



# GELD EN SCHULD

## DE PUBLIEKE ROL VAN BANKEN

WRR

*Geld en schuld*

De Wetenschappelijke Raad voor het Regeringsbeleid werd in voorlopige vorm ingesteld in 1972. Bij wet van 30 juni 1976 (Stb. 413) is de positie van de raad definitief geregeld. De huidige zittingsperiode loopt tot 31 december 2022.

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

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

De samenstelling van de raad is:

Prof. dr. A.W.A. Boot

Prof. dr. mr. M.A.P. Bovens

Prof. dr. G.B.M. Engbersen

Prof. dr. E.M.H. Hirsch Ballin

Prof. mr. J.E.J. Prins (voorzitter)

Prof. dr. M. de Visser

Prof. dr. C.G. de Vries

Secretaris: Prof. dr. F.W.A. Brom

Wetenschappelijke Raad voor het Regeringsbeleid

Buitenhof 34

Postbus 20004

2500 EA Den Haag

Telefoon 070-356 46 00

E-mail [info@wrr.nl](mailto:info@wrr.nl)

Website [www.wrr.nl](http://www.wrr.nl)

# *Geld en schuld*

---

DE PUBLIEKE ROL VAN BANKEN

Vormgeving binnenwerk: Textcetera, Den Haag

Omslagafbeelding: Textcetera / WRR

Figuren en tabellen: Textcetera / WRR

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

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

ISBN 978-90-80899-70-4

NUR 741

WRR Den Haag

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

**ons kenmerk**

2019001

**Telefoonnummer**

070 356 4600

**onderwerp**

WRR-rapport nr. 100  
*Geld en schuld*

**e-mail**

voorzitter@wrr.nl

**datum**

2 januari 2019

Het doet ons genoegen u hierbij het rapport *Geld en Schuld: De publieke rol van banken* aan te bieden. Met dit rapport geeft de raad antwoord op de adviesaanvraag van het kabinet over de werking van het geldstelsel. De aanleiding voor deze adviesaanvraag is gelegen in een Tweede Kamerdebat over het burgerinitiatief 'Ons Geld' en een in de Kamer aangenomen motie over een onderzoek naar de werking van het geldstelsel.

De wijze waarop girale geldschepping werkt is, hoewel bij velen niet bekend, niet geheel nieuw. Wel nieuw is de *context waarbinnen* geldschepping door banken plaatsvindt, deze is de laatste decennia langzaam maar ingrijpend veranderd. De steeds belangrijker rol van giraal geld, het verdwijnen van een publieke betaal- en spaaroptie (de Postbank), de concentratie en toegenomen uniformiteit in het bankwezen hebben geleid tot een context waarbinnen geld en schuld gemakkelijker uit de hand kunnen lopen. Ook heeft het geleid tot een onbalans tussen publieke en private belangen.

De raad beveelt daarom aan om te zorgen voor meer diversiteit in het stelsel, meer werk te maken van het temmen van de schuldengroei, beter voorbereid te zijn op de volgende crisis en te zorgen voor een stevigere verankering van de publieke dimensie van het bankwezen.

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

De voorzitter,

Prof. mr. J.E.J. Prins

De secretaris,

Prof. dr. F.W.A. Brom



# INHOUDSOPGAVE

<b>Samenvatting</b>		9
<b>Ten geleide</b>		17
<b>1</b>	<b>Inleiding</b>	19
1.1	Wat is geld?	21
1.2	Wat is schuld?	25
1.3	Het belang van vertrouwen	28
1.4	Dynamiek van het monetair-financieel systeem	30
1.5	De insteek van dit rapport	32
<b>2</b>	<b>Hoe werkt geldschepping?</b>	37
2.1	Banken en geldschepping	37
2.2	Stuwende en remmende krachten	44
2.3	Monetair beleid	58
2.4	Conclusie	65
<b>3</b>	<b>Geschiedenis van geldschepping</b>	69
3.1	Geld en financiering in de negentiende eeuw	70
3.2	De tussenoorlogse periode en de Grote Depressie (1918-1939)	80
3.3	Bretton Woods-periode (1945-1973)	88
3.4	De pre-crisisperiode (1973-2008)	95
3.5	Conclusie	103
<b>4</b>	<b>Het monetair-financieel systeem gewogen</b>	107
4.1	Dienstbaarheid	108
4.2	Stabiliteit	117
4.3	Rechtvaardigheid	124
4.4	Legitimiteit	134
4.5	Conclusie	138
<b>5</b>	<b>Hoe werkt het publiekgeldsysteem?</b>	143
5.1	Het betalingsdeel	145
5.2	Het financieringsdeel	150
5.3	Monetair en financieel beleid	155
5.4	Transitie naar het nieuwe systeem	160
5.5	Conclusie	163
<b>6</b>	<b>Voor- en nadelen van het publiekgeldsysteem</b>	167
6.1	Dienstbaarheid	167



6.2	Stabiliteit	176
6.3	Rechtvaardigheid	180
6.4	Legitimiteit	185
6.5	Overige vraagstukken	189
6.6	Conclusie	192
<b>7</b>	<b>Evenwicht in het huidige systeem</b>	<b>199</b>
7.1	Het temmen van de geld- en schuldcyclus	199
7.2	Balans tussen publieke en private belangen	216
7.3	Conclusie	224
<b>8</b>	<b>Conclusies en aanbevelingen</b>	<b>227</b>
8.1	Hoe werkt geldschepping?	228
8.2	Een dienstbaar, stabiel, rechtvaardig en legitiem monetair-financieel systeem	229
8.3	Het publiekgeldsysteem als oplossing?	231
8.4	Twee grote uitdagingen voor het huidige systeem	233
8.5	Aanbevelingen	236
8.6	Tot slot	247
<b>Bijlage I</b>	<b>Adviesaanvraag</b>	<b>249</b>
<b>Bijlage II</b>	<b>Lijst met gesproken personen</b>	<b>251</b>
<b>Bijlage III</b>	<b>Belastingregime, schuldenberg en risicohouding</b>	<b>255</b>
<b>Bijlage IV</b>	<b>Begrippenlijst</b>	<b>275</b>
<b>Literatuur</b>		<b>281</b>

## **SAMENVATTING**

Iedereen gebruikt geld. Om ermee te betalen en om te sparen. Er wordt wel gezegd dat geld de smeerolie is van de economie, maar geld is meer dan dat. Onze huidige samenleving zou niet mogelijk zijn zonder geld. Een bijna even belangrijke rol speelt schuld. Met geleend geld kunnen mensen investeringen doen of een huis kopen. Kredietverlening kan zo bijdragen aan economische ontwikkeling. Geld en schuld zijn dus zeer belangrijk in onze samenleving. Tegelijkertijd is de precieze werking ervan niet altijd makkelijk te doorgronden.

Het is de verdienste van het burgerinitiatief ‘Ons Geld’ dat het fundamentele vragen rond geld en schuld op de maatschappelijke en politieke agenda heeft gezet. Het voorstel om geldschepping voortaan exclusief in publieke handen te leggen verzamelde meer dan 120.000 handtekeningen. Het debat in de Tweede Kamer dat hierop volgde, leidde tot een verzoek aan de Wetenschappelijke Raad voor het Regeringsbeleid (WRR) om de voor- en nadelen van verschillende systemen van geldschepping te onderzoeken. In dit rapport bespreken wij hoe geldschepping werkt, hoe de context van geldschepping is veranderd en welke problemen het huidige stelsel kent. We onderzoeken in hoeverre een publiekgeldsysteem – zoals onder andere bepleit door ‘Ons Geld’ – daarvoor een oplossing vormt. Ten slotte doen we aanbevelingen voor hervormingen van ons stelsel. Hieronder volgt een korte samenvatting.

### **HOE WERKT GELDSCEPPING?**

Bij geld denkt men vaak eerst aan bankbiljetten en munten. Ons huidige geld bestaat echter nog maar voor ongeveer zeven procent uit contant geld. Het overgrote deel van de geldhoeveelheid – 93 procent – bestaat uit giraal geld. Dit zijn banktegoeden, feitelijk schulden van de bank aan de rekeninghouder. Dit girale geld wordt voornamelijk door commerciële banken gecreëerd bij het verstrekken van leningen.

Hoe gaat dit in zijn werk? Wanneer een bank een lening verstrekt, is de uitstaande lening een nieuwe bezitting voor de bank; de lener dient deze met rente af te betalen. Tegelijkertijd schrijft de bank een giraal tegoed bij op de rekening van de klant die de lening aangaat. Dit girale tegoed is een schuld van de bank aan de rekeninghouder; de rekeninghouder kan dit tegoed desgewenst opnemen in contanten.

Geld, schuld en banken zijn in het huidige systeem dus nauw met elkaar verweven. Dat banken nieuw geld kunnen scheppen betekent niet dat dit een ongeremd proces is. Er zijn drie belangrijke factoren die geldcreatie in de economie beïnvloeden.

Ten eerste is dat het gedrag van burgers en bedrijven. Er moet vraag naar leningen zijn. Alleen dan kan er een lening worden verstrekt en wordt er nieuw geld gecreëerd. Daarnaast is het van belang wat burgers en bedrijven met dit nieuwe geld doen. Wanneer zij het uitgeven, kan het leiden tot extra bestedingen en blijft het in de economie. Wanneer zij er iemand mee betalen die met het geld een lening aflost, is het girale geld na één stap weer vernietigd.

Ten tweede zijn de balansrisico's voor banken een beperkende factor. Banken lopen bij het verstrekken van een lening het risico dat deze niet wordt terugbetaald. Een bank moet voldoende eigen vermogen hebben om eventuele verliezen op te vangen. En omdat een giraal tegoed een schuld is van de bank aan de rekeninghouder, brengt het creëren hiervan ook risico's met zich mee. Burgers en bedrijven kunnen het tegoed omzetten in contant geld of overmaken naar een andere bank. Om hieraan te kunnen voldoen moet de bank wel voldoende centralebankreserves en contant geld hebben. Deze risico's vormen een rem op geldschepping. Omdat de stabiliteit van banken van publiek belang is, bestaan er op dit gebied ook wettelijke eisen (kapitaal- en liquiditeitseisen) die remmend kunnen werken.

Ten derde speelt monetair beleid een rol. De rentes die de centrale bank hanteert hebben grote invloed op andere rentes, op wisselkoersen en op prijzen van aandelen en obligaties. Dit alles beïnvloedt de vraag naar leningen en de bereidheid van banken om die te verstrekken. Ook heeft de centrale bank in de nasleep van de financiële crisis op grote schaal obligaties opgekocht (de zogeheten kwantitatieve verruiming). Dit verlaagt rentes. Bovendien vergroot dit de maatschappelijke geldhoeveelheid indien de obligaties van andere instellingen dan banken worden gekocht.

#### **VERANDERDE CONTEXT VOOR GELDSCHEPPIING**

Geldschepping door commerciële banken bij kredietverstrekking bestaat al heel lang. Maar de context waarbinnen deze geldschepping plaatsvindt is de laatste decennia langzaam maar ingrijpend veranderd.

Ten eerste heeft er een verschuiving plaatsgevonden van contant geld naar giraal geld. Waar na de Tweede Wereldoorlog de maatschappelijke geldhoeveelheid nog maar voor iets meer dan de helft uit giraal geld bestond, is dat nu meer dan 90 procent. Ten tweede zijn de publieke betaal- en spaaropties nagenoeg verdwenen: de Postbank en haar voorlopers de Postcheque- en Girodienst en de Rijkspostspaarbank. Veel burgers en bedrijven hadden een rekening bij deze banken. De Postbank is echter in de jaren negentig geprivatiseerd en opgegaan in de ING. Ten derde heeft er concentratie en uniformering binnen het bankwezen plaatsgevonden. Een divers bankenlandschap met veel verschillende soorten banken is langzaam veranderd in een landschap met drie grote, sterk op elkaar lijkende banken.

Deze veranderde context is van belang omdat de risico's van geldschepping voor banken veranderd zijn. De kans dat nieuw gecreëerd geld per saldo wegvloeit naar andere banken of in contant geld wordt omgezet is veel kleiner geworden, en daarmee ook de noodzaak om veel reserves en makkelijk verkoopbare bezittingen aan te houden. De grote omvang betekent ook dat banken een impliciete overheids-garantie hebben, die het risico op faillissement vermindert. Dit houdt in dat de remmen op geldschepping minder sterk zijn geworden.

De geschiedenis van geldstelsels laat zien dat het altijd zoeken is naar een balans tussen inkadering en flexibiliteit. Een al te strikte inkadering is op den duur problematisch voor economische groei en kan crises verergeren. Bij te veel flexibiliteit ontstaan er makkelijker zeepbellen en is er een verhoogd risico op crises, of ligt inflatie op de loer. De veranderde context – samen met financiële liberalisering en minder directe sturingsinstrumenten van centrale banken – heeft ervoor gezorgd dat de remmen die in de decennia na de Tweede Wereldoorlog bestonden op het gebied van geldschepping en kredietverlening nu minder aanwezig zijn. Het evenwicht is te zeer verschoven in de richting van flexibiliteit.

#### **TWEE KERNPROBLEMEN**

De WRR signaleert twee kernproblemen in ons huidige stelsel: de grote omvang en hoge volatiliteit van schulden en de onbalans tussen publieke en private belangen. De hoogte van private schulden is historisch gezien ongekend. Ook in andere landen is de private schuld sterk gestegen, maar Nederland voert de boventoon. Naast de genoemde flexibiliteit in het geldstelsel spelen verschillende factoren hierbij een rol, zoals de fiscale bevoordeling van schuld, de indirecte overheidssteun voor banken en het beleid op het gebied van de woningmarkt en pensioenen. Er wordt vaak verondersteld dat hoge schulden geen probleem zijn zolang er voldoende bezittingen tegenover staan en zij netjes worden afbetaald. Maar ook dan kunnen hoge schuldenniveaus een probleem vormen. Zij leiden tot meer instabiliteit, zorgen ervoor dat herstel na een crisis langer duurt en leiden tot onevenwichtige economische groei.

Het tweede probleem is de borging van de publieke dimensie. De paradox is dat terwijl een steeds groter deel van het bankwezen in de afgelopen vijftig jaar is gaan opereren als puur commerciële instellingen, het bankwezen – ongemerkt – een steeds grotere publieke rol is gaan vervullen. Door het toenemende belang van giraal geld, het verdwijnen van de publieke optie voor betalen en sparen en de concentratie in het bankwezen, is een beperkt aantal banken steeds belangrijker geworden voor cruciale publieke belangen, zoals de betaalinfrastructuur, kredietverlening en financiële stabiliteit. Andersom speelt de overheid ook een grotere rol in het bankwezen. Door de omvang van banken en hun belangrijke rol in het betaalverkeer en kredietverlening is de impliciete en expliciete overheidsgarantie groter geworden, zoals tijdens de crisis ook bleek uit de omvangrijke bedragen

waarmee banken zijn gered. Banken zijn door deze ontwikkelingen feitelijk een soort semipublieke instellingen geworden. En moet opnieuw worden nagedacht over een goede balans tussen publieke en private belangen.

### **HET PUBLIEK-GELDSYSTEEM ALS OPLOSSING?**

De initiatiefnemers van 'Ons Geld' zien een ander systeem van geldschepping als oplossing voor de huidige problemen. Het is geïnspireerd door een plan dat in de jaren dertig in de Verenigde Staten is ontwikkeld en dat bekend staat als het Chicagoplan. Ook in andere landen, zoals IJsland, het Verenigd Koninkrijk en Zwitserland, worden vergelijkbare voorstellen bediscussieerd.

Deze voorstellen verschillen in uitwerking, maar ze komen in essentie steeds neer op het doorsnijden van de nauwe band tussen geld en schuld. Het huidige bankenlandschap zou worden gesplitst in een betaaldeel en een financieringsdeel. In het betaaldeel wordt geld aangehouden op rekeningen direct bij de centrale bank of bij betaalbanken waarbij alle tegoeden voor honderd procent gedekt zijn met centrale bankreserves. Nieuw geld kan dan alleen nog door de centrale bank worden gecreëerd. Nieuw geld komt in de economie door overheidsuitgaven, leningen of eventueel directe overboekingen aan burgers. Daarnaast kan het nieuwe geld gebruikt worden om de belastingen te verlagen of de staatsschuld af te betalen. In het financieringsdeel dienen banken eerst geld op te halen voordat zij leningen kunnen verstrekken. Zij kunnen dus geen nieuw geld creëren. Mensen die geld uitleenen aan deze financieringsbanken kunnen ook verliezen lijden en zij kunnen niet op ieder moment hun geld terugvragen. Hoe dit financieringsdeel er exact uit zou moeten zien verschilt per voorstel.

