op hun balans

Ontwikkeling centrale bank balansen (in biljoenen dollars links en %bbp rechts)



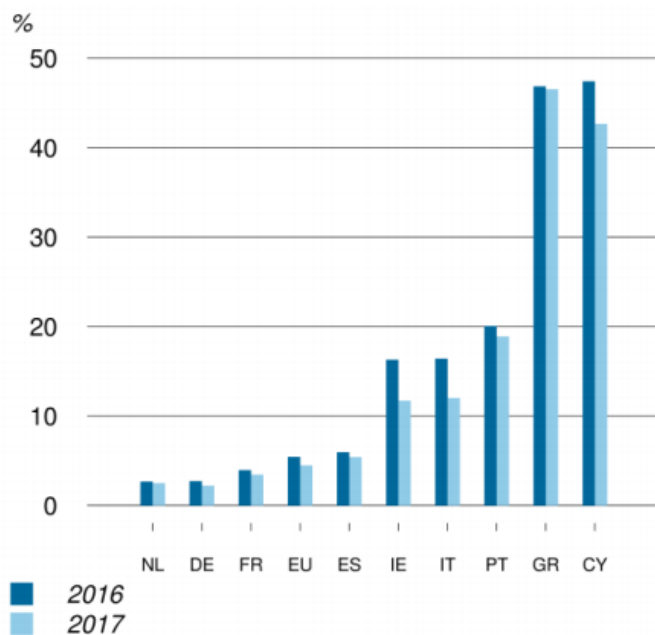
Bron: IMF (2018)

Ook de gunstige voorwaarden, als lange looptijd en lage rente, waaronder tijdens de eurocrisis leningen zijn verstrekt draagt daar aan bij. Maar hoewel dat effectieve instrumenten zijn gebleken om de eurolanden toegang te laten behouden tot de kapitaalmarkt legt dit wel een hypotheek op een toekomst waarin deze maatregelen teruggedrongen moeten worden of zelfs omgekeerd. Een moment dat steeds dichterbij komt nu de economie op volle capaciteit komt.

Overigens zijn het zeker niet alleen de zuidelijke eurolanden waar de overheidsfinanciën een weinig rooskleurig beeld geven. Ook in een land als Frankrijk is het begrotingstekort nog bijna 3%. In de VS is dat voor dit jaar naar verwachting meer dan 4%. Een percentage dat door de belastingverlaging van president Trump zal toenemen (CBO 2018). En dat terwijl zowel de Franse als de Amerikaanse economie sterk groeit.

Niet alleen de Zuid Europese overheden hebben het moeilijk, dat geldt ook nog steeds voor de banken en bedrijven daar, zoals duidelijk wordt uit het hoge percentage slechte leningen op de bankbalansen. In het eerste kwartaal van 2016 kampten Europese banken met ongeveer 1400 miljard euro aan problemleningen op hun balans, 350 miljard in alleen Italië. Een cijfer dat nu wel begint terug te lopen.

## Nog veel problemleningen in Zuid Europa en Ierland

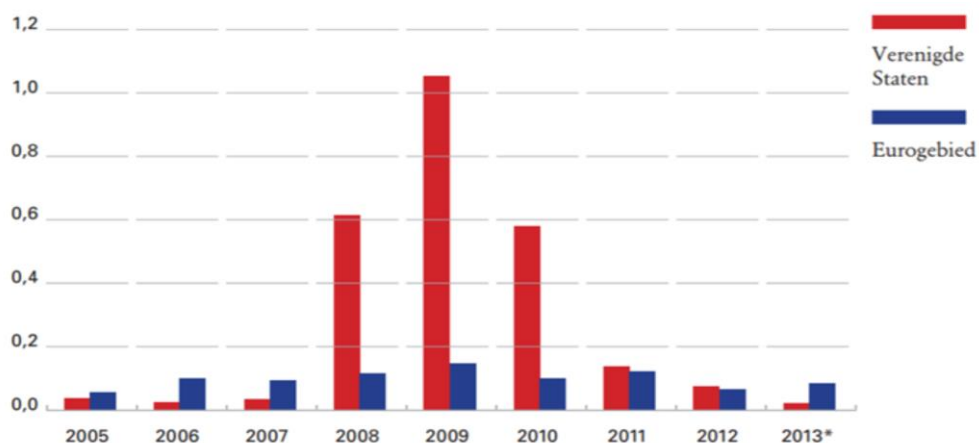


Bron: EBA, figuur CPB (2018)

De hardnekkig hoge percentages problemleningen in Europa zijn zowel oorzaak als gevolg van de eurocrisis. In de VS werden banken door hun toezichthouder gedwongen in 2008-2010 nieuw aandelenkapitaal op te halen. Hierdoor konden zij slechte leningen sneller afboeken. In de eurozone is dat niet gebeurd en is er voor gekozen slechte leningen te herfinancieren.

## In de VS snelle herkapitalisatie banken

Uitgiftevolumes aandelen (in procenten van balanstotaal)



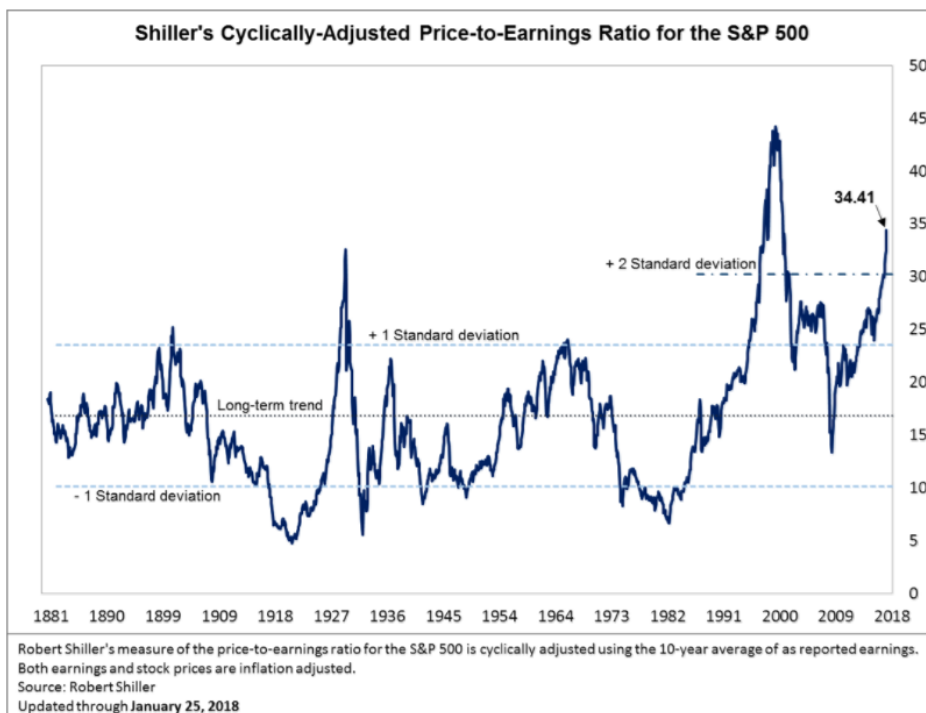
Bron: DNB (2013)

Wel hebben Europese banken na 2013 hun balans versterkt door nieuwe aandelen uit te geven. In 2014 in aanloop naar onderzoek door de ECB (*de Asset Quality review*) en meer recent systeembanken als het Italiaanse UniCredit en Deutsche Bank.

Tegenover de hoge en veelal groeiende schuldenlast staat een wereldeconomie die sterk is aangetrokken. Het IMF verwacht dat de wereldeconomie dit jaar met 4% zal groeien. Buiten Europa is de werkloosheid laag. En in de eurozone in ieder geval aanzienlijk lager dan een paar jaar geleden.

De prijzen van verhandelbare bezittingen stijgen snel. Van typische bubbelfenomenen als bitcoin, voetballers en schilderijen van Leonardo da Vinci tot de grote markten voor aandelen en huizen. Vooral in de VS breken sinds het aantreden van president Trump, en zijn beloften en daden van belastingverlagingen, investeringen en deregulering aandelenkoersen weer records. Hierdoor zitten ze met hun koers-winst verhouding ver boven het langjarig gemiddelde.