Hoewel de wens om het betaaldeel en het financieringsdeel te splitsen begrijpelijk is, gaat het met veel nieuwe onzekerheden gepaard. Zal de centrale bank voldoende in staat zijn om publieke druk te weerstaan? Indien de mogelijkheid tot geldschep- pen exclusief bij de centrale bank is belegd, kan de centrale bank voorkomen dat geldschepping uit de hand loopt. Het omgekeerde is ook denkbaar. Zonder adequate *checks and balances* kan een concentratie van deze macht bij de centrale bank juist leiden tot overmatige geldschepping. Zal er genoeg kredietverlening beschikbaar zijn om de investeringsgroei en de woningmarkt te faciliteren? Zal er schaduwgeld ontstaan in het financieringsdeel, waardoor het systeem feitelijk weer sterk lijkt op het huidige systeem? Kan uitgesloten worden dat de overheid ooit nog een bank in het financieringsdeel zal redden?

Het monetair-financieel stelsel is uiteindelijk geen technisch maar een sociaal stelsel. Het gedrag van burgers, bedrijven, banken, politici en beleidsmakers doet ertoe en kan niet van tevoren helemaal worden voorspeld of vastgelegd. Wat goed werkt op de tekentafel kan daardoor in de praktijk heel anders uitpakken. Bovendien

heeft een publiekgeldsysteem als geheel nooit gefunctioneerd. Dit betekent dat niet eenduidig vast te stellen is of het beoogde systeem over het geheel genomen beter zal functioneren dan ons huidige stelsel.

Ten slotte zijn de transitie en de internationale context belangrijke drempels voor de invoering. Bij de transitie is een crisis niet uit te sluiten, vanwege de onzekerheden bij burgers en bedrijven. Het is onduidelijk hoe het systeem zou werken in een context van grote internationale verwevenheden, waaronder ons lidmaatschap van de eurozone. De WRR acht een overgang naar een publiekgeldsysteem daarom een ongewenst experiment met het monetair-financiële systeem, de ruggengraat van de economie.

Het voorstel voor een publiekgeldsysteem is echter om meerdere redenen het bestuderen waard. Het biedt niet alleen een goede spiegel voor het huidige systeem, het legt ook een aantal belangrijke pijnpunten bloot en het kan inspiratie bieden voor de noodzakelijke hervormingen.

#### **AANBEVELINGEN**

Voor een evenwichtigere groei van schuld en een betere balans tussen publieke en private belangen moet een aantal belangrijke veranderingen worden doorgevoerd. Daartoe doet de WRR een viertal aanbevelingen:

- Zorg voor diversiteit in de financiële sector
- Tem de overmatige schuldengroei
- Wees beter voorbereid op de volgende crisis
- Veranker de publieke dimensie van banken

#### ***Zorg voor diversiteit in de financiële sector***

Diversiteit in de financiële sector is om meerdere redenen belangrijk. Het gaat hierbij niet alleen om meer keuze voor de consument of scherpere prijzen. In de financiële sector is diversiteit van nog groter belang dan in andere sectoren omdat het essentieel is voor de financiële stabiliteit en het een voorwaarde is voor het in goede banen leiden van geld- en kredietschepping. Hoewel er na de crisis wel gesproken is over de noodzaak van meer diversiteit in het bankwezen, heeft het nog niet tot het gewenste resultaat geleid. In tegendeel, gemeten naar balansomvang is het aandeel van de drie grote banken toegenomen van 71% in 2006 naar 75% in 2016.

Om daadwerkelijk te komen tot meer diversiteit pleit de WRR voor het creëren van een publiek verankerd alternatief voor betalen en sparen, naast de huidige banken. Dit kan de vorm aannemen van een bank, al dan niet door de overheid opgezet, die zich alleen met betalen en sparen bezighoudt. Een ambitieuzere vorm is de introductie van digitaal centralebankgeld. Zo'n publiek verankerd alternatief zal ook veranderingen vergen bij de huidige commerciële banken, bijvoorbeeld op het

gebied van hun financiering. We kunnen verwachten dat het bestaan van een dergelijk alternatief daarmee een disciplinerende werking zal hebben op deze banken en hun dominantie af zal nemen.

De overheid zou ook meer direct werk dienen te maken van het verkleinen van de dominantie van systeembanken. Het huidige stelsel bevoordeelt op tal van manieren impliciet de grote banken. Dat maakt het lastig voor nieuwkomers om een plek te verwerven. Het zwaarder belasten van systeemrisico is een goed drukmiddel om systeemrelevantie te ontmoedigen. Uitdaggers kunnen ook actiever gestimuleerd worden, bijvoorbeeld door verschillende toezichtregimes voor verschillende typen banken, zoals tot aan de jaren tachtig het geval was.

### ***Tem de overmatige schuldengroei***

Lagere schuldenniveaus zijn belangrijk voor meer stabiliteit, een sneller herstel na de volgende crisis en een meer evenwichtige economische groei. Hoewel er op dit gebied stappen zijn gezet na de crisis, zijn de totale private schulden nu niet lager dan voor de crisis, maar hoger. Er is dus een extra inspanning nodig.

Een belangrijke stap daarvoor is het fiscaal gelijk trekken van schuld en eigen vermogen. Zowel het beperken van de aftrek op schuld als het introduceren van een aftrek op eigen vermogen kunnen hieraan bijdragen.

Het temmen van de schuldengroei vergt daarnaast een versteviging van het bestaande macroprudentiële beleid – het beleid dat zich specifiek richt op het indammen van systeemrisico's. Wanneer vanuit andere beleidsterreinen, zoals monetair beleid, banktoezicht en sociaal-economisch beleid (zoals pensioen- en woningmarktbeleid), schulden juist worden gestimuleerd zal de werking van macroprudentieel beleid uiteindelijk beperkt zijn. Daarom is het belangrijk dat ook binnen die beleidsterreinen de invloed op schuldenniveaus onderdeel wordt van de afwegingen.

### ***Wees beter voorbereid op de volgende crisis***

Instabiliteit is inherent aan het financiële stelsel. De stabiliteit die de decennia na de Tweede Wereldoorlog kenmerkte was waarschijnlijk een uitzonderlijke periode die niet snel terug zal keren. Crises zijn over het algemeen ook de momenten waarop beleidswijzigingen plaatsvinden die onder normale omstandigheden niet tot stand zouden komen. Het is belangrijk om beter voorbereid te zijn op de volgende crisis.

Allereerst is het van belang om in een crisis tijdig verlies te nemen en zo ruimte te maken voor herstel. Wanneer problematische financiële posities niet worden aangepakt, kan de nasleep van een crisis lang zijn. In Nederland ligt bijna het gehele risico van leningen bij de schuldenaar. Zowel vanuit het oogpunt van rechtvaardig-

heid als met het oog op een snel herstel na de crisis, is het belangrijk na te denken over een meer evenwichtige risicoverdeling van schulden. Ook is een verplichte algemene herkapitalisatie van banken na een crisis aan te bevelen, zelfs wanneer een deel daarvan niet zelf in de problemen is geraakt. De ervaringen in de Verenigde Staten en Europa leren dat dit essentieel is voor een snel herstel.

Daarnaast is het belangrijk om voorbereid te zijn op het feit dat bij een volgende crisis vergaande maatregelen ter tafel kunnen komen. Gangbare instrumenten van de centrale bank om crises te bestrijden – zoals het verlagen van de rente en het opkopen van obligaties – zijn nu al in belangrijke mate ingezet. Het is dus niet ondenkbaar dat meer controversiële maatregelen, bijvoorbeeld de optie van monetaire financiering van overheidsuitgaven, voorgesteld zullen worden. Tijdens een crisis is de tijd om beslissingen te nemen relatief beperkt. Het is dus essentieel om van tevoren – bijvoorbeeld door middel van scenariostudies – verschillende maatregelen doordacht en voorbereid te hebben.

#### ***Veranker de publieke dimensie van banken***

Door het toenemen van het belang van giraal geld, het verdwijnen van de publieke betaal- en spaaropties en de concentratie in het bankwezen, zijn banken een steeds grotere publieke rol gaan spelen. De combinatie van private activiteiten en publieke functies zorgt voor permanente spanningen, die tot op zekere hoogte onvermijdelijk zijn. Het is daarom echter wel zaak dat deze publieke dimensie beter verankerd wordt.

Dit vergt allereerst het versterken van de publieke dimensie in de organisatie van banken. De belangen van de samenleving dienen een stevigere plaats te krijgen. Hiervoor kan gedacht worden aan een maatschappelijke adviesraad, vergelijkbaar met een cliëntenraad in zorginstellingen. Ook kunnen andere organisatievormen – zoals het coöperatieve model – hieraan bijdragen. Het is dan wel van belang dat ook het Europees toezicht hiervoor voldoende ruimte laat.

Het versterken van de publieke dimensie vergt ook dat de positie van de burger versterkt wordt. Dit kan door burgers meer mogelijkheden te bieden om met de voeten te stemmen, door het vergemakkelijken van overstappen naar het andere banken en het bieden van het genoemde publiek verankerde alternatief. Maar het is ook van belang dat de stem van de burger beter gehoord wordt, niet alleen binnen banken, maar ook bij toezichthouders.

#### **TOT SLOT**

Geld en schuld zijn cruciaal voor de samenleving. Geld en schuld kunnen als een dubbele helix stijgen, maar als het tij keert imploderen zij samen. Zij kunnen de economie tot grote hoogte stuwten maar ook diep laten vallen, ten nadele van de samenleving. Het in goede banen leiden van geld en schuld is een permanente



opgave. Te ruim baan en het loopt uit de hand. Te krap en de situatie wordt onhoudbaar. Hoe het spel wordt gespeeld hangt af van het speelveld, de regels en de technologische ontwikkelingen. Spelregels moeten geldschepping en kredietverlening inkaderen, maar er ook voldoende ruimte voor laten. Ook moeten zij zorgen voor een goede balans tussen publieke en private belangen. Steeds als een evenwicht bereikt lijkt te zijn, doen zich ontwikkelingen voor die om nieuwe antwoorden vragen. In dit rapport doen we daarom aanbevelingen die nodig zijn om weer te komen tot een evenwichtige groei van krediet en schuld en een betere balans tussen publieke en private belangen.

## TEN GELEIDE

Dit rapport is opgesteld door een projectgroep bestaande uit: Arnoud Boot (raadslid), Josta de Hoog (projectcoördinator), Arthur van Riel, Berend Rigter (stagiair), Bart Stellinga, Janne Verstappen, Casper de Vries (raadslid, voorzitter projectgroep) en Robert Went.

*Geld en schuld: De publieke rol van banken* is tot stand gekomen op basis van een uitvoerige studie van de wetenschappelijke literatuur en beleidsstukken en eigen analyse. Daarnaast hebben wij gesprekken gevoerd met externe deskundigen in de publieke en private sector: zowel politici, beleidsmakers, toezichthouders, centrale bankiers, academici en vertegenwoordigers van burgerinitiatieven en banken. Hun namen staan achterin het rapport vermeld. Wij zijn deze personen zeer dankbaar voor hun bijdrage aan dit rapport.

In de afronding van het rapport hebben wij teksten voorgelegd aan Dirk Bezemer, Wim Boonstra, Teunis Brosens, Charlotte van Dixhoorn, Bas Dommerholt, Wouter Elsenburg, Clemens Kool, Martijn Jeroen van der Linden, Bart Nooteboom, Roland Uittenbogaard, Hans Visser, Edgar Wortmann en verschillende experts van De Nederlandsche Bank. We zijn al deze personen veel dank verschuldigd voor hun nuttige commentaar en suggesties.



## 1 INLEIDING

In de theatervoorstelling ‘Door de bank genomen’ wisselen toneelspelers uitleg over het financiële systeem af met korte sketches over hebbelijke bankdirecteuren en kleine crediteuren die verdrukt raken in de snelle wereld van het geld. Aan het begin van het stuk vragen de spelers aan het duizendkoppige publiek in het Rotterdamse Luxor theater wie ons geld maakt. De spanning is voelbaar in de zaal, en de mensen reageren verbaasd als ze horen dat dit niet de overheid of de centrale bank is. De verbazing slaat om in verontwaardiging wanneer de theatermakers uitleggen dat het de commerciële banken zijn die het grootste deel van het geld creëren.

Het huidige geldstelsel wordt door de theatermakers gammel, onbestuurbaar, elitair en vol met problemen genoemd.<sup>1</sup> Maar – zo krijgen de bezoekers ook te horen – er is een alternatief. Al in de jaren dertig van de vorige eeuw werd door een aantal economen van de Universiteit van Chicago het voorstel gedaan om banken niet langer giraal geld te laten scheppen en geldschepping uitsluitend in handen van een publieke instelling te leggen. Een burgerinitiatief van Stichting Ons Geld met deze strekking werd meer dan 120.000 keer ondertekend en besproken in de Tweede Kamer. Tijdens het debat is een motie aangenomen met daarin het verzoek aan de regering om de WRR te vragen advies uit te brengen over deze kwestie (zie box 1.1). Dit rapport is het resultaat van de daaropvolgende adviesaanvraag van de regering aan de WRR (zie bijlage I).

### Box 1.1 Motie met verzoek tot adviesaanvraag<sup>2</sup>

*“De Kamer,  
gehoord de beraadslaging,  
constaterende dat een verdieping in het onderzoek naar de rol en functies van banken bij geldschepping en andere functies noodzakelijk is;  
overwegende dat er behoefte is aan een dienstbaar bankstelsel met minder risico’s voor spaarders en de belastingbetaler;  
verzoekt de regering, aan de Wetenschappelijke Raad voor het Regeringsbeleid te vragen om een advies uit te brengen over de werking van het geldstelsel inclusief alle vormen van geldschepping door banken en hierbij in ieder geval te betrekken de voor- en nadelen van alternatieve systemen van geldschepping en de omvang van de geldscheppingswinst,  
en gaat over tot de orde van de dag.*

*Omtzigt  
Merkies”*

De discussie over de toekomst van ons geldstelsel is niet alleen een Nederlandse discussie. Zo heeft Martin Wolf, een van de bekendste columnisten van de *Financial Times*, voor een alternatief geldstelsel gepleit. Economen van het Internationaal Monetair Fonds (IMF) en van de Britse centrale bank (*Bank of England*) doen er onderzoek naar. Het IJslandse parlement heeft een voorstel over dit onderwerp geschreven. En in Zwitserland is in juni 2018 over het vergelijkbare Vollgeld-initiatief een referendum gehouden, waarbij 24% voor een alternatief systeem stemde en 76% tegen.<sup>3</sup> Het kan ook praktisch gezien niet enkel een nationale discussie zijn: Nederland maakt deel uit van de eurozone en ook los daarvan zijn de internationale verwevenheden te groot om zonder coördinatie een ander geldstelsel in te kunnen voeren.

De initiatiefnemers werpen met hun voorstel licht op iets waar velen – ook mensen uit de financiële sector – niet bekend mee zijn. Het zijn normaal gesproken niet de centrale banken, maar de commerciële banken die het geld scheppen. Zij doen dit op het moment dat zij een lening verstrekken. Zoals we in dit rapport uiteen zullen zetten, betekent dit dat geldcreatie in het huidige systeem onlosmakelijk verbonden is met schuldcreatie. Geld en schuld zijn voor een belangrijk deel twee kanten van dezelfde medaille. Dat houdt in dat de omvangrijke schuldengroei, waar veel internationale instellingen en economen zich zorgen over maken, niet is los te zien van een sterke groei van de geldhoeveelheid.<sup>4</sup>

Tot de financiële crisis was de aandacht voor geld en schuld in de meeste economische analyses beperkt. Geld en schuld werden veelal als een onbetekenende ‘sluier’ over de economische activiteit beschouwd, zonder noemenswaardig effect op de reële economie. Dit ondanks het feit dat de financiële sector enkele malen de omvang van de reële economie had bereikt. In de veelgebruikte macro-economische modellen van het Centraal Planbureau (CPB) speelde de financiële sector geen rol. Economische modellen waarin financiële risico’s geen plek hebben “beheers-ten het onderwijs en de beleidsdiscussies” (Bezemer 2018) en ook het fundamentele macro-economisch onderzoek had weinig aandacht voor de rol van geld en schuld.

Het burgerinitiatief vraagt terecht meer aandacht voor de rol van geld en schuld in onze maatschappij. Het zijn de pijlers van het financiële systeem en de manier waarop geld en schuld geregeld zijn heeft effect op iedere uithoek van de samenleving. In deze inleiding gaan we eerst kort in op geld en schuld (paragraaf 1.1 en 1.2). Daarna bespreken we het belang van vertrouwen (paragraaf 1.3) en de dynamiek van het monetair-financieel systeem (paragraaf 1.4). Tot slot bespreken we de opbouw van dit rapport (paragraaf 1.5).

## 1.1 WAT IS GELD?

*“There is no denying that views on money are as difficult to describe as shifting clouds.”*  
Schumpeter<sup>5</sup>

Voor iets dat zoveel gebruikt wordt, is het opmerkelijk hoe weinig overeenstemming er bestaat over wat geld precies is. Het is ‘het slijk der aarde’, ‘*the thing that makes the world go round*’, het is ‘de wortel van al het kwaad’ en ‘het moet rollen’. Geld is heel vertrouwd, maar tegelijkertijd niet zo makkelijk te duiden als je zou mogen verwachten. Economen hebben nog altijd moeite om het functioneren van geld in een kapitalistische economie precies te begrijpen (King 2016: 52).<sup>6</sup>

Geld is allereerst een (impliciete) afspraak tussen mensen en daarmee een sociaal construct (Van Dalen en Klamer 2015: 14). Geld is een sociaal fenomeen: het bestaat immers bij de gratie van interacties tussen mensen. Iets functioneert alleen als geld als mensen er vertrouwen in hebben dat andere mensen het ook als geld (blijven) gebruiken en accepteren (Carruthers 2010). Daarbij spelen netwerkeffecten een belangrijke rol. De waarde van geld is uiteindelijk gebaseerd op het vertrouwen dat het door anderen wordt geaccepteerd en “niet op het materiaal waarvan het is gemaakt” (Boonstra 2018: 54). In de loop van de geschiedenis heeft geld dan ook veel verschillende verschijningsvormen gehad: munten, schelpen, zout, kralen, bankbiljetten en enen en nullen in computersystemen.

Het vertrouwen in geld is in het dagelijks leven soms zo vanzelfsprekend, dat we niet stilstaan bij de vraag waar dit vertrouwen vandaan komt. Hoewel dit vertrouwen in belangrijke mate een kwestie van gewoonte is, komt vertrouwen in geld niet uit de lucht vallen: er zijn mechanismen nodig om dit te genereren en te behouden (Giannini 2011: 14-15). Welke mechanismen dat zijn hangt af van het geldstelsel. In geldstelsels waarbij geld gemaakt is van een materiaal met een waarde los van het gebruik als geld (zoals munten van edelmetaal), gaat het bijvoorbeeld om de mogelijkheid om het edelmetaalgehalte te controleren en de afbeeldingen op de munten die laten zien dat het ‘echt’ is. Juridische en wettelijke kaders zijn ook van groot belang, bijvoorbeeld door valsmunterij strafbaar te stellen. In geldstelsels waarbij het materiaal van geld van verwaarloosbaar belang is, zoals ons huidige stelsel, zijn deze institutionele kaders extra belangrijk. Nu girale tegoeden dominant zijn, wordt vertrouwen bijvoorbeeld gegenereerd door het depositogarantiestelsel, toezicht op banken en de mogelijkheid van liquiditeitssteun voor banken.

Over het ontstaan van geld bestaan verschillende theorieën, die we in dit rapport niet uitgebreid behandelen.<sup>7</sup> De meest gebruikte verklaring over de oorsprong is dat geld is ontstaan als antwoord op de inefficiënties van ruilhandel (Jones 1976; Van Dixhoorn 2013b; Goodhart en Jensen 2015: 3). Hoewel theoretisch goed te beargumenteren valt dat geld efficiënter is dan ruilhandel, is er geen historisch

bewijs dat geld daadwerkelijk op deze manier is ontstaan (Bezemer 2012; Humphrey 1985; Ryan-Collins 2015). Een andere stroming ziet de oorsprong van geld in schuldrelaties tussen mensen. Zodra schuldbekentenissen loskwamen van de twee personen waartussen ze waren aangegaan en ze circuleerden als betaalmiddel voor goederen en diensten, was er geld (Mitchell-Innes 1913; Wray 2004; Graeber 2011). Weer een andere stroming legt de nadruk op de rol van staat en religieuze autoriteiten bij het ontstaan van geld. Geld is in die opvatting het gevolg van de belastingen (of offers) die deze instituties inden (Van Dixhoorn 2013b).

De verschillende geschiedschrijvingen bieden elk een ander perspectief op geld en dat heeft consequenties voor de wijze waarop ook nu nog over geld wordt nagedacht. De geschiedenis van geld als antwoord op de inefficiënties van ruilhandel benadrukt het spontane en neutrale karakter van geld. Menger (2007 [1871]: 262) stelde nadrukkelijk: “*No one invented [money].*” Wanneer de geschiedenis van geld wordt gezocht in schuld, staan sociale relaties voorop, met name de relatie tussen crediteur en debiteur (Wray 2004). En wanneer de rol van de staat en religieuze autoriteiten vooropstaat, wordt als vanzelf de belangrijke rol van de staat voor het functioneren van geld benadrukt.

Hoe we geld precies moeten definiëren is dus verre van eenduidig. Binnen de economische wetenschap is het gebruikelijk om de *functies* van geld centraal te stellen: het is een betaalmiddel, spaarmiddel en rekeneenheid (Van Dalen en Klamer 2015; Van Dixhoorn 2013b; Burgess en Janssen 2007; Boonstra 2015). Geld is allereerst datgene wat binnen een samenleving als algemeen *betaalmiddel* wordt geaccepteerd. Het kan hierbij gaan om de aanschaf van producten en diensten, het betalen van loon, het vereffenen van schulden, de aankoop van financiële instrumenten zoals aandelen en het betalen van belastingen. Geld is dus (ongedifferentieerde) koopkracht. Belangrijk voor het functioneren als betaalmiddel is dat het overdraagbaar is: het moet van de ene persoon kunnen worden overgedragen aan een andere persoon zonder dat dit ten koste gaat van de bruikbaarheid ervan. Belangrijk is ook dat het in zekere mate deelbaar is: je moet er verschillende bedragen mee kunnen betalen. Het is cruciaal dat de waarde van het geld voldoende stabiel is: men accepteert een middel alleen als betaling als men dit op een later moment kan gebruiken om iets van vergelijkbare waarde te kopen.

De stabiliteit van de waarde het geldmiddel zorgt voor een tweede functie van geld: *spaarmiddel* of *oppotmiddel*. Omdat iets alleen als geld kan functioneren wanneer dit over tijd zijn waarde grotendeels behoudt, kunnen mensen besluiten om geld voor langere tijd te bewaren. Dit stelt ook weer een volgende eis aan het geldmiddel: het moet niet makkelijk kunnen vergaan. Deze spaarfunctie is overigens niet beperkt tot geld. Ook aandelen, obligaties, juwelen of een huis kunnen functioneren als spaarmiddel. Wat geld als spaarmiddel onderscheidt is dat het vrijwel direct kan worden gebruikt als betaalmiddel. Het is, in jargon, een zeer

‘liquide’ spaarmiddel, terwijl juwelen dat in veel mindere mate zijn. Ook verschilt het in termen van zekerheid: sparen door middel van aandelenbezit brengt andere risico’s mee dan het sparen door middel van geld.

Geld heeft ten derde de functie van *meet- of rekeneenheid*. Het maakt totaal verschillende dingen vergelijkbaar. Hoewel een brood en een telefoon zeer verschillend zijn, kan de prijs van deze twee zaken eenvoudig vergeleken worden. Ook op macroniveau maakt het vergelijken mogelijk, bijvoorbeeld tussen het binnenlands bruto product van verschillende landen. Dit hangt weer samen met de eerste functie: om dienst te doen als algemeen betaalmiddel is het ook essentieel dat diensten, producten, vastgoed, financiële instrumenten en belastingen worden uitgedrukt in dezelfde geldeenheden.<sup>8</sup>

In dit rapport gaan we uit pragmatische overwegingen uit van geld als dat wat algemeen als betaalmiddel wordt geaccepteerd.<sup>9</sup> Uitgaande van deze definitie, bestaat het geld vandaag de dag voornamelijk uit contanten (munten en biljetten) en girale tegoeden bij banken; betaalrekeningen en spaarrekeningen die direct opneembaar zijn. Daarnaast bestaan er vormen van quasigeld (zoals spaartegoeden die voor langere tijd vaststaan) die wel of niet als geld kunnen meetellen. Nog breder worden soms ook bepaalde kortlopende schulden meegeteld als geld.

In de statistieken wordt uitgegaan van drie verschillende maatschappelijke geldhoeveelheden (monetaire aggregaten).<sup>10</sup> Omdat we deze ook in het rapport zullen gebruiken, bespreken we ze hier kort. M1 is de smalste definitie van de geldhoeveelheid: dit gaat om alle contanten en direct opneembare girale tegoeden bij banken. M2 en M3 zijn bredere definities, waarvoor ook spaargeld en bijvoorbeeld aandelen in geldmarktfondsen meetellen (zie tabel 1.1). Bij deze bredere definities worden dus ook financiële instrumenten meegeteld die strikt genomen geen betaalmiddel zijn, maar daar wel relatief snel en eenvoudig (en met niet of nauwelijks verlies in waarde) in kunnen worden omgezet.

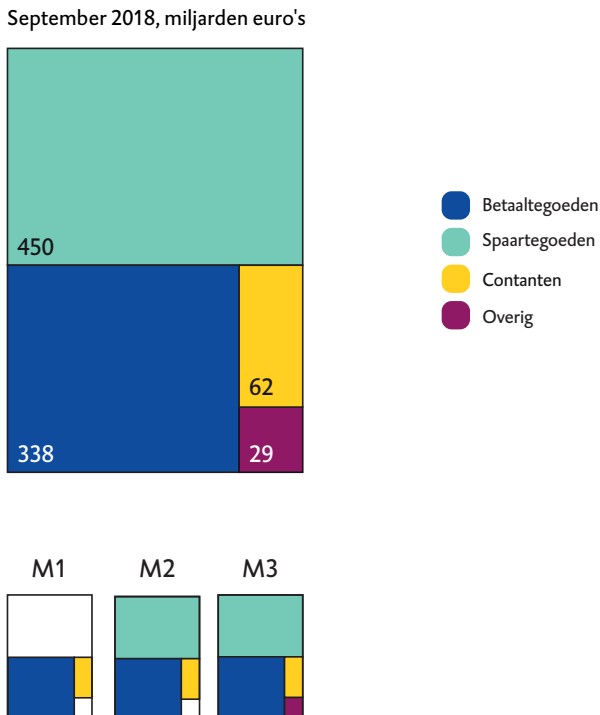
**Tabel 1.1**      **Geldhoeveelheden<sup>11</sup>**

	M1	M2	M3
Contant geld	•	•	•
Girale tegoeden waar direct betalingen mee kunnen worden gedaan	•	•	•
Deposito's met een looptijd korter dan twee jaar		•	•
Deposito's met een notificatieperiode van minder van drie maanden		•	•
Repo's			•
Aandelen/participaties in geldmarktfondsen			•
Schuldbewijzen met looptijd tot en met 2 jaar			•



Wanneer we kijken naar de huidige ruime geldhoeveelheid (M3), bestaat deze voor 7% uit contant geld, voor 39% uit girale tegoeden waarmee direct betalingen kunnen worden gedaan (we zullen in dit rapport spreken van betaaltegoeden) en voor 51% uit deposito's met een looptijd van korter dan twee jaar of een notificatieperiode van korter dan drie maanden (we zullen in dit rapport spreken van spaartegoeden). Andere financiële middelen maken 3% uit van M3 (zie figuur 1.1).

**Figuur 1.1 Samenstelling van de geldhoeveelheid**



Bron: DNB tabel 5.4

Deze officiële definities van de geldhoeveelheid kunnen afwijken van wat er feitelijk als geld functioneert. Het is om die reden dat de precieze definities in de loop van de tijd af en toe zijn aangepast. Innovatie in de financiële wereld kan leiden tot nieuwe producten die in de loop van tijd als geld gaan functioneren of die eenvoudig daarin kunnen worden omgezet. De grenzen van wat geld is en wat niet, zijn dus niet zo duidelijk als het op het eerste gezicht lijkt. De opkomst van cryptomunten zoals bitcoin bevrageet opnieuw die grenzen (zie box 1.2).

**Box 1.2**      **Is bitcoin geld?**

De afgelopen jaren houden zogeheten ‘cryptomunten’ de gemoederen flink bezig. Bij cryptomunten gaat het om digitale munten die worden gegenereerd door cryptografie, een computerberekening. De bekendste is de bitcoin. Deze werd in oktober 2008 gelanceerd, niet toevallig vlak na de val van Lehman Brothers. De ontwikkelaars hoopten hiermee een alternatief te creëren voor de dominante geldvormen (contanten en banktegoeden) die afhankelijk zijn van, en sterk beïnvloed worden door de overheid en banken. Vertrouwen in de bitcoin zou niet langer gestoeld zijn op vertrouwen in deze instellingen maar op (dat was althans de claim) objectieve, rationele, niet te corrumpereen mathematische berekeningen in een gedecentraliseerd, gedeeld en publiek toegankelijk boekhoudsysteem.

Is bitcoin geld? Vooralsnog voldoet de bitcoin niet aan de drie genoemde functies van geld. De mogelijkheden om bitcoin te gebruiken als betaalmiddel zijn beperkt: weinig instanties accepteren betaling met bitcoin (Betlem 2017) en zoals gezegd is de volatiliteit van de waarde groot. De koers steeg naar meer dan \$20.000 in december 2017, waarna deze daalde tot minder dan \$4.000 in december 2018. Als spaarmiddel kan de bitcoin door deze volatiliteit ook niet goed dienstdoen (Richter 2017). Het is eerder een speculatiemiddel (DNB 2018d). Ten slotte fungeert bitcoin niet of nauwelijks als rekeneenheid. Van slechts weinig producten of diensten is de prijs in bitcoin aangegeven. Wie bitcoins wil gebruiken heeft realtime apps nodig om te zien hoeveel ze op dat moment waard zijn in dollars of euro’s.

Natuurlijk weten we niet wat de toekomst zal brengen en cryptomunten zijn nog jong. Het voorbeeld laat echter wel zien hoe lastig het is om een stabiele munt te creëren. De limiet op het aantal bitcoins dat in omloop kan komen en het gebruik van decentrale verificatietechnieken garanderen niet een stabiele en betrouwbare munt, zoals de fluctuaties en de verliezen die mensen hebben geleden laten zien. Deze mathematische methoden om vertrouwen te wekken hebben op dit moment duidelijke beperkingen. Het vertrouwen in een munt is voor een belangrijk deel gestoeld op stabiliteit van waarde. Voor de euro, de dollar en vele andere munten geldt dat er instituties zijn die deze stabiliteit expliciet tot doel hebben en garanties om het functioneren te ondersteunen. Het is de vraag of een cryptomunt zonder zo’n institutionele inbedding ooit een volwaardig alternatief zal kunnen worden voor geld.

**1.2**      **WAT IS SCHULD?**

Hoewel schuld binnen de economie een veelbesproken onderwerp is, leidt het eveneens tot verwarring en is niet altijd duidelijk waar het precies over gaat. Wat het spreken over schuld niet makkelijker maakt, is dat schuld een moreel beladen begrip is. Het hebben van schuld is vaak niet alleen een economische constatering, maar ook een morele constatering (Graeber 2011: 4). Dat geldt in het bijzonder in het Nederlands of Duits waar het woord ‘schuld’ zowel gebruikt wordt voor een

verplichting tegenover een ander (*debt*) als voor de verantwoordelijkheid voor verwijtbaar handelen (*guilt*). Bovendien wordt in veel religies schuld – zowel ten aanzien van de schuldlener als de schuldeiser – als iets verderfelijks beschouwd. In de Bijbel staat bijvoorbeeld “Wees elkaar niets schuldig, behalve liefde.” (Romeinen 13:8) en “Wie leent, is de slaaf van wie uitleent.” (Spreuken 22:7). Binnen de islam is rente – in sommige interpretaties woekerrente – verboden (Visser 2009: 174). Lang gold in Europa het vragen van rente ook als iets verderfelijks.