## Amerikaanse aandelenkoersen weer ruim boven hun historische waardering



De stijgende beurskoersen en aandacht voor de korte termijn gerichtheid van aandeelhouders die we in het voorgaande hoofdstuk besproken hebben nog niet het gewenste resultaat. Getuige het feit dat tachtig procent van de CFO's aangeeft te bezuinigen op onderzoek en investeringen, reclame en onderhoud als dat nodig is om aan de winstverwachtingen te voldoen. Meer dan de helft ook als dit ten koste gaat van de lange termijn waarde creatie. 86% gaf aan dat het financieel rendement van hun bedrijf hoger zou zijn als ze zich meer op de lange termijn zouden kunnen richten. Een ontwikkeling die sinds de crisis van 2008 in hun beleving enkel erger is geworden (Graham et al 2005, Barton en Wiseman 2014 en Haldane en Davies 2011).

De Europes Sustainable Finance expertgroep concludeerde in 2017 nog dat: *“the relatively long-term investment horizon of end-beneficiaries with long-term liabilities (pension fund beneficiaries, household savers, sovereign wealth funds, etc.) is not reflected across the investment and lending chain, due to principal-agent concerns, as well as inadequate performance metrics and incentives”* (HLEG Interim Report p. 19).

Ondertussen geven ondernemingen wel weer veel geld uit aan financiële activiteiten als fusies en overnames. In 2015 was het hoogtepunt van 2007 alweer bijna bereikt. Om in 2016 en 2017 op een wat lager, maar nog steeds historisch hoog, niveau te blijven steken.

## Fusies en overname weer op hoogtepunt van voor 2008

Wereldwijde fusies en overnames in biljoenen dollars

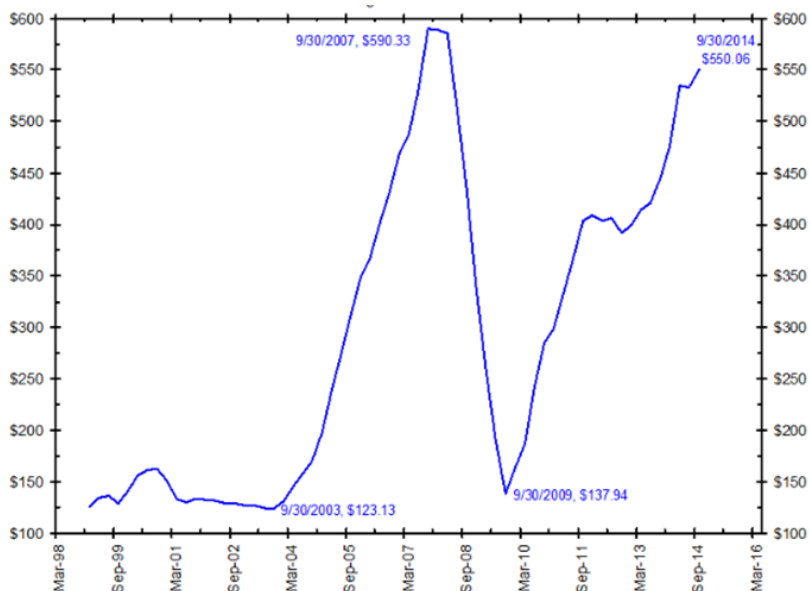


Bron: Dealogic

Beursgenoteerde bedrijven gebruiken de beurs nog steeds vooral als een manier om van geld af te komen in plaats van als financieringsbron.

## Ook inkoop van eigen aandelen weer op recordniveau van voor 2008

Inkoop eigen aandelen S&P 500



Bron: Bianco Research (2016)

Wereldwijd zijn huizenprijzen, vooral in grote steden, sterk gestegen. Opvallend hierbij is de internationale gelijk opgaande beweging in vooral grote en hoofdsteden wereldwijd (IMF 2018).



### Ook Duitsland blijkt niet immuun voor de financiële cyclus.

Waar de Duitse huizenmarkt opmerkelijk stabiel was voor en direct na 2008, zien we ook daar de afgelopen jaren de prijsstijgingen in vooral de grote steden snel oplopen. In heel Duitsland stegen de prijzen in 2016 met 10.2%. Het sterkst stegen de prijzen in Frankfurt en Berlijn (20%). Dubbelcijferige groei was er ook in Hannover, Stuttgart, Dortmund en Koln. Als oorzaak wordt genoemd de meer dan een miljoen vluchtelingen die Duitsland de laatste jaren heeft opgenomen, de hoge immigratie van werkenden, geringe nieuwbouw en de lage rente (Global Property Guide 2017).

Hoewel veel economische indicatoren er goed voorstaan is daar, als voor 2008, weer veel extra krediet voor nodig geweest. De schulden zijn dan ook hoog opgelopen. Dat kon vrij pijnloos vanwege de extreem lage rente. Daar lijkt nu een einde aan te komen. Zowel de ECB als de Amerikaanse Federal Reserve (Fed) zijn de afgelopen jaren begonnen het monetaire beleid te verkrappen. Al is het in beide gevallen naar historische maatstaven nog altijd ruim. Daarbij loopt de Fed, die ook sneller en agressiever begon te verruimen, voor op de ECB. Zo is de Fed al in 2013 opgehouden schuld op te kopen met nieuwe dollars (*'quantitative easing'*) en verkleint het sinds oktober 2017 de hoeveelheid schuld op de eigen balans. De ECB heeft tot nogtoe enkel de omvang van de schuldopkoop gematigd, van op het hoogtepunt 80 miljard per maand in 2016, naar nu 30 miljard. De ECB heeft de rente ook nog niet verhoogd. In de VS ging deze al van 0,25% in December 2015 naar nu 1,75% en het vooruitzicht dat deze 3% bedraagt in 2020.

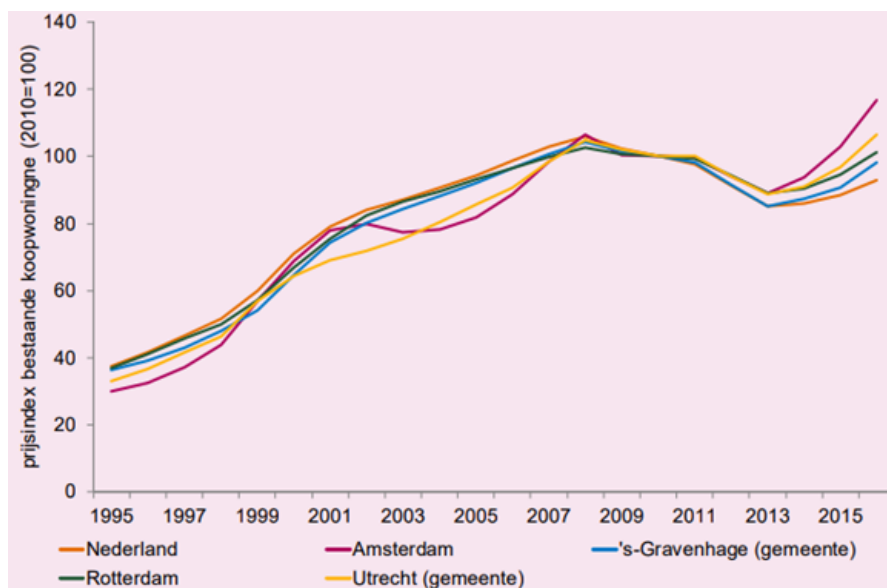
De grote vraag is hoe deze afbouw van het ruime monetaire beleid de economie zal beïnvloeden. Eerder reageerde de Europese economie sterk op een verhoging van de rente door de ECB. Onderzoekers van de Bank of England (2018) becijferden dat zonder QE huizenprijzen 22% lager zouden zijn geweest en aandelenprijzen zelfs 25%.

Het grootste gevaar is mogelijk het effect dat de oplopende rente in de VS, en daarmee stijgende koersen van dollar en euro, heeft voor opkomende landen. Vooral degene die een hoge schuld hebben (als China) en veel geld geleend hebben in vreemde valuta (als Argentinië en Turkije).

### Nederlandse schulden stabiel op hoog niveau

Ook in Nederland gaat het economisch inmiddels weer voorspoedig. Net als voor 2008 doet Nederland het weer relatief beter dan de ons omringende landen. Vooral in de Nederlandse huizenmarkt, en dan die in grote steden in het bijzonder, is de opgang zichtbaar. In Amsterdam en Utrecht zijn de huizenprijzen inmiddels hun hoogste niveaus van voor de crisis ontstegen.