Tegelijkertijd zijn investeringen die mogelijk zijn door schulden cruciaal voor economische ontwikkeling. Volgens Ferguson (2008: 2) zijn krediet en schuld zelfs even belangrijk voor de ontwikkeling van onze beschaving als welke technologische innovatie dan ook. Met schuld kun je inkomsten die je in de toekomst verwacht uit arbeid, goederen of kapitaal naar het heden halen en nu investeren of besteden aan consumptie. Zo kan een ijscoman een ijsmachine kopen met het geld dat hij in de toekomst met het verkopen van ijsjes denkt te verdienen. Of kan een boer kosten en lonen betalen uit krediet op basis van de toekomstige oogst. Een lening kan iemand in staat stellen een opleiding te bekostigen om diens arbeidsperspectief te verbeteren.

Schuld is in essentie een niet gelijktijdige uitwisseling tussen twee partijen. Graeber (2011) heeft het over schuld als een niet voltooid ruil. Het kan gaan over een sociale ruil: je helpt iemand verhuizen en verwacht dat die persoon later bij jouw verhuizing helpt. In dit rapport gaat het over een financiële ruil. Je leent geld dat je later zult terugbetalen of je koopt een product dat je op een later moment zult betalen. Doordat de ene kant van de ruil (het verstrekken van de lening) op een ander moment plaatsvindt dan de andere kant (het terugbetalen van de lening), is er bij schuld altijd het risico dat er tussendoor iets gebeurt waardoor niet (of niet volledig) terugbetaald kan worden. Het verstrekken en aangaan van een lening vereist dan ook vertrouwen in de toekomst en vertrouwen in elkaar. Dit komt mooi tot uitdrukking in het woord ‘crediteur’ en in het Duitse woord voor schuldeiser, *Gläubiger*.

*“The old saying holds. Owe your banker £1,000 and you are at his mercy; owe him £1 million and the position is reversed”*  
Keynes<sup>12</sup>

Een schuld is over het algemeen vrijwillig aangegaan. Daarop zijn uitzonderingen: de schuld aan de belastingdienst is niet via een vrijwillige afspraak tussen twee partijen tot stand gekomen en ook door het krijgen van een boete ontstaat een schuld. Ook in het geval dat de schuld vrijwillig is overeengekomen, is de positie van de twee partijen vaak niet gelijk. Daarom worden burgers sinds jaar en dag beschermd tegen bijvoorbeeld woekerrentes. De maximale rente wordt al eeuwen door overheden bepaald. Ook nu is dat nog het geval.<sup>13</sup>

In beginsel dient een schuld terugbetaald te worden, maar om sociale, economische en praktische redenen zijn daar grenzen aan. Grenzen die in de loop van de tijd zijn verschoven. De beruchte *debtors' prisons* waarin mensen die hun schulden niet konden betalen werden opgesloten, zoals de Londense Marshalsea waarin Charles Dickens' *Little Dorrit* zich afspeelt, bestaan niet meer. Maar mensen kunnen nog steeds tijdelijk opgesloten (gegjzeld) worden, wanneer zij hun schulden niet voldoen.<sup>14</sup> Nederland werd in de gouden eeuw het eerste land in Europa waar bankroet uit de criminele sfeer werd gehaald en er een min of meer ordentelijke faillissementsregeling kwam. In 1627 werd besloten om in het Amsterdamse stadhuis een Desolate Boedelkamer in te richten waar faillissementen konden worden afgewikkeld en een nieuwe start kon worden gemaakt (Frederik 2012). Zo kon Rembrandt na zijn faillissement weer gaan schilderen, in plaats van in de gevangenis te belanden of te vluchten naar de vrijplaats Vianen. Er zit dus een grens aan de opeisbaarheid van schulden: de kredietverstrekker wordt geacht een bepaald risico te accepteren (Graeber 2011: 3).

Schuld heeft meerdere betekenissen, zeker in de Nederlandse taal, wat soms spraakverwarring oplevert. Van een morele schuld, een abstracte verplichting tot een concreet en bij de rechter afdwingbaar schuldcontract. Het feit dat schuld veel verschillende vormen kan aannemen verklaart ook de verwarring over de vraag of geld altijd schuld is (zie box 1.3).

### Box 1.3 Is geld altijd schuld?

Eén van de vragen die vaak terugkomt in de discussie over een ander systeem van geldschepping is of geld altijd schuld is. In het huidige systeem wordt geld gecreëerd wanneer een lening wordt verstrekt. Het overgrote deel van ons geld (banktegoeden) is feitelijk een schuld van de bank aan de rekeninghouder. Daarmee is geld onlosmakelijk verbonden met schuld. Diverse auteurs schrijven: 'alle geld is schuld' (Van Dixhoorn 2013a; Bjerg 2015; Wray 2014; Boonstra 2015). Dat hoeft niet altijd zo te zijn. Ons huidige contante geld – munten en bankbiljetten – is niet tegelijkertijd een schuld: je kunt contant geld immers niet bij de centrale bank inruilen tegen goud of iets anders.<sup>15</sup> Hoewel centrale banken contant geld boekhoudkundig registreren als schuld, is het in het economische verkeer geen schuld omdat de bezitter daarvan bij de centrale bank niets kan opeisen. Om deze reden is het in zekere zin een willekeurige keuze om contant geld als schuld en niet als eigen vermogen te registreren, dat ook aan de verplichtingenzijde op de balans staat.

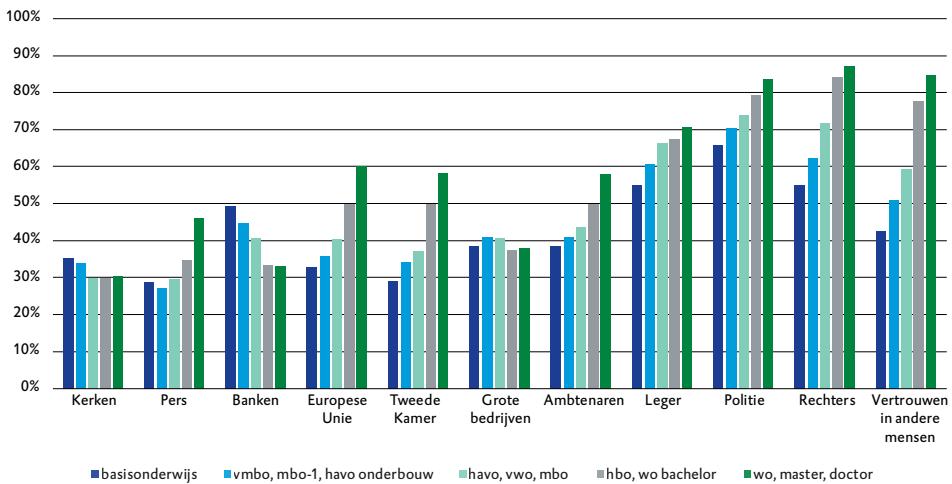
Schuld kan dus gaan functioneren als geld – wanneer het voldoende deelbaar en overdraagbaar is – maar niet alle schuld functioneert als geld en niet alle vormen van geld zijn schuld. Dat neemt niet weg dat geld altijd een claim op de huidige en toekomstige productie is. Nieuw gegeneerd geld vergroot deze claim en kan dus niet zonder gevolgen in onbepaalde mate worden bijgemaakt, vanwege het gevaar van inflatie.

### 1.3 HET BELANG VAN VERTROUWEN

Het woord vertrouwen is al een aantal keer gevallen in deze inleiding. Vertrouwen is cruciaal voor het functioneren van geld en voor het aangaan van leningen. De financiële crisis heeft een forse deuk in dat vertrouwen geslagen (zie bijvoorbeeld DNB 2015b). Het breed gesteunde burgerinitiatief kan ook gezien worden als uiting van wantrouwen tegen het huidige systeem, net als de populariteit van cryptomunten.

In Nederland is het vertrouwen in het bankwezen laag in vergelijking met het vertrouwen in andere instituties. Wat ook opvalt is dat het vertrouwen onder hoger opgeleiden lager is dan onder lager opgeleiden. Dat is uniek; voor andere instituties is het doorgaans andersom (zie figuur 1.2).

**Figuur 1.2** Vertrouwen in instituties



Bron: CBS 2017

Opmerkelijk genoeg blijkt uit een enquête van De Nederlandsche Bank (DNB) dat economen minder vertrouwen hebben in de stabiliteit van het Nederlandse financiële systeem dan het algemene Nederlandse publiek (zie figuur 1.3). Volgens DNB hangt dit samen met de mate waarin respondenten het idee hebben dat regelgeving voldoende is aangescherpt: respondenten die minder vertrouwen hebben in de stabiliteit zijn ook negatiever over de aanscherping van de regels (DNB 2016b).

**Figuur 1.3** Vertrouwen in stabiliteit Nederlandse financiële systeem

Stelling: Ik heb vertrouwen in de stabiliteit van het Nederlandse financiële systeem

Nederlands publiek



Economenpanel



Bron: DNB 2016b

De afgelopen jaren is dan ook veel gesproken over het vertrouwen in de financiële sector. De Nederlandse Vereniging voor Banken (NVB) is een Vertrouwensmonitor Banken gestart (zie bijvoorbeeld NVB 2016); universiteiten organiseerden debatten en de minister van Financiën schreef een kamerbrief over het vertrouwen in de financiële sector.<sup>16</sup>

Vertrouwen is echter geen eenduidig begrip. Wanneer het gaat over vertrouwen in het monetair-financieel systeem lopen er veel verschillende vormen van vertrouwen door elkaar heen. Het gaat om vertrouwen in de beleidsmakers (in de politiek, de centrale bank), in banken en andere financiële instellingen, in bankiers, in geld, in de toekomst en om intermenselijk vertrouwen. Die vormen van vertrouwen hangen ook nog eens sterk met elkaar samen. Voor het vertrouwen in geld zijn instituties – zoals een centrale bank en een depositogarantiestelsel – van groot belang. Het vertrouwen in geld is dan ook sterk verweven met het vertrouwen in deze instituties. Een financiële crisis leidt niet alleen tot minder vertrouwen in financiële instituties, maar gaat ook gepaard met een daling van het algemeen intermenselijk vertrouwen (Cruisen et al. 2013).

Vertrouwen kan niet afgedwongen worden; het moet uiteindelijk worden gegeven. Vertrouwen moet verdiend worden met gebleken betrouwbaarheid, door te voldoen aan gerechtvaardigde verwachtingen. Voor vertrouwen is het ook belangrijk dat onvrede geuit en besproken kan worden (Nootboom 2017). In dit rapport kijken wij naar deze twee aspecten van vertrouwen. We vatten daarbij de betrouwbaarheid van het stelsel op als de dienstbaarheid, stabiliteit en rechtvaardigheid van het stelsel. De mogelijkheid om met onvrede iets te doen gaat over invloed en legitimiteit.

## 1.4 DYNAMIEK VAN HET MONETAIR-FINANCIËEL SYSTEEM

Geld en schuld zijn onderdeel van een groter monetair-financieel systeem. Banken, de centrale bank, maar ook overheden, pensioenfondsen, verzekeraars en schaduwbanken<sup>17</sup> spelen hierin een rol. Net zoals dat wat als geld functioneert verandert in de tijd, is ook het monetair-financieel systeem niet statisch. Met name de industrialisatie en globalisering hebben grote gevolgen gehad voor hoe het systeem nu functioneert (we beschrijven dit in hoofdstuk 3).

Technologische ontwikkelingen hebben veel invloed gehad op de dynamiek van het systeem. De snelheid waarmee geld zich over de wereld kan verplaatsen is enorm toegenomen. Waar ooit goudstukken en later papieren wissels fysiek van de ene plaats naar de andere werden verscheept, kan een betaling van de ene naar de andere kant van de wereld nu in milliseconden geregeld zijn. Het is veel eenvoudiger geworden om niet alleen in de bakker om de hoek, maar ook in bedrijven in Brazilië of Zuid-Afrika te investeren.

Nieuwe technologieën maken cryptomunten zoals bitcoin (zie de eerdere box 1.2) en nieuwe financiële innovaties mogelijk. Deze nieuwe technologieën bieden mogelijkheden waar gevestigde partijen nog niet altijd een antwoord op hebben. Centrale banken volgen deze ontwikkelingen nauwgezet. Zij kunnen tot innovaties en betere financiële dienstverlening leiden, maar ook risico's opleveren voor publieke belangen, zoals de stabiliteit van het financiële systeem. Centrale banken onderzoeken daarnaast ook hoe zij zelf nieuwe technologie kunnen gebruiken, en doen bijvoorbeeld in veel landen onderzoek naar de voor- en nadelen van een digitale centralebankmunt. Dat het geldstelsel in de toekomst zal veranderen is zeker; hoe precies is echter niet te voorspellen (zie box 1.4). *“The issue is shaping up to be every bit as vexed as those of robots and jobs”,* stelt Andrew Haldane (voorwoord in Birch 2017), chief economist van de Bank of England. *“Passions around cashless societies run high. If nothing else, this tells us that money is, always has been and always will be, much more than a cryptographic code; it is a social convention.”*

### Box 1.4 Fintech als revolutie?

Er wordt veel gesproken over ‘fintech’, maar wat is dat eigenlijk? De directeur van het IMF, Christine Lagarde (2017), omschrijft het als *“the collection of new technologies whose applications may affect financial services, including artificial intelligence, big data, biometrics, and distributed ledger technologies such as blockchains”*. Dat is een erg brede definitie, maar er zijn dan ook veel nieuwe initiatieven en combinaties, en niemand weet wat er allemaal nog gaat komen. In de discussie over fintech staan twee vraagstukken centraal: (1) Wat zal fintech betekenen voor finan-

ciële diensten? en (2) Wat betekent het voor financiële *dienstverleners*? Hoewel deze vragen uiteraard sterk samenhangen, is het voor de helderheid van de discussie goed om ze apart te bespreken.

Betalen, sparen, financieren en verzekeren worden gezien als de vier klassieke functies van de financiële sector. IMF-onderzoekers voegen daar nog een vijfde aan toe: advies geven over deze vier functies. Op al deze vijf terreinen is sprake van nieuwe initiatieven en toepassingen van nieuwe technologieën (He et al. 2017). In debatten gaat het veel over de potentie van *distributed ledger technologies* (blockchain), waarmee bijvoorbeeld betalingen op een meer decentrale manier kunnen worden vormgegeven. Andere ontwikkelingen, die al een tijd aan de gang zijn, zijn bijvoorbeeld de inzet van *machine learning* en algoritmes om handel in financiële producten te automatiseren (zogenoemde *high-frequency trading*) en bij verzekeraars om bijvoorbeeld claims te beoordelen. Tegelijkertijd is het moeilijk om precies vast te stellen hoe groot de rol van fintech is en wat het potentieel is van deze nieuwe diensten (Bijlsma en Van Veldhuizen 2016).

Wat zullen deze innovaties betekenen voor de bestaande financiële instellingen? Ook hier geldt dat het alleen duidelijk is *dat* er zaken zullen veranderen, en in veel mindere mate *wat* er verandert. Op basis van de eerste ervaringen lijkt het erop dat kleine fintechspelers nog geen echte bedreiging vormen voor de bestaande grote banken. Banken hebben voorsnog een stevige marktpositie door hun banklicentie, omvang, expertise, vaardigheden en impliciete en expliciete garanties. Wanneer zij door grote banken worden overgenomen kunnen deze fintechspelers wel bij die banken voor innovatie zorgen. De vraag is echter wat het voor de sector gaat betekenen op het moment dat de *bigtech* (zoals Amazon, Apple, Facebook en Google) financiële diensten gaan aanbieden. Amazon is *Amazon cash* gestart. Google biedt in een flink aantal landen *Google Pay* aan. Deze ontwikkelingen hoeven echter niet noodzakelijk tot een hevige concurrentiestrijd te leiden. Bestaande banken kunnen er ook voor kiezen om bijvoorbeeld partnerschappen op te zetten met deze grote financiële toetreders (Boot 2018).

Tegelijkertijd betekent het ook weer niet dat de huidige grote banken zeker kunnen zijn van hun toekomstige relevantie. Daarvoor is fintech een te fundamentele ontwikkeling. Of we toch een transitie zien naar meer diversiteit en schaalverkleining, een bestendiging van de positie van de huidige giganten, of de inlijving van die giganten door bigtechbedrijven zoals Facebook, Amazon en Apple is onduidelijk (Bijlsma en Van Veldhuizen 2016). Het is belangrijk om te beseffen dat het hier niet gaat om een natuurkracht: deze ontwikkeling wordt door uiteenlopende factoren gestuurd, ook door wet- en regelgeving. Dit vraagstuk vergt dus permanente politieke aandacht.

Niet alleen fintech zorgt voor dynamiek en onzekerheden, ook in andere opzichten bevinden we ons op nieuw en onbekend terrein. De schuld als percentage van het bbp was nog nooit zo hoog.<sup>18</sup> Het monetair beleid bevindt zich in onbekende wateren. De beleidsrente van de ECB is al jaren rond het nulpunt en de centrale bank



heeft de afgelopen jaren ongekeerde hoeveelheden staatsobligaties en bedrijfsobligaties opgekocht. Wat de weg uit dit ongebruikelijke monetaire beleid is, of dat deze ongebruikelijke situatie de nieuwe standaard is en we ons daarvan simpelweg nog niet bewust zijn, is niet duidelijk. Het leidt tot de bijzondere situatie dat bedrijven en de Nederlandse staat obligaties kunnen uitgeven met een negatieve rente. Dat wil zeggen dat de overheid en sommige bedrijven rente *krijgen* van de instellingen van wie zij geld lenen. Dat illustreert treffend de onzekerheid en uitzonderlijkheid van het moment. Het zijn, kortom, ingewikkelde en spannende tijden waarin van alles aan de hand is rond geld en schuld en het de vraag is of we uit de voeten kunnen met de bestaande antwoorden.

## 1.5 DE INSTEK VAN DIT RAPPORT

De WRR is door de regering verzocht om advies uit te brengen over “de werking van het geldstelsel inclusief alle vormen van geldschepping door banken en hierbij in ieder geval te betrekken de voor- en nadelen van alternatieve systemen van geldschepping en de omvang van de geldscheppingswinst” (zie bijlage I). Het voorliggende rapport is het antwoord op dit verzoek.

In ons huidige systeem is geld onlosmakelijk verbonden met schuld en met het functioneren van banken. Dat betekent dat veranderingen op het gebied van geld ook onvermijdelijk leiden tot veranderingen op het gebied van krediet en het financiële landschap. De zorgen die aan het burgerinitiatief ten grondslag liggen gaan ook verder dan alleen het veiligstellen van geld en het betalingsverkeer, zij gaan eveneens over de grote rol van schuld en banken in onze samenleving. Vandaar dat wij het in dit rapport niet alleen hebben over geld, maar er noodzakelijkerwijs ook aandacht is voor schulden en het bredere functioneren van het monetair-financieel stelsel.

Het monetair-financieel stelsel heeft een breed effect op economie en samenleving. Begrip van geld en schuld en de financiële sector is dan belangrijk. In het rapport ‘Samenleving en financiële sector in evenwicht’ uit 2016 heeft de WRR gepleit voor een meer harmonische en productieve wisselwerking tussen financiële sector en samenleving. Het vertrekpunt in dat rapport is de samenleving en de problemen die financiële instabiliteit, financiële dominantie en kortzichtigheid opleveren voor de samenleving. In het voorliggende rapport zullen we ook het geldstelsel bespreken en analyseren we het monetair-financieel stelsel vanuit de belangrijkste doelen (dienstbaarheid, stabiliteit, rechtvaardigheid en legitimiteit).

We zullen allereerst ingaan op de werking van het huidige geldstelsel (hoofdstuk 2). Wij bespreken hoe geld gecreëerd wordt en wat de belangrijkste remmen en stimulansen hierbij zijn. Banken spelen een belangrijke rol in ons geldstelsel: zij creëren nieuw geld wanneer zij leningen verstrekken. Tegelijkertijd doen zij dit

niet in een vacuüm: zij worden hierbij beïnvloed door de vraag naar leningen, inschatting van risico's, financiële regulering en monetair beleid. In hoofdstuk 3 beschrijven wij hoe het geldstelsel zich sinds de negentiende eeuw heeft ontwikkeld. Daar kijken we hoe de verschijningsvorm van geld door de tijd heen is veranderd en hoe het monetair-financieel systeem altijd heeft bewogen tussen flexibiliteit en inkadering.

Om de voor- en nadelen van een alternatief systeem van geldschepping te kunnen bespreken, gaan wij in hoofdstuk 4 in op de belangrijkste problemen in het huidige systeem. We doen dit aan de hand van vier doelen: dienstbaarheid, stabiliteit, rechtvaardigheid en legitimiteit. In dit hoofdstuk gaan we onder andere in op het vraagstuk van geldscheppingswinst van commerciële banken (box 4.3).

Daarna bespreken wij in hoofdstuk 5 hoe het alternatieve systeem van geldschepping eruit zou zien. Wij noemen dit het publiekgeldsysteem. Hoewel er verschillende varianten van dit systeem bestaan, komen zij in essentie neer op het creëren van een systeem waarin geld voortaan helemaal direct of indirect publiek is en geldschepping volledig in publieke handen wordt gelegd. Hoewel er radicale andere alternatieven mogelijk zijn – zoals het afschaffen van een nationale munt, of een systeem waarbij geld weer aan een edelmetaal wordt gekoppeld – zijn deze voorstellen nauwelijks uitgewerkt en spelen zij geen rol van betekenis in het huidige debat. We concentreren ons dan ook op (de verschillende varianten van) het publiekgeldsysteem. De potentiële voor- en nadelen van dit alternatieve systeem analyseren we in hoofdstuk 6. Hier komt ook de geldscheppingswinst in het publiekgeldsysteem aan bod (subparagraaf 6.3.2).

In het laatste deel van het rapport bekijken we de mogelijkheden om de achterliggende problemen aan te pakken. Daartoe bespreken we eerst de lessen van de crisis en de belangrijkste beleidshervormingen binnen het huidige systeem (hoofdstuk 7). Het rapport sluit af met conclusies en aanbevelingen (hoofdstuk 8).

## NOTEN

- 1 George van Houts tijdens hoorzitting Geldstelsel d.d. 14 oktober 2015, Handelingen II, 2015-2016, 65, item 10.
- 2 Kamerstukken II, 2015-2016, 34346, nr. 19.
- 3 Dit is van de mensen die voor of tegen stemden. Het opkomstpercentage was 33,8%.
- 4 De creatie van geld gaat in het huidige systeem bijna altijd gepaard met de creatie van schuld. De creatie van schuld hoeft echter niet altijd gepaard te gaan met de creatie van geld.
- 5 Geciteerd in Ingham (1996: 502).
- 6 Een deel van de verklaring hiervoor zou kunnen liggen in het feit dat het micro-economische perspectief al decennialang de economische wetenschappen domineert. Dit perspectief redeneert vanuit individuele actoren (mensen, bedrijven, huishoudens) die beslissingen nemen over de allocatie van schaarse goederen. Sociale relaties spelen een ondergeschikte rol in deze benadering. Geld heeft echter alleen een rol in de relatie tussen mensen. Dit zou een oorzaak kunnen zijn waarom economische wetenschappen worstelen met het geldvraagstuk.
- 7 Over de geschiedenis van geld is een heel aantal interessante publicaties beschikbaar. Adam Smith besteedt er in zijn *Wealth of Nations* (1776) een hoofdstuk aan. Jevons beschrijft de geschiedenis in 1875 in *Money and the Mechanism of Exchange*. Carl Menger schrijft in 1892 *On the origins of money*. Knapp schrijft in 1905 met *The State Theory of Money* een alternatieve geschiedenis van geld, evenals Mitchell-Innes in twee artikelen in *The Banking Law Journal* in 1913 en 1914. Keynes gaat in op de geschiedenis van geld in 1930 in *A Treatise on Money*. Ook recenter zijn er auteurs geweest die de geschiedenis van geld hebben proberen te beschrijven zoals Zarlenga in 2002 met *The lost science of money*, Ingham in 2004 met *The Nature of Money*, Ferguson in 2008 met *The Ascent of Money: A Financial History of the World* en Graeber in 2011 met *Debt: The First 5000 Years*.
- 8 Er zijn situaties denkbaar waarbij een andere valuta dan die van het betaalmiddel de functie van rekeneenheid vervult. Begin jaren negentig waren in Moskou veel producten in supermarkten geprijsd in Duitse marken, maar bij de kassa rekende men af in roebels tegen de geldende dagkoers.
- 9 Die grens is overigens nooit helemaal scherp te trekken. Of een lokale Rotterdamse munt als de 'Dam' bijvoorbeeld als geld beschouwd moet worden, is niet met een simpel ja of nee te beantwoorden. Op bepaalde plekken wordt deze munt geaccepteerd, op veel andere plaatsen niet.
- 10 Er wordt in statistieken ook nog gebruik gemaakt van een vierde geldhoeveelheid: Mo. Hier gaat het echter niet om de maatschappelijke geldhoeveelheid, maar om het totaal aan contanten en centralebankreserves, tezamen aangeduid als basisgeldhoeveelheid. Centralebankreserves zijn in het huidige systeem geen geld, maar tegoeden van commerciële banken bij de centrale bank. We komen hier in hoofdstuk 2 op terug.
- 11 In tabel 1.1 wordt gesproken over repo's. Repo is de afkorting van *repurchase agreement*. Bij een repo verkoopt een partij een financiële bezitting (bijvoorbeeld een staatsobligatie) aan een andere partij, met de belofte om deze op een later tijdstip terug te kopen. De verkopende partij krijgt op die manier voor een bepaalde tijd beschikking over geld, de kopende partij

krijgt beschikking over het financiële instrument. Repo's vervullen verschillende functies. Voor institutionele beleggers is het bijvoorbeeld een manier om hun geld relatief veilig te kunnen 'stallen'. Omdat het depositogarantiestelsel niet alle tegoeden dekt, is een repo een manier om grote bedragen voor een bepaalde tijd tegen onderpand 'weg te zetten'. De tegenpartij heeft op deze manier juist beschikking over liquiditeit.

12 Geciteerd in Moggridge (1992: 756).

13 Het huidige maximale percentage is gelijk aan de wettelijke rente plus een verhoging van 12 procent op jaarbasis. Zie: <https://www.afm.nl/nl-nl/consumenten/themas/producten/lenen/max-rente>.

14 "In 2013 is in ongeveer 22.000 zaken (betreffende ongeveer 7000 unieke personen) tot gijzeling overgegaan. In 2014 werd in ongeveer 41.000 zaken tot gijzeling overgegaan." (WRR 2017: 155).

15 Tot 1971 was er wel een indirecte koppeling met goud. Guldens konden worden ingewisseld tegen dollars en dollars konden in theorie worden ingewisseld tegen goud. Zie hoofdstuk 3 voor een uitgebreide beschrijving.

16 Kamerbrief Minister van Financiën 21 juni 2016.

17 Schaduwbanken zijn instellingen buiten het reguliere bankwezen die bancaire activiteiten ondernemen zoals kredietverstrekking (WRR 2016: 84), maar geen giraal geld kunnen scheppen.

18 Daar staat in Nederland tegenover dat we een groot opgebouwd pensioenvermogen hebben. Dat is echter beklemd vermogen dat tijdens een crisis niet direct kan worden aangewend.



## 2 HOE WERKT GELDSCHEPPIING?

In dit hoofdstuk beschrijven we hoe nieuw geld wordt gecreëerd. Wanneer gevraagd wordt wie het nieuwe geld creëert – of dat nu in de theaterzaal van ‘De Verleiders’ is of in een enquête (Sustainable Finance Lab 2016) – meent het merendeel dat dit door de overheid of de centrale bank gebeurt. Slechts een klein deel realiseert zich dat het geld voornamelijk door commerciële banken wordt gemaakt.<sup>1</sup> Sinds de financiële crisis wordt er door de centrale bank ook een substantiële hoeveelheid geld gecreëerd, via een proces dat kwantitatieve verruiming wordt genoemd (we komen hierop terug in paragraaf 2.3). In dit hoofdstuk leggen we uit hoe geldschepping bij commerciële banken werkt (paragraaf 2.1), behandelen we de stuwende en remmende krachten die daarop inwerken (paragraaf 2.2) en bespreken we monetair beleid (paragraaf 2.3). Paragraaf 2.4 sluit af met een korte conclusie.

### 2.1 BANKEN EN GELDSCHEPPIING

Het overgrote deel van de geldhoeveelheid bestaat uit banktegoeden (giraal geld en spaargeld), slechts een klein deel bestaat uit contant geld.<sup>2</sup> Bij het creëren van nieuw geld gaat het dus om banktegoeden die huishoudens en organisaties aanhouden bij commerciële banken. Geld wordt door deze banken gecreëerd. Om te begrijpen hoe dat werkt, gaan we eerst in op de werking van een bankbalans (box 2.1).

#### Box 2.1 De bankbalans

De werking van een bank kan het beste begrepen worden aan de hand van een bankbalans. Om dit zo simpel mogelijk te presenteren, stellen we ons de bankbalans letterlijk voor als een ‘balans’ in evenwicht. Aan de linkerkant staan de bezittingen van de bank en aan de rechterkant de verplichtingen (zie figuur 2.1). Met de bezittingen verdient de bank inkomen, met de verplichtingen worden deze bezittingen gefinancierd. De vereenvoudigde bankbalans hieronder geeft alleen de belangrijkste bezittingen en verplichtingen weer.

Aan de linkerkant staan de bezittingen van een bank. Dat zijn allereerst verstrekte leningen, bijvoorbeeld hypotheekleningen en bedrijfsleningen. Deze leningen zijn een belangrijke inkomstenbron, maar een bank kan er ook verliezen op lijden. Ten tweede heeft de bank verkoopbare financiële bezittingen, zoals staatsobligaties. Deze bezittingen genereren doorgaans minder inkomen dan leningen, maar ze zijn wel eenvoudiger te verkopen aan andere partijen. Ten slotte bezit de bank centralebankreserves. Dit zijn de tegoeden die een bank aanhoudt bij de centrale bank. Dit is een

belangrijk onderdeel, omdat deze reserves het betaalmiddel zijn voor banken onderling en tussen banken en de centrale bank. Contant geld valt ook onder deze post: voor een bank zijn centralebankreserves en contant geld inwisselbaar.

**Figuur 2.1 Vereenvoudigde weergave van een bankbalans**



Aan de rechterkant van de balans staan de verplichtingen van banken. Dit zijn de schulden die de bank heeft en het eigen vermogen. De schulden bestaan onder meer uit betaaltegoeden: het geld dat mensen op hun betaalrekeningen hebben staan. Dit is een schuld van de bank aan de rekeninghouders. Ook de spaartegoeden zijn feitelijk schulden aan de rekeninghouders. Zij lijken op betaaltegoeden, maar er zijn verschillen. In normale tijden betaalt de bank hier een hoger rentepercentage op dan op betaaltegoeden en er kunnen geen directe betalingen mee worden verricht.<sup>3</sup> Ook heeft de bank schulden aan andere banken en aan de centrale bank en geeft een bank obligaties uit.

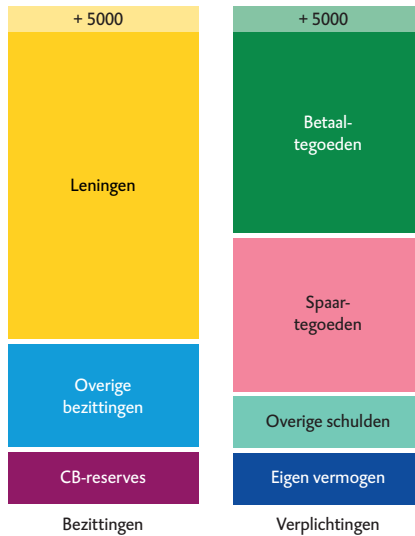
Ten slotte is er het 'eigen vermogen' van de bank. Het eigen vermogen is het bedrag dat overblijft wanneer de schulden zijn afgetrokken van de bezittingen. Het is het geld dat eigenaren in de bank hebben gestopt, vermeerderd met ingehouden winsten en verminderd met gemaakte verliezen en uitgekeerd dividend. Het belang van het eigen vermogen is dat hiermee verliezen kunnen worden opgevangen.

De twee kanten van de balans zijn per definitie altijd in evenwicht. Wanneer men een staatsobligatie van honderd euro aan de bank verkoopt, dan stijgen de financiële bezittingen van de bank met honderd euro aan de linkerkant van de balans, en stijgt het girale tegoed met honderd euro aan de rechterkant van de balans. Wanneer een financiële bezitting van de bank (bijvoorbeeld een staatsobligatie) in waarde daalt en er geen andere veranderingen zijn, dan daalt het eigen vermogen van de bank met hetzelfde bedrag. Wanneer een bank zoveel verlies lijdt op zijn bezittingen (links) dat het eigen vermogen totaal is verdwenen (rechts), is de bank technisch failliet.

Hoe werkt dan de creatie van geld? Veel mensen menen dat banken eerst geld ophalen en dat geld vervolgens uitlenen aan andere mensen. Dat is echter niet hoe het werkt in het huidige systeem.<sup>4</sup> Wanneer iemand een lening krijgt bij een bank, creëert de bank tegelijkertijd de lening en het girale tegoed (het geld). Op dat moment is er nieuw geld gecreëerd. Hoe zit dat?