## Huizenprijzen bereiken weer recordhoogtes in de grote steden



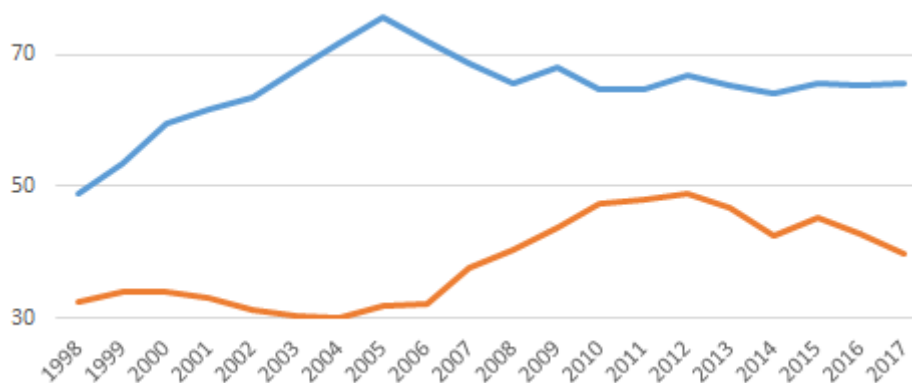
Bron: CPB (2017b)

Anders dan voor 2008 is ditmaal de kredietverstrekking van banken niet de aanjager van deze ontwikkeling. Blijkbaar worden veel huizen gekocht met spaargeld en in toenemende mate gefinancierd door pensioenfondsen en verzekeraars. DNB concludeert dan ook dat de kredietverlening in Nederland nog altijd onder de lange termijntrend zit. Anders dan in landen als Zweden en Zwitserland heeft DNB dan ook nog geen gebruik gemaakt van de mogelijkheid om de kredietverlening te remmen door een anticyclische kapitaalbuffer in te voeren.

De trend die in de jaren '90 werd ingezet, waarbij de schuld van huishoudens veel sterker steeg dan die van bedrijven, blijkt nu wel gestopt.

## Huishoudschuldschuld stabiliseert ...

Krediet van Nederlandse banken aan huishoudens (blauw) en bedrijven (rood) als %bbp

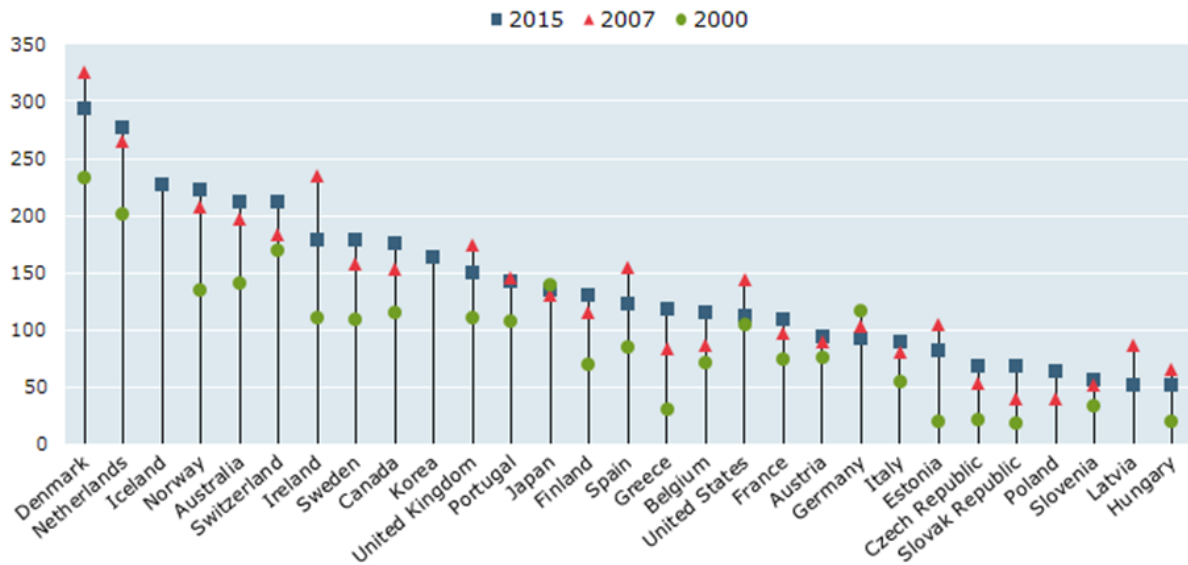


Bron: DNB en CBS

Overigens blijft Nederland hiermee wel een van de landen met de hoogste huishoudschulden. Bovendien zijn de huishoudschulden bij koploper Denemarken, en andere hoog scorende landen als Ierland, VK en VS, tussen 2007 en 2015 ook sterker gedaald.

## ... maar blijft in internationaal perspectief hoog

Schuldenlast huishoudens als percentage van beschikbaar inkomen, 2000, 2007, 2015



Bron: OESO

Nederlandse bedrijven blijken zich wel gunstig te verhouden tot bedrijven in andere Europese landen op indicatoren als de schuldratio, solvabiliteit, liquiditeit en winstgevendheid. Daarbij is de algemene trend een verbetering van al deze financiële indicatoren, waar elders de schulden van niet-financiële ondernemingen ten opzichte van het BBP toegenomen zijn na de wereldwijde financiële crisis (CPB 2017c).

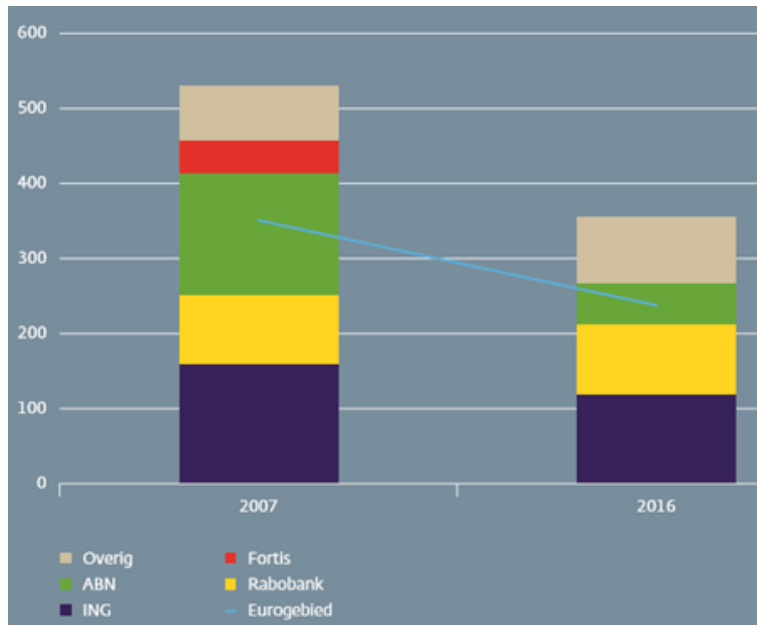
Ook de overheid heeft, na een sprong omhoog direct na 2008, de schuld weer behoorlijk teruggebracht.

## De financiële sector van Nederland

De balans totaal van de Nederlandse banken is de afgelopen jaren flink gedaald. Dat komt vooral doordat veel activiteiten in het buitenland zijn afgestoten.

### Omvang Nederlandse banken is afgenomen

#### Balanstotaal Nederlandse banken en eurogebied in %bbp



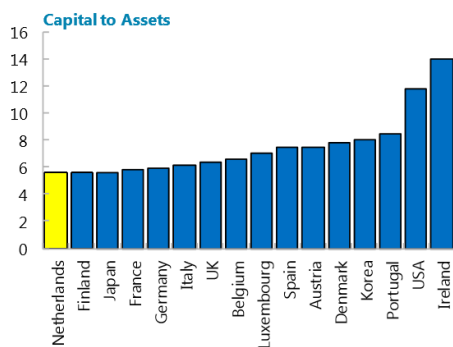
Bron: DNB (2017)

De balans is ook verkleind doordat de banken minder handelen voor eigen rekening. Voor de crisis, in 2006, bedroegen de bezittingen voor handel en verkoop bij ING 39%, bij ABN Amro 34% en bij Rabobank 22% van de balans. In 2011 was dat afgenomen tot 23% voor ING, 17% voor Rabobank en ABN Amro zelfs maar 11 procent.

De Nederlandse banken hebben nog altijd minder eigen vermogen ten opzichte van de hele balans dan in andere landen. De Nederlandse banken zijn ook nog steeds afhankelijk van marktfinanciering waarvan ongeveer een derde kortlopend is (OESO 2014, IMF 2017).

### Nederlandse banken blijven minst gekapitaliseerde banken

#### Eigen vermogen als percentage ongewogen balans



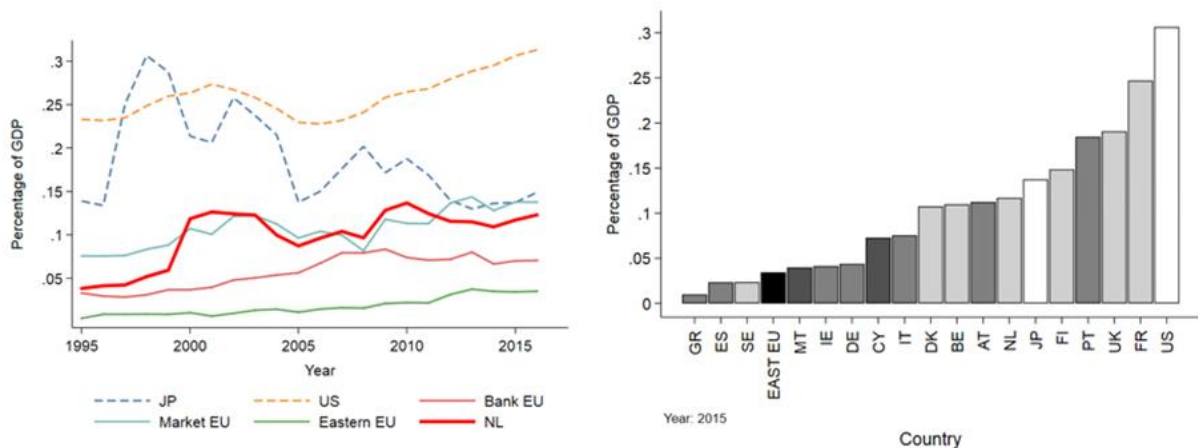
Bron: EBA

De concentratie in de Nederlandse bankensector is zelfs wat afgenomen door het wegvallen van kleinere banken en het terugtrekken uit de Nederlandse markt van buitenlandse banken.

In Nederland spelen banken vergeleken met andere EU landen een relatief beperkte rol, maar weer aanzienlijk meer dan in de VS. Sinds 2008 is er meer aandacht voor de noodzaak alternatieven te ontwikkelen. Alternatieve financieringswijzen als *crowdfunding*, *factoring* en in mindere mate kredietunies kunnen elk jaar indrukwekkende groeicijfers laten zien. Omdat ze echter van zo'n laag niveau komen is de impact op het geheel nog beperkt.

## Marktfinanciering sinds 2000 stabiel op nu 1/3<sup>e</sup> VS

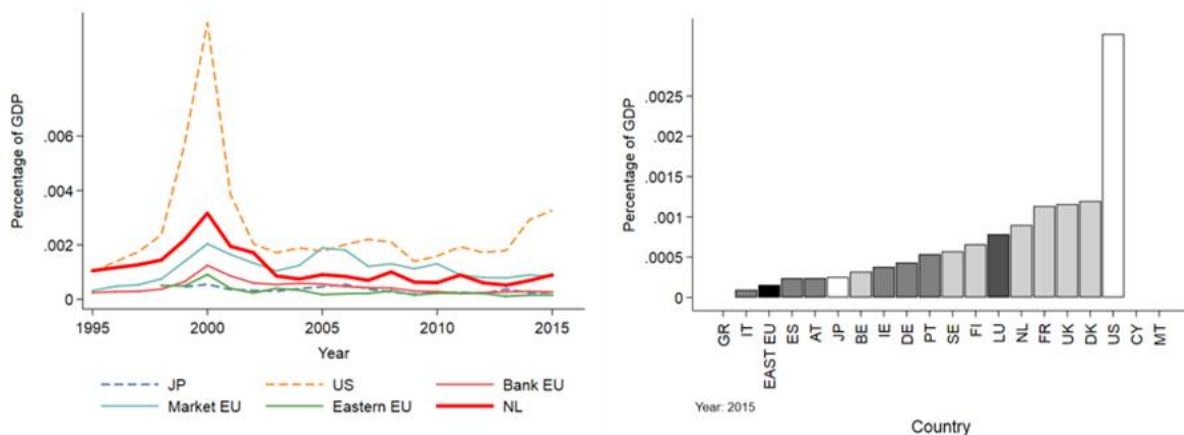
### Omvang markt voor bedrijfsobligaties in 2015 en vanaf 1995



Bron: CPB (2018b)

## Risicokapitaal voor starters in EU blijft ver achter bij VS

### Venture capital investeringen in 2015 en vanaf 1995



Bron: CPB (2018b)

De diversiteit is wel toegenomen doordat verzekeraars en pensioenfondsen zich de laatste jaren steeds meer op de hypotheekmarkt hebben gestort en in mindere mate op MKB krediet.

In het regeerakkoord van 2017 is de oprichting van een Nederlandse financierings- en ontwikkelingsinstelling, InvestNL, aangekondigd. Hiervoor is 2,5 miljard euro beschikbaar gesteld als eigen vermogen. InvestNL kan uitgroeien tot publieke investeerder als KfW in Duitsland.

Tot slot de pensioenfondsen. Deze zijn sinds 2008 aanzienlijk gegroeid, met dank aan hogere premies en, vooral, hoge rendementen. Echter door de lage rente kampen veel pensioenfondsen nog steeds met een dekkingsgraadprobleem en de bijbehorende korte termijn druk. Ondertussen zet de trend naar alsmear meer passieve beleggingen wereldwijd door. In 2010 was wereldwijd ruim 17% op een passieve manier belegd, in 2016 was dat opgelopen tot 30%. Europa loopt daarbij met 20% nog aanzienlijk achter bij de VS waar 30% passief wordt belegd (Morningstar 2016). Nederlandse pensioenfondsen volgen deze trend. Het aantal grote aandeelhouders van Nederlandse beursgenoteerde bedrijven is tussen 2006 en 2016 ook gedaald van 34.6% naar 24.1% van de aandelen die in handen zijn van aandeelhouders met een belang van meer dan 5% (de Jong et al 2017). Daarentegen verdubbelde de laatste jaren naar schatting het aandeel van passieve beleggers van 10% naar 20% (FD 2016).

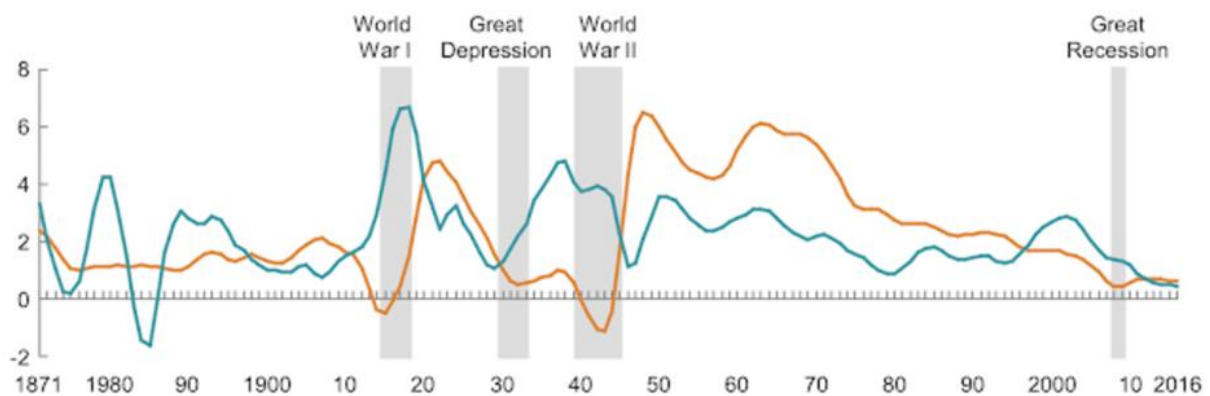
## Maatschappelijk resultaat

### Productiviteitsstijging blijft beperkt

We zagen dat voor 2008 de koopkracht achterbleef voor grote groepen in de samenleving. Naast een verdelingsvraagstuk is de koopkracht ook afhankelijk van de ontwikkeling van de productiviteit. Ook hiervoor zien we dat deze sinds de jaren 70 in Europa sterk naar beneden is gegaan. Dat gebeurde in Europa ook in de jaren '90 en tot 2008, een periode waarin de productiviteit in de VS juist weer steeg. De tijd dat de VS een dominante positie verwierf in nieuwe sectoren als ICT, biotechnologie.