We kunnen dit uitleggen aan de hand van een versimpelde bankbalans (zie figuur 2.2) en een voorbeeld. Stel Anne wil €5.000 lenen van de bank om een auto te kopen. Voordat de bank een lening verstrekt, bepaalt zij eerst haar kredietwaardigheid. Als de bank akkoord gaat en de lening rond is, verhoogt de bank het girale tegoed van Anne met €5.000 en is er nieuw geld gecreëerd. Dat nieuwe geld is dus een schuld van de bank aan Anne. Tegelijkertijd krijgt Anne op dat moment een schuld aan de bank met hetzelfde bedrag. Deze schuld van Anne wordt bij de bezittingen aan de linkerkant van de bankbalans bijgeschreven, het girale tegoed wordt bij de verplichtingen aan de rechterkant van de bankbalans bijgeschreven. De bankbalans blijft in evenwicht, maar de omvang van de bankbalans is aan beide zijden groter geworden. We zeggen dat de bankbalans is verlengd.



**Figuur 2.2** Creatie van giraal geld door kredietverstrekking<sup>5</sup>

Bij deze vorm van geldschepping wordt dus steeds tegelijkertijd nieuw giraal geld en een nieuwe schuld gecreëerd. Andersom wordt het girale geld weer vernietigd wanneer iemand zijn schuld aan de bank afbetaalt. Wanneer Anne €500 aan de bank terugbetaalt, daalt haar girale tegoed met €500 euro (rechterzijde) en daalt ook de bezitting van de bank (de lening) met €500 euro. Wederom blijft de balans in evenwicht (zie figuur 2.3). Door de afbetaling is deze verkort.

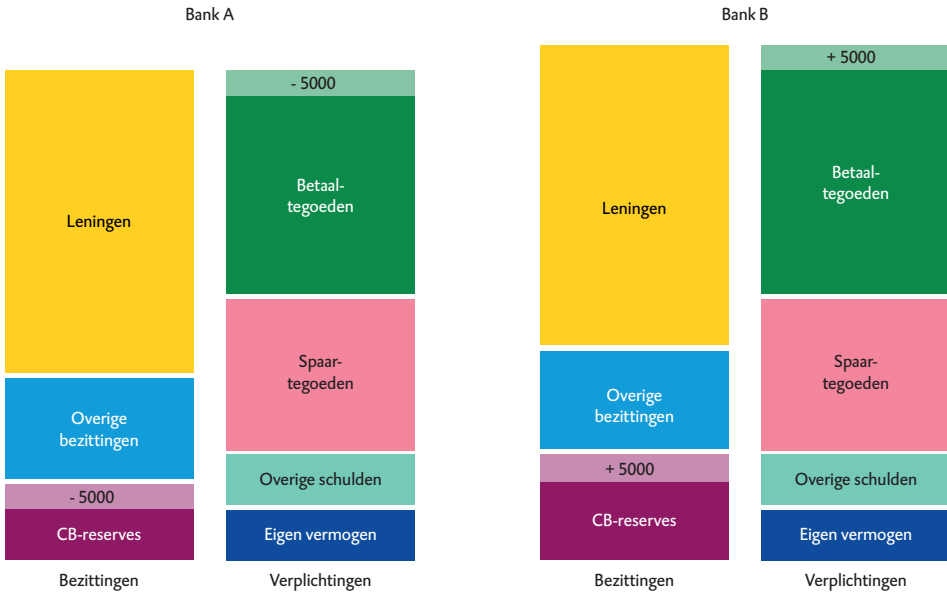
**Figuur 2.3** Vernietiging van giraal geld door schuldaflossing

Naast het creëren en vernietigen van geld bij het verstrekken en afbetalen van bankleningen, wordt er ook geld gecreëerd of vernietigd wanneer banken van niet-banken financiële bezittingen kopen of juist aan hen verkopen. Het gaat dan bijvoorbeeld om staatsobligaties, bedrijfsobligaties of aandelen. Wanneer Thomas een staatsobligatie verkoopt aan de bank, wordt er geld op de betaalrekening van Thomas bijgeschreven. De bank heeft nu een nieuw bezit aan de linkerzijde (de staatsobligatie) en een nieuwe verplichting aan de rechterzijde (hoger banktegoed van Thomas). De maatschappelijke geldhoeveelheid wordt hiermee vergroot. In het omgekeerde geval – wanneer Thomas een staatsobligatie koopt van de bank – wordt er juist een bedrag van zijn rekening afgeschreven en wordt daarmee giraal geld vernietigd. Deze manier van geldschepping en -vernietiging is echter veel minder omvangrijk dan het verstrekken van leningen (McLeay et al. 2014: 4).<sup>6</sup> Een andere vorm van geldschepping die momenteel belangrijk is, is de kwantitatieve verruiming. We komen hierop terug in paragraaf 2.3 bij monetair beleid.

### 2.1.1 GIRAAL BETALEN EN CONTANT GELD OPNEMEN

Om het systeem van geldschepping goed te begrijpen, is het van belang om ook te kijken naar het betalingsverkeer tussen rekeninghouders bij verschillende banken. Anne heeft €5.000 geleend van Bank A om een auto te kopen. Wanneer zij deze auto aanschaft en hier giraal voor betaalt (door pinnen in de showroom of girale overschrijving), geeft zij feitelijk haar bank opdracht om haar betaaltoeged met €5.000 euro te verlagen en het betaaltoeged van de autodealer met €5.000 euro te verhogen. De autodealer heeft echter een betaalrekening bij Bank B. Hoe wordt dit afgehandeld?

Bij deze afhandeling spelen de eerdergenoemde centralebankreserves die een bank bij de centrale bank aanhoudt een belangrijke rol. Deze reserves functioneren als interbancair geld. Ze zijn niet toegankelijk voor consumenten en bedrijven en tellen niet mee voor de maatschappelijke geldhoeveelheid. Wanneer er girale tegoeden tussen banken wordt overgeschreven, betalen banken elkaar met deze reserves. In het voorbeeld verlaagt Bank A Annes tegoed met €5.000 euro en vraagt aan Bank B om het tegoed van de autodealer met €5.000 euro te verhogen. Dit betekent dat de schuld die Bank A heeft aan Anne (het girale tegoed) met €5.000 vermindert. De schuld van Bank B aan de autodealer neemt juist met €5.000 toe. Bank B zal deze schuld niet willen overnemen, zonder dat er ook bezittingen van Bank A naar haar gaan. Bank A maakt daartoe €5.000 aan centralebankreserves over naar Bank B. Nu is de bankbalans voor beide banken weer in evenwicht. Het resultaat is dat Bank A zowel minder verplichtingen heeft (het tegoed van Anne is met €5.000 verlaagd) als minder bezittingen (de centralebankreserves zijn ook met €5.000 verlaagd). Voor Bank B geldt precies het omgekeerde (zie figuur 2.4).

**Figuur 2.4** Overschrijving tussen banken

Transacties tussen klanten bij verschillende banken vinden miljoenen keren per dag plaats. Het nettoresultaat van al deze transacties verrekenen banken onderling met centralebankreserves. Wanneer de centralebankreserves van een bank te laag worden, moet zij deze aanvullen door reserves van andere banken te lenen via een interbancaire lening of door te lenen bij de centrale bank. Bij zo'n lening worden zowel de verplichtingen (schuld aan een andere bank of de centrale bank) als de bezittingen (centralebankreserves) van de bank verhoogd. Omdat de bank meer rente moet betalen op deze leningen dan op de betaaltegoeden, zal een bank niet blij zijn met een al te grote uitstroom van betaaltegoeden. Die moeten immers opgevangen worden met relatief duurdere leningen van andere banken. Juist daarom zal de bank proberen om klanten (rekeninghouders) aan zich te binden. Kortom, ook voor banken geldt dat zij hun financiering op orde moeten houden. In die zin is een bank dus wel bezig met het 'aantrekken' van betaal- en spaar-tegoeden. Het gaat hier echter om het op orde houden van de mix van financiering van een bank. Een bank hoeft niet eerst geld aan te trekken voordat zij een lening kan verstrekken.

Wanneer iemand contant geld opneemt bij de bank, wordt giraal geld omgezet in contant geld. Dit verandert wel de samenstelling van het geld in omloop, maar niet de geldhoeveelheid. Als Anne bijvoorbeeld het geld contant had opgenomen bij een pinautomaat, dan zien we wederom aan beide zijden van de bankbalans iets gebeuren: de centralebankreserves van de bank (waar contant geld onder valt)

nemen af, maar het tegoed van Anne bij de bank neemt ook af. Voor het storten van contant geld op een girale rekening geldt ook dat dit geen effect heeft op de omvang van de geldhoeveelheid (Boonstra 2018: 114).<sup>7</sup>

### 2.1.2 GRATIS GELD?

Banken creëren dus nieuw geld bij het verstrekken van een lening. Dit gegeven leidt al snel tot verwarring, omdat het de suggestie wekt dat banken ‘zomaar’ geld kunnen aanmaken en uitgeven; dat banken gratis geld krijgen. Dat is niet het geval. Het geld dat wordt gecreëerd is in feite een schuld van de bank aan de klant (het girale tegoed) en is het geld van de klant. De klant is ook een schuld aan de bank aangegaan. Het is dus door het tegelijkertijd creëren van een schuld van de klant aan de bank en van de bank aan de klant, dat er (giraal) geld ontstaat. Dit wordt ook wel ‘wederzijdse schuldaanvaarding’ genoemd (zie Boonstra 2015: 16; Boonstra 2018: 115).

De term ‘wederzijdse schuldaanvaarding’ lijkt te impliceren dat de twee schulden een spiegel van elkaar zijn. Maar de twee vormen van schuld hebben een ander karakter. De schuld van de klant aan de bank (bijvoorbeeld een hypotheekschuld) heeft vaak een langere looptijd, moet op vaste momenten worden afbetaald en er dient rente over te worden betaald (de inkomsten voor de bank). De schuld van de bank aan de klant (het betaaltoeged) kent geen vaste aflostermijn – het kan heel goed nooit worden afgelost. Het functioneert als geld: er kunnen betalingen mee worden verricht en het kan op ieder moment worden opgenomen. De klant kan het omzetten in contant geld of het girale tegoed overschrijven naar een andere bank.

De bank verdient inkomen met het verschil tussen de rente die betaald wordt op de lening en de rente die vergoed wordt over het girale tegoed. Dit verschil wordt de rentemarge genoemd. Omdat het nieuwe geld dat de bank creëert niet door de bank kan worden uitgegeven, verdient een bank geen klassieke geldscheppingswinst, ‘seigniorage’ genoemd. Seigniorage wordt traditioneel gezien als het verschil tussen de kosten van het maken van geld en de maatschappelijke waarde ervan. Wanneer de overheid bijvoorbeeld een euromunt slaat waarvan de materiaal- en productiekosten 10 cent bedragen, en deze euro vervolgens zou uitgeven, heeft de overheid een seigniorage van 90 cent. Omdat banken wel girale tegoeden kunnen creëren op het moment dat zij een lening verstrekken, hebben zij een financieringsvoordeel boven ‘gewone’ bedrijven, al staan hier de kosten van het onderhouden van betaalverkeer tegenover (we gaan hier in box 4.3 nader op in).

## 2.2 STUWENDE EN REMMENDE KRACHTEN

Het overgrote deel van de geldhoeveelheid wordt tegenwoordig gecreëerd door commerciële banken op het moment dat zij een lening verstrekken. Dat wil niet zeggen dat moderne geldcreatie ongeremd is. Er zijn uiteenlopende factoren die zowel stuwend als remmend kunnen werken op girale geldschepping. De financiële sector, burgers, het bedrijfsleven en de overheid hebben allen een rol, met een spilfunctie voor de centrale bank (zie Tobin 1963; McLeay et al. 2014). Er zijn drie belangrijke factoren die invloed hebben op geldschepping. Allereerst het gedrag van burgers en bedrijven. Ten tweede de balansrisico's voor banken en regelgeving op dit terrein. En ten derde de invloed van monetair beleid en de rol van de centrale bank. Deze factoren staan niet los van elkaar, maar beïnvloeden elkaar wederzijds. De eerste twee factoren bespreken we in deze paragraaf. Monetair beleid wordt in de volgende paragraaf besproken.

### 2.2.1 DE ROL VAN BURGERS EN BEDRIJVEN

Banken kunnen geld scheppen bij het verstrekken van een lening. Daar zit ook meteen een belangrijke beperking in: er moet wel vraag zijn naar een lening. Ook voor geldschepping geldt: *'it takes two to tango.'*

De vraag naar krediet hangt in belangrijke mate af van de plannen, wensen en verwachtingen van kredietnemers. Daarbij is niet voor ieder moment van kredietverlening steeds toestemming van de bank nodig. Denk bijvoorbeeld aan de mogelijkheid voor bedrijven om tot een bepaald bedrag rood te staan (kredietlijn). De bank geeft bedrijven dus een bepaalde marge waarbinnen ze kunnen lenen van de bank. De daadwerkelijk verstrekte leningen voor dit rood staan (en de daarmee gepaard gaande geldschepping) zijn voor de bank niet precies te bepalen. Het gaat om zulke grote aantallen transacties, dat het niet zo is dat iedere keer dat nieuw geld wordt gecreëerd, er ook daadwerkelijk iemand de transactie aan het sturen of goedkeuren is. Rood staan gebeurt veelal op initiatief van de kredietnemers.

Vervolgens maakt het uit wat de kredietnemers doen met hun betaaltegoeden. Stel dat Piet geld leent om een huis te kopen van Willem, die naar een huurhuis verhuist. Omdat Willem nog een hypotheek heeft, gebruikt hij het ontvangen geld om zijn hypotheek mee af te lossen. Het nieuw gecreëerde geld is dan al na één stap weer vernietigd (in ieder geval deels). Het kan ook zijn dat het nieuw gecreëerde geld juist leidt tot grotere uitgaven in de economie. Als Willem zijn huis al had afbetaald, kan hij het nieuw verkregen geld voor andere doeleinden inzetten. Dit geld kan ook weer terecht komen bij bedrijven die er uitgaven mee financieren, enzovoort. Op die manier faciliteert het nieuw gecreëerde geld grotere uitgaven. Wanneer het geld gebruikt wordt om goederen te *importeren* stroomt het girale

geld juist weg naar het buitenland (naar de bankrekening van de exporteur). Kortom, het gedrag van kredietnemers en rekeninghouders heeft effect op de omvang van de geldhoeveelheid.

Of er op het niveau van een land sprake is van netto geldschepping hangt dan ook in belangrijke mate af van de bereidheid van mensen om schulden aan te gaan, de wens van mensen om schulden af te lossen en de mate waarin mensen hun middelen willen aanhouden in de vorm van betaal- of spaarrekeningen bij binnenlandse banken. Dit alles hangt weer in belangrijke mate af van hun toekomstverwachtingen over inkomens en de waardeontwikkeling van bezittingen, zoals huizen. De onzekerheid over de toekomst is een belangrijke bron van instabiliteit. In tijden van positieve economische ontwikkeling en stijgende huizenprijzen kunnen mensen zeer optimistisch worden over de toekomst en (te) veel schuld op zich nemen. Dit wordt gefaciliteerd doordat banken in goede tijden doorgaans ruimhartig zijn bij het verstrekken van krediet (aangemoedigd door de waardestijging van het onderpand). Netto is dan sprake van sterke kredietgroei en geldschepping. Als de toekomst minder rooskleurig blijkt dan eerst gedacht, trappen veel partijen tegelijkertijd op de rem: bedrijven en burgers willen minder hoge schulden aangaan en proberen schulden af te lossen. Banken verlagen de kredietlijnen omdat de waarde van het onderpand daalt. Krimp van krediet en de geldhoeveelheid gaan dan hand in hand.

De vraag naar bankkrediet is uiteraard niet onafhankelijk van de banken zelf. Banken hebben een bepaald kredietbeleid: ze stellen vast wie ze wel of geen krediet verlenen en bepalen de voorwaarden (rente, vergoedingen, terugbetalings-termijnen, de hoeveelheid onderpand, etc.). Omdat banken inkomen verdienen met kredietverlening, proberen zij ook actief klanten binnen te halen die leningen willen aangaan. Ook voor banken geldt dat toekomstverwachtingen en de risico-inschattingen een belangrijke invloed hebben op hun acties. Hierbij kijken zij ook naar de acties van hun concurrenten: zij zullen hun voorwaarden voor leningen en gerekende rentes deels bepalen aan de hand van wat andere banken aanbieden. Ook de rente van de centrale bank, die invloed heeft op de financieringskosten van de banken zelf, speelt een belangrijke rol. Dit alles heeft vervolgens ook weer invloed op de vraag naar leningen.