## Productiviteitsgroei historisch laag

### Groei arbeidsproductiviteit in Europa (oranje) en VS (blauw)

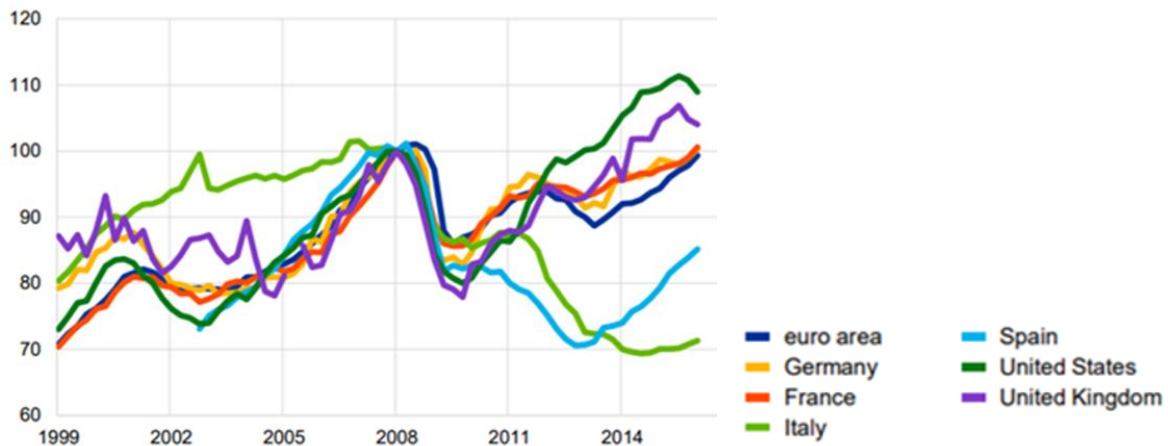


Bron: Bergeaud, Cette en Lecat (2014)

Sinds het uitbreken van de eurocrisis blijven binnen de eurozone investeringen met name achter in Zuid Europa, waar ze al op een lager niveau lagen. Het grotere economisch potentieel in die landen, de inhaalgroei die de hoge schuldenniveaus dragelijk zou moeten maken, komt daardoor niet van de grond.

## Investerings blijven achter in Zuid Europa

### Bedrijfsinvesteringen (2008=100)



Bron: ECB (2017)

Ook in NL is de productiviteitsgroei lager dan voor de financiële crisis. De ruime monetaire condities kunnen hier mede debet aan zijn. Door kunstmatig lage rentestanden overleven minder productieve bedrijven met hoge schulden, ook wel 'zombie bedrijven' genoemd. Dit remt innovatie en belemmert de verschuiving van productiecapaciteit en kredietverlening naar meer productieve ondernemingen (Borio 2018 en Borio et al 2015).

Zuid Europese landen hebben, deels onder druk van EU-instellingen, de afgelopen jaren in een ongekend tempo groeibevorderende maatregelen doorgevoerd. Toch blijft het concurrentievermogen van hun economie nog altijd beperkt.

### Ongelijkheid neemt toe

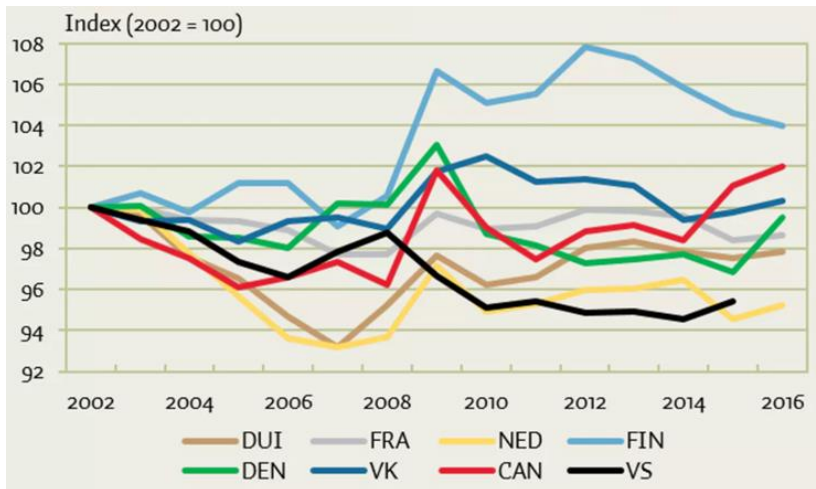
De crisis heeft mogelijk ook de ongelijkheid tussen inkomensgroepen vergroot. In de eerste plaats doordat bezuinigingen van overheden vooral de armsten in een samenleving raken. Zij zijn via uitkeringen en andere bijdragen relatief afhankelijk van publieke bestedingen. Daarnaast hebben de hogere inkomens waarschijnlijk meer geprofiteerd van het ruime monetaire beleid. De lage rente trof vooral spaarders en bevoordeelde juist eigenaren van aandelen en huizen. Huizen en aandelen die ook in prijs toenamen door het met nieuw geld opkopen van schulden door centrale banken.<sup>4</sup>

Van de productiviteitswinst die wel wordt geboekt gaat nog steeds een steeds kleiner deel naar de werknemers. Dat is de trend in de meeste landen, maar met de VS daalt de arbeidsinkomensquote het hardste in Nederland.

<sup>4</sup> Verschillende onderzoeken komen tot verschillende inschattingen van de effecten, zie BoE (2012), Bunn, Pugh en Yeates (2018), ECB (2018) en Colciago, Samarina en de Haan (2018).

## Arbeid krijgt steeds kleiner deel van de koek

### Arbeidsinkomensquote totale economie

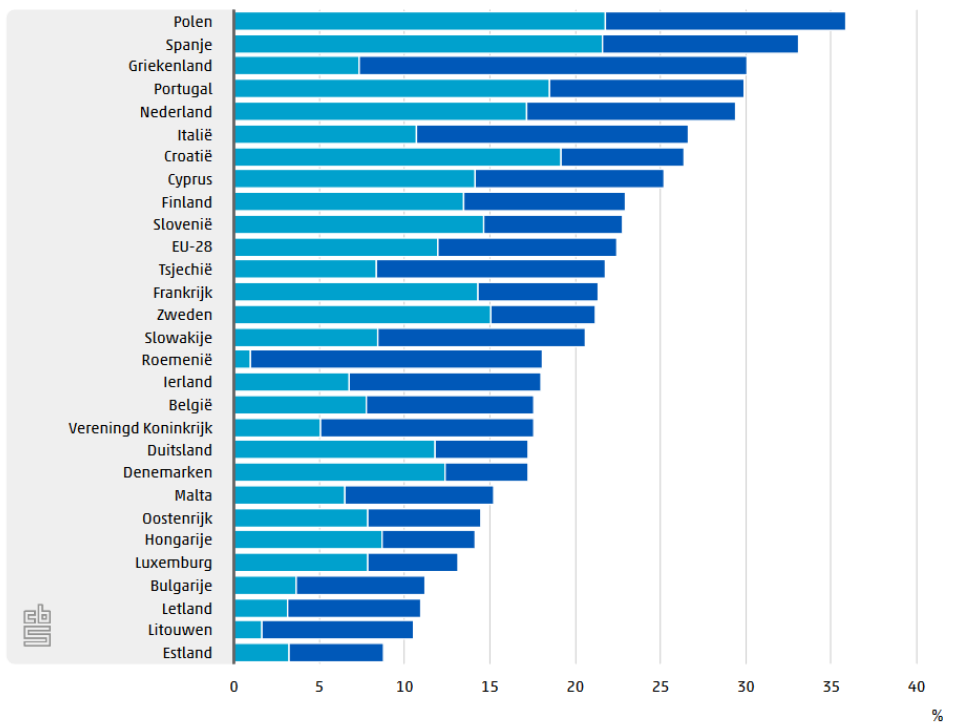


Bron: Keus en Verbruggen (2018)

Achter deze financiële cijfers gaat een verder groeiende onzekerheid schuil voor medewerkers. Die kunnen steeds minder vaak rekenen op een vast contract. Een ontwikkeling waarop Nederland binnen Europa voorop loopt, met landen als Polen, Griekenland, Spanje en Portugal. Bovendien kende binnen Europa Nederland de grootste groei in het flexwerk in de afgelopen 10 jaar.

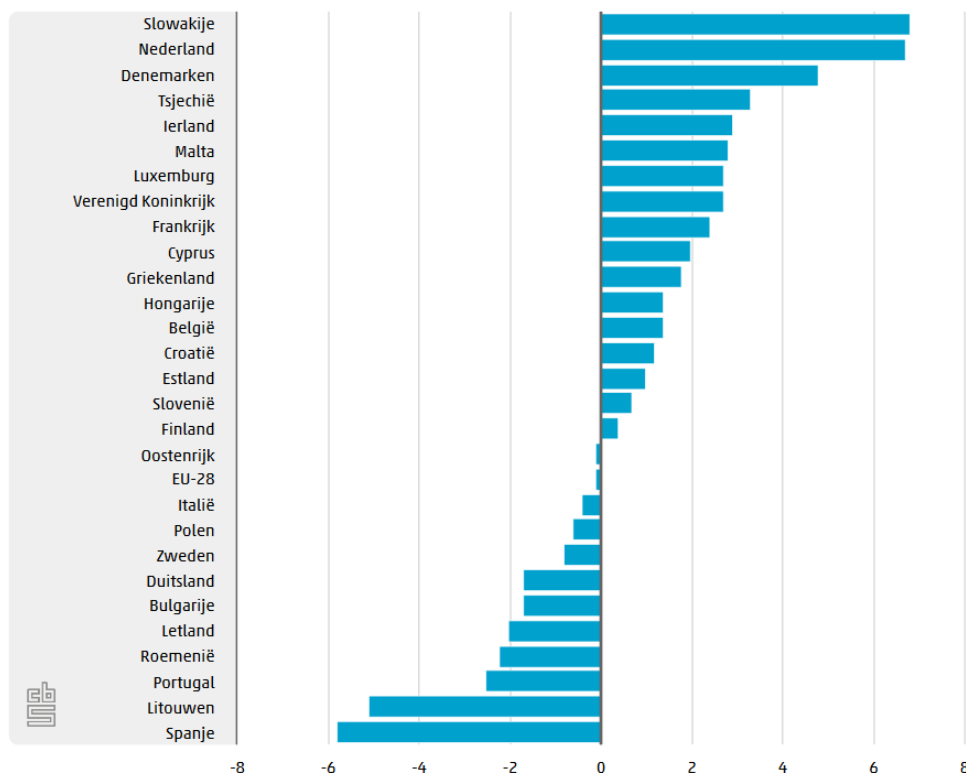
## Nederland in de Europese top met flexwerk

### Flexwerkers (15 tot 75 jaar) in de EU, 2016





## Verandering in aandeel flexwerkers (15 tot 75 jaar) in de EU tussen 2006 en 2016



Bron: Kösters en Smits (2015)

Dat het maatschappelijk onbehagen nog altijd groot is zien we ook in de politieke uitslagen. In de Angel Saksische wereld is dat het sterkste te zien in de keuze voor Trump en Brexit. Maar ook in continentaal Europa winnen protestpartijen in toenemende mate een plek in de macht. Van conservatieve huize, zoals in Polen en Hongarije, en van rechts-extremistische huize, zoals in Oostenrijk en Italië. Eerder al kwamen in Griekenland en Portugal partijen aan de macht met de belofte de Europese afspraken niet langer te zullen respecteren. Overigens met een tot dusver weinig radicaal resultaat.

### Ecologische spanningen lopen op

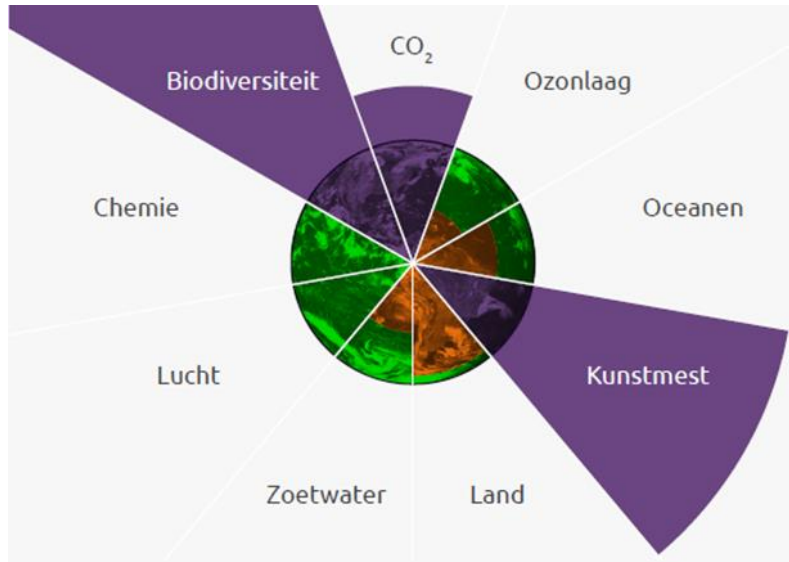
Droegen sociale spanningen bij aan de vorige crises, in toenemende mate wordt gewezen op de financiële risico's die ontstaan vanwege ecologische spanningen. In het bijzonder rond klimaatverandering (Carbon Tracker 2011, Weyzig et al 2014, TCFD 2017, FT 2018). Dat betreft enerzijds de fysieke schade van klimaatverandering zelf. Kosten die sterk oplopen als de grens van 1,5-2 graden opwarming wordt doorbroken. Anderzijds is dat het risico dat een transitie vormt voor ouderwets vervuilende bedrijven, de kosten van *stranded assets*, bezittingen die hun waarde verliezen als de transitie naar een duurzame energievoorziening wel plaatsvindt. Een transitie waar de nodige trendbreuken voor nodig zijn en die economisch zowel grote winnaars als verliezers zal opleveren.

Daarbij gaat de meeste aandacht vooralsnog uit naar de energietransitie. Echter, ook de transitie naar een circulaire economie is hard nodig om als mens te leven binnen de grenzen die de eindige planeet daar aan stelt. Een groep milieukundigen heeft een negental duurzaamheidsgrenzen bepaald. Deze zogenaamde *planetary boundaries* bepalen wat zij noemen de 'veilige leefruimte van de mens' (*'safe operating space'*). Zoals de figuur laat zien is de veilige ruimte (de groene aardbol) op

een tweetal met de circulaire transitie samenhangende thema's al aanzienlijk verder overschreden dan die van klimaat (Rockstrom 2009).

## Grenzen van wat de aarde aankan overschreden

**Veilige planetaire grenzen (groene bol) en huidige gebruik (oranje en paars)**



Bron: Rockstrom (2009)

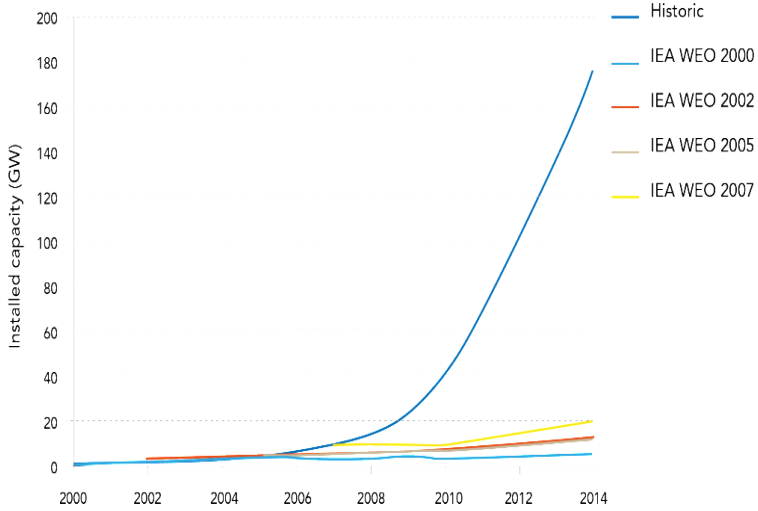
Maar de tegenkrachten zijn nog altijd groot. Overheden subsidiëren fossiele energie en beprijzen de schade niet die het gebruik daarvan voor derden oplevert (zogenaamde externaliteiten). Zo wordt wereldwijd het gebruik van fossiele energie veel sterker gesubsidieerd dan die van hernieuwbare energie. Met de dalende olieprijs nam de subsidie op fossiele energie de laatste jaren weliswaar af tot wereldwijd 260 miljard dollar. Maar dat is nog altijd bijna het dubbele van de 140 miljard dollar die in datzelfde jaar aan subsidies op schone energie werd besteed (Shirai en Adam 2017). De schade die aan derden wordt toegebracht is hier een meervoud van. Rekenen we ook deze onbetaalde rekening mee als een subsidie, dan stijgt de jaarlijkse subsidiëring van fossiele energie tot 4900 miljard euro in 2015, ofwel 6,8% van het wereldwijde bbp (Coady et al 2017).

Vooralsnog blijven de investeringen aanzienlijk achter bij wat nodig is om de gestelde klimaatdoelen te bereiken. In 2016 waren er 383 miljard dollar aan investeringen in schone energie. Dit terwijl naar schatting 1000 miljard (de *clean trillion*) nodig is (Ceres 2014). Daar stonden in 2016 investeringen tegenover van maar liefst 825 miljard in fossiele energie (CPI 2017).

Er zijn ook hoopvolle ontwikkelingen. De geschiedenis van transities laat zien dat er na een langzame aanlooperperiode door een combinatie van overheidsbeleid, consumentenvoorkeuren en technologische ontwikkeling plotselinge omslagpunten bereikt kunnen worden. Zo zijn de kosten van wind en zonne-energie de afgelopen jaren razendsnel gedaald, met meer dan 70% sinds 2010 (IRENA 2018). Op steeds meer plekken is duurzame energie nu reeds de goedkoopste energiebron. We zien dan ook dat de groei van zowel wind als zon de afgelopen jaren telkens de verwachting van de traditionele energiewereld, het Internationaal Energie Agentschap, heeft overtroffen. Het is ook precies deze ontwikkeling die van de financiële sector vereist dat deze zich inhoudelijk in de transitie verdiept. De gangbare manier van de toekomst voorspellen, met op het verleden gebaseerde modellen, volstaat niet meer.