### **2.2.2 BALANSRISICO'S VOOR BANKEN**

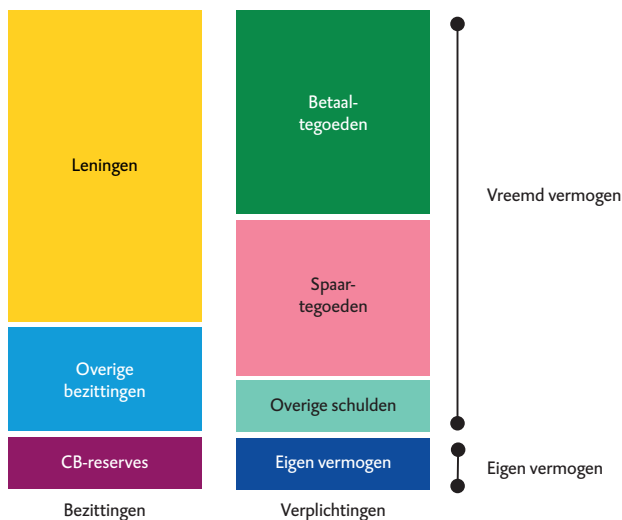
De tweede belangrijke factor zijn de balansrisico's die banken lopen. Wanneer banken geld scheppen door tegelijkertijd een lening en een nieuw giraal tegoed te creëren, zijn er twee risico's voor een bank om rekening mee te houden. Ten eerste is er het risico dat de bank een daling in de waarde van de bezittingen (de uitstaande leningen en andere financiële producten) niet kan opvangen met haar eigen vermogen. Het gaat dan om het solvabiliteitsrisico. Ten tweede is er het risico dat de bank niet voldoende middelen heeft om aan opnames van contant geld en over-

schrijvingen naar andere banken te voldoen of in de problemen komt door het wegvallen van kortlopende financiering. Het gaat dan om het liquiditeitsrisico. Vanwege de brede maatschappelijke gevolgen van het falen van een bank, wordt het inschatten van deze risico's niet helemaal aan banken zelf overgelaten. Er zijn wettelijke eisen voor de solvabiliteit en de liquiditeit van banken.

### **Het opvangen van verliezen: hefboom- en kapitaalratio**

Net als ieder ander bedrijf financiert een bank zich met een combinatie van vreemd vermogen (de schulden) en eigen vermogen (het geld dat is ingelegd door de eigenaren, vermeerderd met ingehouden winsten, verminderd met verliezen) (zie figuur 2.5).

**Figuur 2.5** Het eigen vermogen en vreemd vermogen van een bank

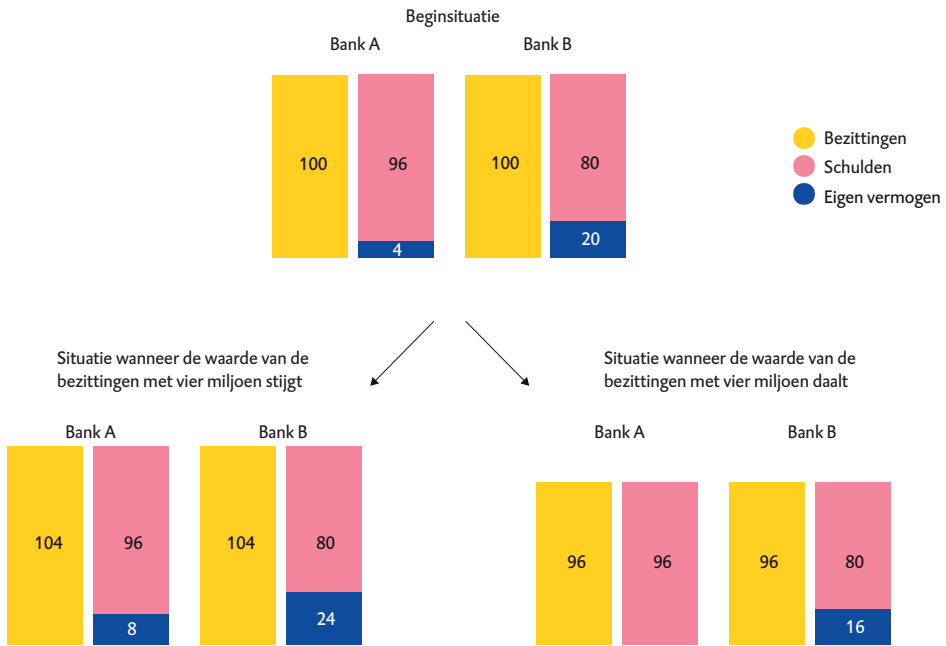


Het bijzondere aan een bank is dat een belangrijk deel van het vreemd vermogen bestaat uit girale tegoeden van rekeninghouders, en dit vreemd vermogen functioneert als geld in het maatschappelijk verkeer. Zoals uitgelegd, kan de bank dit vreemd vermogen creëren op het moment dat zij een lening verstrekt. Hierbij moet zij echter in de gaten houden dat het aandeel vreemd vermogen niet te groot wordt ten opzichte van het eigen vermogen. Het eigen vermogen vangt immers de klappen op als de bank verliezen lijdt doordat bezittingen in waarde dalen. Met voldoende eigen vermogen komt de terugbetaling van de schulden niet in gevaar en leiden verliezen of waardedalingen niet tot het faillissement van de bank. Bij banken is dit in het bijzonder ook van maatschappelijk belang omdat een faillissement niet alleen de bank zelf, maar ook de stabiliteit van het financieel stelsel in gevaar kan brengen en grote maatschappelijke gevolgen kan hebben.

Tegelijkertijd is het voor de aandeelhouders van een bank om verschillende redenen aantrekkelijk wanneer de bank zich voor een groot deel met vreemd vermogen (schulden) financiert. De kosten van het financieren met schuld zijn gewoonlijk lager dan de kosten van het financieren met eigen vermogen. De rente die over schulden wordt betaald is – net als voor andere ondernemingen – fiscaal aftrekbaar voor de winstbelasting. Bovendien bestaan de schulden van banken voor een groot deel uit girale tegoeden. Girale tegoeden zorgen ervoor dat mensen betalingen kunnen doen, waardoor zij genoeg nemen met een lagere vergoeding dan andere schuldeisers. Dit alles betekent dat aandeelhouders en schuldeisers van banken enerzijds baat hebben bij genoeg eigen vermogen om schokken op te vangen, maar dat aandeelhouders ook baat hebben bij een relatief klein aandeel eigen vermogen om zodoende het rendement op dit eigen vermogen te verhogen (Admati en Hellwig 2013). De bank dient naar het juiste evenwicht te zoeken tussen vreemd vermogen en eigen vermogen. Wat dat juiste evenwicht is, is niet voor alle belanghebbenden hetzelfde.

De verhouding tussen het eigen vermogen en het balanstotaal wordt ook wel 'hefboomratio' genoemd. Waarom is dit een belangrijk aandachtspunt voor banken, eigenaren en toezichthouders? Stel, we vergelijken twee banken die allebei een balans hebben van €100 miljoen (zie figuur 2.6). Het verschil is dat bank A een hefboomratio van 4% heeft (€4 miljoen eigen vermogen) en een bank B een hefboomratio van 20% (€20 miljoen eigen vermogen). Als de waarde van de bezittingen van deze banken met 4% stijgt (€4 miljoen), stijgt de waarde van het eigen vermogen ook met €4 miljoen. Voor de aandeelhouders van bank A betekent dat een verdubbeling van de waarde van het eigen vermogen (van €4 naar €8 miljoen). Voor de eigenaren van Bank B betekent dat slechts een waardestijging van 20%; van €20 miljoen naar €24 miljoen. Met eenzelfde stijging van de waarde van de bezittingen van een bank, is het eigen vermogen van Bank A dus relatief veel meer gestegen dan het eigen vermogen van Bank B. Dit is het hefboomeffect: een relatief kleine stijging in de waarde van bezittingen leidt tot een grote stijging van de waarde van de investering van eigenaren. Maar het mes snijdt aan twee kanten. Het betekent namelijk ook dat wanneer de waarde van de bezittingen van de banken daalt met 4%, het eigen vermogen van Bank A is verdampt en de bank bijna failliet is, terwijl bank B geen problemen ondervindt.



**Figuur 2.6** Werking van de hefboom

Wanneer banken weinig eigen vermogen hebben, kan een beperkte schok banken en daarmee de financiële sector direct in problemen brengen (DNB 2010; Wolf 2014). Daarom bestaan er ook wettelijke eisen op het gebied van het eigen vermogen van een bank. In jargon wordt gesproken over kapitaalregulering (zie box 2.2). Sinds de jaren tachtig wordt beleid op dit gebied ontwikkeld door het *Basel Committee on Banking Supervision* (BCBS).

### Box 2.2 Eigen vermogen en kapitaal

Bij bedrijven of bij huishoudens wordt gesproken over eigen vermogen. Het eigen vermogen bij bedrijven bestaat uit het ingelegde geld. Over de tijd vermeerderd dit met ingehouden winsten (winsten die niet zijn uitbetaald aan de aandeelhouders of andere eigenaren) en vermindert het met de gemaakte verliezen. Bij banken wordt niet gesproken over eigen vermogen, maar over 'kapitaal' of 'kapitaalbuffers'. Met name het woord 'buffers' wekt verwarring, omdat het de suggestie wekt dat het gaat om geld dat een bank in een fysieke of virtuele kluis heeft liggen. Ook wordt het soms verward met de reserves die een bank bij de centrale bank aanhoudt. Centrale-bankreserves zijn echter bezittingen van de bank en staan aan de linkerkant van de bankbalans. Bij kapitaal gaat het om de manier waarop de bank is gefinancierd (de rechterkant van de balans).

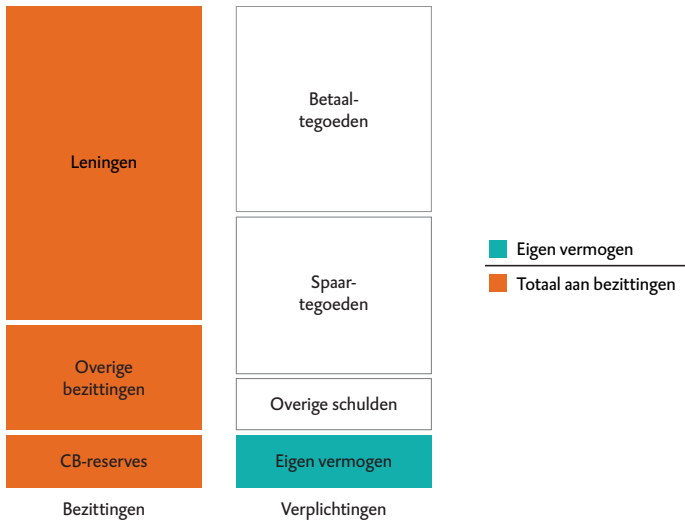
Kort door de bocht is kapitaal niets anders dan een – misschien onhandig gekozen – term voor het eigen vermogen van een bank. Maar er bestaat een verschil. Beleidsmakers hebben besloten om bij de definitie van kapitaal ook onderdelen mee te tellen die technisch gezien niet onder het eigen vermogen van de bank vallen. Dit wordt *tier-II* kapitaal genoemd (*tier-I* is ongeveer gelijk aan het eigen vermogen). Een voorbeeld van *tier-II* kapitaal zijn schulden die in noodgevallen kunnen worden omgezet in eigen vermogen. Een modern voorbeeld daarvan zijn *contingent convertibles* (coco's). Dat is een lening aan de bank, die wordt omgezet in een aandeel als het kapitaal van de bank onder een bepaald minimumniveau zakt. De schuldeiser wordt dan aandeelhouder, waarmee de schuld van de bank wordt verkleind en het eigen vermogen vergroot (Ministerie van Financiën 2016b).

Als de hefboom te groot wordt, wordt de kans op faillissement groter. De hefboomratio – of *leverage* ratio – is het percentage eigen vermogen ten opzichte van de totale bezittingen (zie figuur 2.7).<sup>8</sup> Het Bazel III-akkoord (2010) schrijft een minimum hefboomratio voor van 3%, maar deze eis is vooralsnog niet bindend in Europese regelgeving. Een bindende hefboomratio is wel onderdeel van een recent pakket aan maatregelen dat de Europese Commissie (2016a; 2016b) heeft voorgesteld. Hierover vinden momenteel (najaar 2018) nog onderhandelingen plaats tussen de Commissie, de Raad van Ministers en het Europees Parlement. In Nederland heeft men vooruitlopend op deze afspraken bepaald dat Nederlandse systeembanken vanaf 2018 moesten voldoen aan een minimumeis van 4% (Ministerie van Financiën 2016b) al is het huidige kabinet van plan deze eis te schrappen wanneer de nieuwe Europese regels voor de kapitaalratio (zie hieronder) in werking treden (Ministerie van Financiën 2018b).

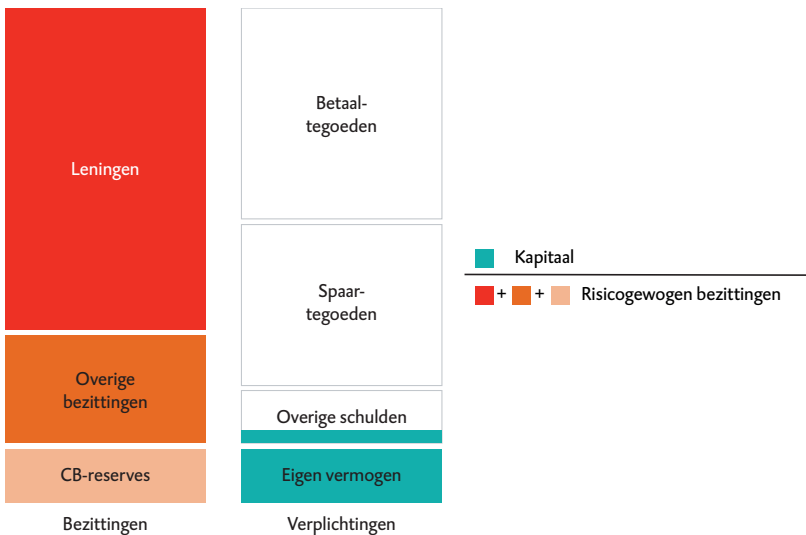
Een hefboomratio, waarbij alleen gekeken wordt naar het eigen vermogen ten opzichte van het totaal aan bezittingen, maakt het volgens toezichthouders aantrekkelijker voor een bank om met hetzelfde eigen vermogen risicovollere bezittingen aan te houden met een hoger rendement. Daarom wordt er in regelgeving en toezicht primair gekeken naar een ratio waarbij de bezittingen gewogen worden naar risico. Dit is de kapitaalratio. Voor deze ratio wordt daarbij niet alleen naar eigen vermogen gekeken, maar naar de bredere definitie van kapitaal (zie box 2.2).

De kapitaalratio is het percentage kapitaal ten opzichte van de totale, *naar risico gewogen* bezittingen van een bank (zie figuur 2.8). Dit betekent dat tegenover risicovolle bezittingen meer kapitaal dient te staan dan tegenover veilige bezittingen. Dit betekent dat in het geval dat een bank vooral in veilige staatsobligaties investeert, deze minder eigen vermogen hoeft te hebben dan een bank die risicovolle leningen verstrekt.

**Figuur 2.7 De hefboomratio**



**Figuur 2.8 De kapitaalratio**



De minimum kapitaalratio die banken moeten hanteren is 8 procent, al zijn er in de praktijk diverse extra eisen waardoor de kapitaalratio in de praktijk hoger kan liggen. Door de tijd heen is de precieze invulling veranderd, zowel boven de streep – de zaken die meetellen als kapitaal – als onder de streep – de weging van de risico’s van de bezittingen. Sinds het Bazel II-akkoord (2004) hebben grote banken veel vrijheid gekregen bij het berekenen van de door hen gelopen risico’s. Voor het

wegen van de bezittingen hebben de banken de keuze tussen een vooraf gegeven wegingsmodel of ze kunnen zelf een wegingsmodel ontwikkelen dat door de toezichthouder moet worden goedgekeurd. Grote banken maken veelal gebruik van zo'n eigen risicomodel, kleine banken gebruiken daarentegen veelal het voorgeschreven standaardmodel (WRR 2016).