# Groei zonne-energie overtreft de stoutste verwachtingen van de experts

## Ontwikkeling wereldwijde zon-pv capaciteit gerealiseerd (blauw) en voorspellingen IEA



Bron: IEA

## Literatuur

- Acharya, Eisert, Eufinger en Hirsch (2016) Whatever it takes: the real effects of unconventional monetary policy.
- Admati (2016) It Takes a Village to Maintain a Dangerous Financial System, in: Lisa Herzog (ed) Just Financial Market: Finance in a Just Society, , Oxford.
- Aghion, Van Reenen en Zingales (2009) Innovation and institutional ownership, NBER.
- Andrews, Caldera Sanchez en Johansson (2011) Housing markets and structural policies in OECD countries.
- Andringa et al (2015) Kortetermijnwinst of langetermijnwaardecreatie? Beleggen met focus op de lange termijn, VBA Journaal.
- Arcand, Berkes en Panizza (2015) Too much finance? Journal of Economic Growth.
- Bank of England (2012) The Distributional Effects of Asset Purchases.
- Barton en Wiseman (2014) Focusing capital on the long term, Harvard Business Review.
- Bavel, van en Frankema (2013) Low Income Inequality, High Wealth Inequality. The Puzzle of the Rhineland Welfare States, CGEH.
- BCBS (2013) Regulatory consistency assessment programme- Analysis of risk-weighted assets for market risk, BIS.
- Beltratti en Stulz (2012) The Credit Crisis Around the Globe: Why Did Some Banks Perform Better? Journal of Financial Economics.
- Benink en Benston (2005) The Future of Banking Regulation in Developed Countries: Lessons from and for Europe, Financial Markets, Institutions & Instruments.
- Bergeaud, Cette en Lecat (2014) Productivity trends from 1890 to 2012 in advanced countries.
- Berger en Bouwman (2013) How does capital affect bank performance during financial crises?, Journal of Financial Economics.
- Bernanke (2004) The Great Moderation, remarks at the meetings of the Eastern Economic Association, Washington DC, February 20.
- Bezemer (2018) Oorzaken van de crisis; de rol van financiële structuur, presentatie bij SFL, 14 maart.
- Bezemer, Grydaki en Zhang (2016) More mortgages, lower growth?, Economic Inquiry.
- Bijlsma, van Veldhuizen en Vogt (2015) Een wereld zonder banken? Marktfinanciering en bankfinanciering in perspectief, CPB.
- BIS (2018) Central bank digital currencies.
- Blundell-Wignall en Atkinson (2010) Thinking beyond Basel III: Necessary solutions for capital and equity, OESO.
- Boot en Schoenmaker (2018) Climate change adds to risk for banks, but EU lending proposals will do more harm than good, Bruegel.
- Borio (2018) A blind spot in today's macroeconomics?, BIS.
- Borio (2012) The financial cycle and macroeconomics: What have we learnt?, BIS.
- Borio, Kharroubi, Upper en Zampolli (2015) Labour reallocation and productivity dynamics: financial causes, real consequences, BIS.
- British Academy (2009), Letter to Her Majesty The Queen.
- Brown, Fazzari en Petersen (2009) Financing innovation and growth: cash flow, external equity and the 1990's R&D boom, Journal of Finance.
- Brunnermeier, Dong en Palia (2012) Banks' Non-Interest Income and Systemic Risk.
- Bunn, Pugh en Yeates (2018) The distributional impact of monetary policy easing in the UK between 2008 and 2014, Bank of England.
- Bush (2002) Remarks at the White House Conference on Minority Homeownership.
- Cecchetti en Kharroubi (2012) Reassessing the impact of finance on growth, BIS.
- Calomiris en Haber (2014) Fragile by design, Princeton.
- Carbon Tracker (2011) Unburnable Carbon – Are the world's financial markets carrying a carbon bubble?, London.
- Carmassi en Micossi (2012) Time to set banking regulation right, CEPS.
- CEO (2014) The fire power of the financial lobby.

Ceres (2014) Investing in the Clean Trillion: Closing the Clean Energy Investment Gap.

Chen, Milesi-Ferretti en Tressel (2012) External Imbalances in the Euro Area, IMF.

Claeys, Efstathiou en Schoemaker (2017) Spotting excessive regional house price growth and what to do about it, Bruegel.

Clinton (1995) Remarks on the National Homeownership Strategy.

Coady, Parry, Sears en Shanga (2017) How Large Are Global Fossil Fuel Subsidies? World Development.

Colciago, Samarina en de Haan (2018) Central bank policies and income and wealth inequality: A survey, DNB.

Commissie structuur Nederlandse banken (2013) Naar een dienstbaar en stabiel bankwezen.

Congressional Budget Office (2018) The Budget and Economic Outlook: 2018 to 2028.

CPB (2018) Risicorapportage Financiële Markten.

CPB (2018b) The changing landscape of firm financing in Europe, the United States and Japan.

CPB (2017) Assets and liabilities of Dutch non-financial firms.

CPB (2017b) Risicorapportage financiële markten.

CPB (2017c) Assets and liabilities of Dutch non-financial firms.

CPI (2017) The Global Landscape of Climate Finance.

Crouch (2011) The strange non-death of neoliberalism, Politybooks.

Crouch (2009) Privatised Keynesianism: An Unacknowledged Policy Regime, The British Journal of Politics and International Relations.

Danielsson, Shin en Zigrand (2013) Endogenous and systemic risk, in: Haubrich en Lo (eds) Quantifying Systemic Risk, NBER.

Darvas en Tschekassin (2015) Poor and under Pressure: the Social Impact of Europe's Fiscal Consolidation, Bruegel.

Demirguc-Kunt en Huizinga (2010) Bank activity and funding strategies: The impact on risk and returns, Journal of Financial Economics.

De Wit Commissie (2010) Verloren krediet, Parlementair onderzoek financieel stelsel, Vergaderjaar 2009–2010, 31 980 Nr. 4.

DNB (2017) Overzicht Financieel Stabiliteit, Najaar.

DNB (2015) Visie op de structuur van de Nederlandse bankensector; Stabiliteit en efficiëntie door diversiteit en concurrentie.

DNB (2013) Overzicht Financieel Stabiliteit, Najaar.

DNB (2000) Het bancaire hypotheekbedrijf onder de loep; Rapport over de ontwikkelingen op de hypotheekmarkt in de periode 1994-1999.

Drehmann en Tarashev (2013) Measuring the systemic importance of interconnected banks, Journal of Financial Intermediation.

Drehman, Borio en Tsatsaronis (2012) Characterising the financial cycle: don't lose sight of the medium term!, BIS.

Duijzer (2012) Financiële sector moet poldermodel in ere herstellen, in: Groesbeek en Taverne (eds) Kapitaal vertrouwen.

ECB (2017) Business investment developments in the euro area since the crisis.

ECB (2009) Housing finance in the euro area.

Engelen en Glasmacher (2018) The waiting game: How securitization became the solution for the growth problem of the Eurozone, Competition and change.

Erkens, Hung en Matos (2012). Corporate Governance in the 2007–2008 Financial Crisis: Evidence from Financial Institutions Worldwide. Journal of Corporate Finance.

European Banking Federation (2017) Towards a green finance framework.

European Shadow Financial Regulatory Committee (2014) Complexity and Credibility in the Single Resolution Mechanism Statement No. 39, London.

Europese Commissie (2017) Jaarplan 2018.

Europese Commissie (2014) Regulation on structural measures improving the resilience of EU credit institutions.

Europese Raad (2018) Bankensector: akkoord Raad over risico verminderende maatregelen.

Federation Bancaire Francaise (2016) The Green supporting factor: How to successfully finance the energy transition, Proposal by the French banking industry.

Finance Watch (2017) Too-big-to-regulate: The EU's bank structural reform proposal failed, press release Brussels, 25 oktober.

Financial Times (2018) Central bank chiefs sound warning on climate change, 8 april.

Het Financieele Dagblad (2018) Binnen ABN Amro woekert de onrust diep.

Het Financieele Dagblad (2016) Fondsbeheerder verliezer van aardverschuiving op markten.

Het Financieele Dagblad (2011) Onafhankelijk toezicht bankovernames rond, 18 maart.

Fink (2018) A Sense of Purpose, annual letter to CEOs.

Fisher (1933) The Debt-Deflation Theory of Great Depressions, *Econometrica*.

Fransman en van Tilburg (2016) Banken, buffers en belastingbetalers; een dialoog tussen wetenschappers en bankiers.

FSB (2015) Historical Losses and Recapitalisation Needs.

GABV (2016) Real Economy – Real Returns: A Continuing Business Case for Sustainability focused Banking.

Global Property Guide (2017) German house prices are accelerating, 17 november.

Graham, Harvey en Rajgopal (2005) The Economic Implications of Corporate Financial Reporting, *Journal of Accounting and Economics*.

Haldane (2012) Financial arms race, remarks based on a speech at the Institute for New Economic Thinking, Berlin.

Haldane (2010) Curbing the credit cycle, Speech at the Columbia University Center on Capitalism and Society Annual Conference, New York.

Haldane en Davies (2011) The Short Long. Bank of England, Speech at 29th SUERF Colloquium: New Paradigms in Money and Finance?, Brussels.

Hellwig (2010) Capital Regulation after the Crisis: Business as Usual?, Max Planck Institute Discussion Paper.

Henriques (2008) Treasury to Guarantee Money Market Funds, *New York Times*, 19 september.

High Level Expert Group on Sustainable Finance (2017) Interim report.

Hoening (2012) Back to Basics: A Better Alternative to Basel Capital Rules, Speech at the American Banker Regulatory Symposium, Washington, D.C., 14 september.

Holinski, Kool en Muysken (2012) Persistent Macroeconomic Imbalances in the Euro Area: Causes and Consequences, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*.

IIF (2018) Global debt monitor.

IMF (2017) Netherlands financial system stability assessment.

IMF (2008) Global Financial Stability Report, oktober.

IMF (2013) Taxing Times. *Fiscal Monitor*, oktober.

International Renewable Energy Agency (2018) Renewable Power Generation Costs in 2017.

de Jong, Schoenmaker, Gruenwald en Pala (2017) Large Shareholders in Corporate Governance, *Research for the Monitoring Committee Corporate Governance*.

Jorda, Schularick en Taylor (2010) Financial crises, credit booms and external imbalances: 140 years of lessons, *NBER*.

Jorda, Schularick en Taylor (2014) The great mortgaging: housing finance, crises and business cycles, *NBER*.

Kabinetsvisie Nederlandse bankensector (2013).

Kay (2015) Other people's money, Profile.

Kay (2012) The Kay review of UK equity markets and long-term decision making. Final Report.

Keus en Verbruggen (2018) Nederlandse economie middenmoter in het eurotijdperk, *ESB Blog*.

Kierzenkowski, Havrylchuk en Beynet (2014) Making the Banking Sector More Resilient and Reducing Household Debt in the Netherlands, *OESO*.

Kindleberger (1978) Manias, panics and crashes.

Kösters en Smits (2015). Tijdelijk werk: Nederland in Europees perspectief. In: *Dynamiek op de Nederlandse arbeidsmarkt. De focus op flexibilisering*. Den Haag: CBS/TNO.

Kumhof en Noone (2018) Central bank digital currencies - design principles and balance sheet implications.

Laeven en Levine (2009). Bank Governance, Regulation, and Risk-Taking. *Journal of Financial Economics*.

Larosiere (2009) High level group in financial supervision.

Law en Singh (2014) Does too much finance harm economic growth? *Journal of Banking and Finance*.

Le Leslé en Avramova (2012) Revisiting Risk-Weighted Assets: Why Do RWAs Differ Across Countries and What Can Be Done About It?, *IMF*.

Levine (2005) Finance and growth: Theory and evidence, in: Aghion en Durlauf (eds), Handbook of Economic Growth, Elsevier.

Liikanen Commission (2012) Report of the European Commission's High-level Expert Group on Bank Structural Reform.

Liu en Rosenberg (2013) Dealing with Private Debt Distress in the Wake of the European Financial Crisis, IMF.

Lucas (2003) 2003 presidential address to the American Economic Association.

Maas Commissie (2009) Naar herstel van vertrouwen, NVB.

Manen, van Commissie (2016) De Nederlandse corporate governance code.

Mariathasan en Merrouche (2012) The manipulation of Basel risk-weights. Evidence from 2007-10, University of Oxford.

Mian en Sufi (2014) House of Debt, University of Chicago Press.

Ministerie van Financiën (2016) Eerste effecten Wet beloningsbeleid financiële ondernemingen, Kamerbrief 5 september.

Minsky (1986) Stabilizing an Unstable Economy, Yale University Press.

Mishel, Gould en Bivens (2015) Wage stagnation in nine charts, Economic Policy Institute.

Monitoring Commissie Code Banken (2016) De kloof overbruggen.

Mooij en Boonstra (2012) Raiffeissens footprint; The Cooperative Way of Banking.

NRC (2015) ING schreef zelf wet die banken 350 mln scheelt.

Piketty (2014) Capital in the 21st century, Belknap Harvard.

Rajan (2010) Fault lines, Princeton.

Rajan (2005) Has Financial Development Made the World Riskier?, NBER.

Reinhart en Rogoff (2008) This time is different.

Reinhart en Rogoff (2008b) Banking Crises: an equal opportunity menace.

Rethinking Economics (2018) Thinking like an economist.

Rockstrom et al (2009) A safe operating space for humanity, Nature.

Runstler (2016) How distinct are financial cycles from business cycles?, ECB.

Salverda, Haas, de Graaf-Zijl, Lancee, Notten en Ooms (2013) Growing inequalities and their impacts in the Netherlands.

Schivardi, Sette en Tabellini (2017) Credit misallocation during the European financial crisis, BIS.

Schoenmaker (2015) The new Banking Union Landscape in Europe: Consolidation Ahead?, Journal of Financial Perspectives.

Schoenmaker en Wierts (2017) The Mortgage Credit Cycle.

SER (2013) Nederlandse economie in stabielere vaarwater.

Shambaugh, Nunn, Liu en Nantz (2017) 13 facts about wage growth, Hamilton project.

Shiller(2000) Irrational exuberance,

Shiller (2010) The Subprime Solution, Princeton.

Slovik (2012) Systematically important banks and capital regulation challenges, OESO.

Shirai en Adam (2017) Fossil-fuel consumption subsidies are down, but not out, 20 december, World Energy Outlook commentary.

Stock en Watson (2002) Has the Business Cycle Changed and Why?, NBER.

Sustainable Finance Lab (2014) Schuldbewust Nederland.

Sustainable Finance Lab (2013) Inbreng voor de Commissie Structuur Nederlandse Banken.

Sustainable Finance Lab (2011) Hoofdconclusies en aanbevelingen.

Stigler (1971) The theory of economic regulation, The Bell Journal of Economics and Management Science.

Streeck (2013) Gekochte tijd.

Taksforce on Climate-related Financial Disclosure (2017) Final report; recommendations.

De Telegraaf (2017) Knot: nog altijd ruimte voor hogere lonen, 21 april.

Tilburg, van (2012) Het financiële overgewicht van Nederland, SOMO.

Tilburg, van en Romgens (2013) Taking lobbying public, SOMO.

Tilburg, van en Weyzig (2013) Achtergrondnotitie bij de inbreng voor de Commissie Structuur Nederlandse Banken van leden van het Sustainable Finance Lab.

Tuckett (2011) Minding the Markets, An Emotional Finance View of Financial Instability.

Turner (2009) A regulatory response to the global financial crisis.

Tweede Kamer (1995-1996) aanhangsel van de Handelingen 430.

Vander Stichele (2016) A structural problem in the shadows; lobbying by banks in the Netherlands, SOMO.

Vickers Commission (2010) Independent Commission on Banking.

Villeroy de Galhau (2018) Green Finance – A New Frontier for the 21st Century, Banque de France, speech, International climate risk conference for supervisors, Amsterdam.

Vooren, van der en Hanemaaijer (2015) De vallei des doods voor eco-innovatie in Nederland, PBL-notitie.

Weyzig, Kuepper, van Gelder en van Tilburg (2014) The price of doing too little too late; the impact of the carbon bubble on the European financial system, Green New Deal Series.

WRR (2016) Samenleving en financiële sector in evenwicht.

Zalm (2000) Reactie op het rapport het bancaire hypotheekbedrijf onder de loep, Tweede Kamer der Staten-Generaal, Vergaderjaar 1999-2000, 26 800 IXB Nr. 26.

Zingales (2013) Preventing Economists' Capture, in: Carpenter en Moss (eds.), Preventing regulatory capture: special interest influence and how to limit it, Cambridge University Press.