Na de crisis ontstond de wens om ook de feitelijke omvang van de bankbalans beter te beoordelen. Daarom werd in het Bazel-III akkoord (2010) de hierboven besproken hefboomratio in het leven geroepen. Onderzoek van de *Bank of England* toont aan dat deze beter was dan de gewogen kapitaalratio in het voorspellen welke banken zonder overheidssteun tijdens de crisis om zouden vallen (Aikman et al. 2014; King 2016: 139). Bovendien bleken vergelijkbare risico's door banken zeer verschillend te worden beoordeeld (BIS 2016).

Wat heeft dit alles te maken met geldschepping? Bij het verstrekken van een lening en de gelijktijdige creatie van een nieuw giraal tegoed is sprake van een *verlenging* van de bankbalans. Aan de linkerkant van de balans komt er een lening bij, aan de rechterkant nemen de girale tegoeden toe. Naarmate een bank meer leningen verstrekt zal het eigen vermogen ten opzichte van de balansomvang afnemen (en dalen de hefboom- en kapitaalratio).<sup>9</sup> Daarmee neemt de mate waarin banken verliezen kunnen opvangen af. De bank maakt hierbij risico-inschattingen: wat is de kans dat we zoveel verlies gaan lijden op de leningen dat we in financiële nood komen?

Als het eigen vermogen ten opzichte van de totale balans te laag wordt, kan het een rem gaan vormen op verdere kredietverstrekking. De bank kan er dan voor kiezen om minder leningen te verstrekken of het eigen vermogen te versterken door minder winst uit te keren of, indien mogelijk, nieuw eigen vermogen aan te trekken. De keuze van de bank is gebaseerd op een combinatie van de eigen risico-inschatting en wetgeving op dit gebied: de minimum kapitaal- en hefboomratio's. Zo vormt de omvang van het eigen vermogen in potentie een rem op bancaire geldschepping.

De vraag is echter in hoeverre dit daadwerkelijk het geval is. In goede tijden worden risico's van bezittingen vaak onderschat, in slechte tijden juist overschat. In goede tijden wordt ingeschat dat er weinig kapitaal nodig is en dus veel leningen kunnen worden verstrekt. In slechte tijden worden de bezittingen als veel risicovoller ingeschat en moet de balans sterk verkort worden. Kortom, risicoweging kan procyclisch werken. Bovendien zijn de balansratio's ongeschikt om een 'absolute' rem te vormen op kredietverlening en geldschepping: zolang een bank het eigen vermogen op peil kan houden door middel van winstinhouding of het aantrekken van nieuw vermogen, zal zij kunnen blijven groeien zonder dat ratio's achteruitgaan.

Een andere reden waarom kapitaalratio's geen absolute rem vormen op geldscheping en kredietverlening is dat banken innovatieve manieren hebben gevonden om bezittingen van de balans te halen. De hypotheekpakketten die zo populair waren in aanloop naar de crisis waren bijvoorbeeld in belangrijke mate ingegeven door de wens van banken om hun balans te verkorten en zo te blijven voldoen aan wettelijke kapitaaleisen. Banken riepen speciale instellingen in het leven (onderdeel van het zogeheten 'schaduwbankwezen', waarover meer in hoofdstuk 4) die een veelheid aan hypotheekleningen opkochten en dit financierden door speciale obligaties uit te geven. Deze obligaties (*mortgage backed securities*) waren zeer populair, bijvoorbeeld onder pensioenfondsen en verzekeraars. Op deze manier stonden de hypotheekleningen niet langer op de bankbalans en hadden banken ruimte om nieuwe leningen te verstrekken.

### **Het voldoen aan opvragingen: liquiditeitsratio's en reserveverplichting**

Het tweede risico waar een bank rekening mee moet houden is het liquiditeitsrisico. Wanneer veel mensen tegelijkertijd hun girale tegoeden in contant geld willen omzetten of het geld willen overschrijven naar een andere bank, is het de vraag of een bank aan deze vraag kan voldoen. De bank moet hiervoor over voldoende contant geld of centralebankreserves beschikken.<sup>10</sup> Voor het geval deze niet toereikend zijn, dient de bank te beschikken over bezittingen die gemakkelijk te verkopen zijn en zo zijn om te zetten in contant geld of centralebankreserves: liquide bezittingen. Dit zijn bijvoorbeeld staatsobligaties.

De bekendste vorm van liquiditeitsproblemen is een bankrun zoals die bijvoorbeeld in 2007 plaatsvond bij de Britse bank *Northern Rock*. Rekeninghouders stonden toen massaal in de rij om hun betaaltoegoeden om te zetten in contanten. Hoewel dat een bekend en aansprekend beeld is, zijn de bankruns van deze tijd minder zichtbaar: wanneer rekeninghouders in groten getale hun tegoeden digitaal overboeken naar andere banken, is dat voor individuele banken immers niet zo problematisch (Boonstra 2018: 134-135). Dan is er sprake van een girale bankrun. Een andere bron van mogelijke liquiditeitsproblemen zijn kortlopende schulden die de bank aangaat op financiële markten. In goede tijden worden deze leningen telkens vernieuwd, maar als de verstrekkers van deze leningen twijfelen aan de degelijkheid van de bank, kunnen zij dit stopzetten. Dit creëert voor de bank een groot financieringsprobleem. Tijdens de financiële crisis van 2007-2009 was het dit laatste type bankrun dat tot de grootste problemen leidde (Liikanen Report 2012).

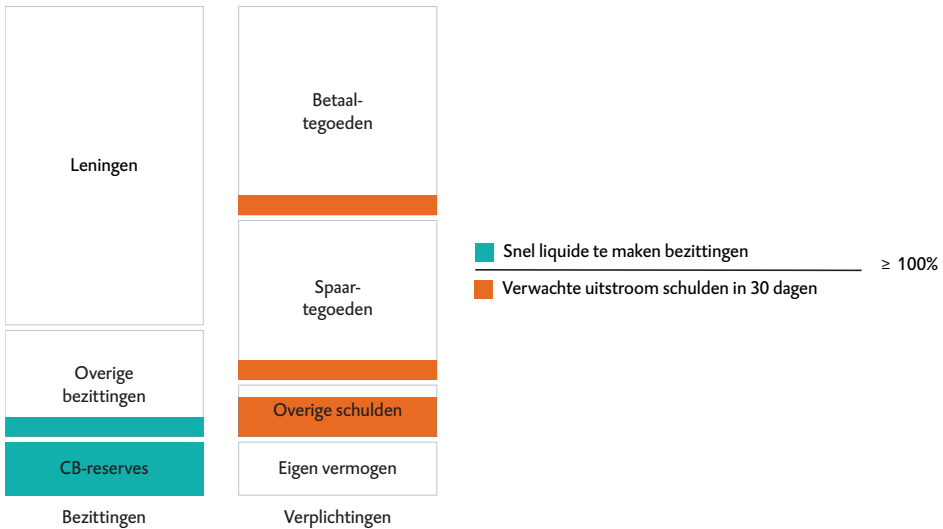
Wat is een liquiditeitsprobleem? In essentie gaat het om het verschil in looptijd tussen de bezittingen en de schulden. De bezittingen staan voor een bank gemiddeld genomen langer vast dan de schulden. Een hypotheek wordt bijvoorbeeld verstrekt voor dertig jaar, een bedrijfslening voor vijf jaar, terwijl een giraal tegoed dagelijks opneembaar is. Wanneer giraal geld wordt opgenomen, gaat er aan beide kanten van de balans van een bank eenzelfde bedrag vanaf. Links contant geld

(bezitting van de bank) en rechts vermindert het girale tegoed van de rekeninghouders (schuld van de bank). Wanneer giraal geld wordt overgeschreven naar een andere bank, krimpt ook de balans aan beide kanten: links centralebankreserves en rechts het girale tegoed. Mocht de bank niet voldoende centralebankreserves hebben, kan worden overgaan tot de verkoop van liquide middelen (zoals staatsobligaties van betrouwbare overheden) aan andere banken, waardoor de centralebankreserves worden aangevuld. Ook kan een bank simpelweg reserves lenen van andere banken, waardoor er aan de rechterkant van de balans nieuwe schulden bijkomen.<sup>11</sup> Uiteindelijk kan een bank ook nog centralebankreserves lenen van de centrale bank, tegen een door de centrale bank bepaald onderpand. De centrale bank kan echter oordelen dat de bank niet meer levensvatbaar is en besluiten om geen noodfinanciering te verstrekken. Dan moet de bank de deuren sluiten.

Voor de bank is het dus cruciaal om voldoende stabiele financiering (de rechterkant van de balans) te hebben om liquiditeitsproblemen te voorkomen. Ook dient de bank genoeg reserves en makkelijk verkoopbare bezittingen te hebben (de linkerkant van de balans), voor het geval er veel opnames of overschrijvingen zijn of wanneer de aan de bank verstrekte leningen niet worden verlengd.

Tijdens de kredietcrisis bleek het liquiditeitsrisico veel groter dan van tevoren ingeschat. Banken dachten dat bepaalde bezittingen, zoals hypotheekpakketten, onder alle omstandigheden te verkopen zouden zijn. Bovendien gingen zij ervan uit dat kortetermijnfinanciering van andere financiële instellingen altijd beschikbaar zou blijven. Beide aannames bleken misplaatst. Daarom zijn in het nieuwe Bazel III-akkoord (2010) naast regels op het gebied van kapitaal, ook regels op het gebied van liquiditeit opgenomen. Het akkoord schrijft twee ratio's voor waar banken zich aan moeten houden: (1) de liquiditeitsdekkingsratio (*Liquidity Coverage Ratio* of LCR) en (2) de netto stabiele financieringsratio (*Net Stable Funding Ratio* of NSFR). De LCR is al geïmplementeerd in de EU, de NSFR nog niet – onderhandelingen daarover vinden nog plaats op het moment van schrijven (najaar 2018). Daarnaast kunnen centrale banken reserveverplichtingen hanteren, al worden die momenteel ingezet om monetair beleid te voeren en niet om de liquiditeit van banken te reguleren. Dit wordt verderop in deze paragraaf toegelicht.

De liquiditeitsdekkingsratio vereist dat banken voldoende liquide bezittingen hebben om te voldoen aan de netto uitstroom van middelen gedurende dertig dagen in een stressscenario. Deze uitstroom moet voor minstens honderd procent gedekt zijn door hoogwaardige liquide bezittingen (zie figuur 2.9).

**Figuur 2.9 Liquiditeitsdekkingsratio (LCR)**

Als een bank verwacht dat er gedurende een periode van dertig dagen €100 miljoen aan middelen zal uitstromen, moet de bank voor minimaal €100 miljoen aan hoogwaardige liquide bezittingen hebben (zie box 2.3 voor de vraag wat telt als liquide bezitting). Deze liquiditeitsdekkingsratio moet ervoor zorgen dat problemen in de financiële sector niet direct het betalingsverkeer in de reële economie kunnen verstoren (BIS 2016).

### Box 2.3 Hoogwaardige liquide bezittingen

De grote vraag bij de beoordeling van de liquiditeit van een bank is natuurlijk wat als hoogwaardige liquide bezittingen kunnen worden beschouwd. Het is nog niet zo eenvoudig om dat vast te stellen. Volgens de *Bank for International Settlements* (BIS 2013: 13-22) moet er allereerst gekeken worden naar de fundamentele kenmerken van het financiële bezit: het risico, prijsvorming, samenhang met andere risico's en markttoegang. Ten tweede moet gekeken worden naar kenmerken van de markt waarop het bezit wordt verhandeld. Een bezitting geldt als liquide wanneer er sprake is van een actieve markt van enige omvang, lage volatiliteit van de prijs waartegen de bezitting verhandeld wordt en een bezitting die door investeerders tijdens een crisis wordt gezien als veilige haven. Het moet bovendien gaan om bezittingen die juist in tijden van crisis aan deze voorwaarden voldoen, terwijl in een crisis veel markten opdrogen.

Op basis van deze criteria worden bezittingen in beleid en regelgeving geclassificeerd naar mate van liquiditeit. Bezittingen die worden gezien als liquide in nagenoeg alle omstandigheden, zoals bijvoorbeeld staatsobligaties met een hoge kredietbeoordeling, tellen volledig mee in de

bepaling van de liquiditeitsdekkingsratio. Bezittingen waarvan kan worden verwacht dat zij in geval van nood moeilijker of alleen met een verlies te verkopen zijn, krijgen een 'haircut' en tellen niet voor 100% mee in deze bepaling. Individuele bedrijfsleningen of hypotheekleningen tellen helemaal niet mee, omdat die niet of nauwelijks verhandelbaar zijn.

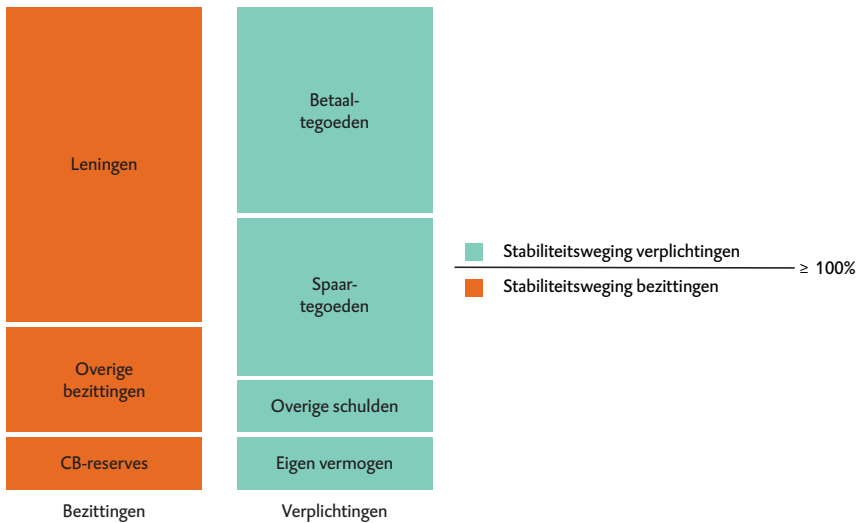
Juist omdat de liquiditeit van bezittingen in grote mate afhankelijk is van marktomstandigheden, zit er een zekere circulariteit in wetgeving op dit gebied: liquiditeitsregels beïnvloeden namelijk die omstandigheden – en daarmee de liquiditeit van bezittingen. Dit kan onbedoelde gevolgen hebben. Juist het aanwijzen van bepaalde bezittingen als 'liquide' maakt deze bezittingen meer liquide en andere bezittingen die buiten de boot vallen minder liquide. Ook kan het stellen van minimumeisen juist eraan bijdragen dat banken in tijden van nood hun liquide bezittingen niet willen verkopen, omdat ze aan de eisen willen blijven voldoen. Paradoxaal genoeg kan dit de bezittingen weer minder liquide maken, omdat in slechte tijden iedereen eraan vast wil blijven houden. Om dit te voorkomen staat expliciet in de Bazelstandaard dat banken in geval van nood tijdelijk onder de minimumeis mogen komen. Of zij dat in de praktijk zullen aandurven – ook vanwege mogelijk risico voor hun reputatie – moet blijken (zie Stellinga en Mügge 2017).

Ten tweede is er de netto stabiele financieringsratio (NSFR), die gaat over de mate waarin banken beschikken over voldoende stabiele financiering. De netto stabiele financieringsratio vereist dat langer lopende leningen worden gefinancierd met langlopende bezittingen (zie figuur 2.10). Zowel van de 'bezittingen' als van de 'verplichtingen' wordt de liquiditeit gewogen. De gewogen stabiliteit van de verplichtingen moet groter zijn dan de gewogen stabiliteit van de bezittingen.

Aan de bezittingenkant geldt dat alle leningen die uitstaan voor langer dan een jaar vallen in de categorie waarvoor 100 procent stabiele financiering nodig is. Daarnaast is er een heel aantal bezittingen die 85 procent tot aflopend naar 5 procent stabiele financiering nodig hebben. Alleen contant geld, centralebankreserves, vorderingen op de centrale bank met een resterende looptijd van minder dan zes maanden en specifieke handelsvorderingen hebben nul procent stabiele financiering nodig.

Tegenover de bezittingen staan vormen van financiering die met verschillend gewicht meetellen als stabiele financieringsvorm. Eigen kapitaal en girale tegoeden gelden bijvoorbeeld als 90-100% stabiel, terwijl andere vormen van financiering voor minder meetellen.<sup>12</sup> Deze stabiele financieringsratio moet er voor zorgen dat er een zeker evenwicht zit tussen de duur waarvoor geld wordt uitgeleend en de termijn waarop dat wordt gefinancierd, de zogeheten looptijdmatching (BIS 2014a).



**Figuur 2.10 De netto stabiele financieringsratio**

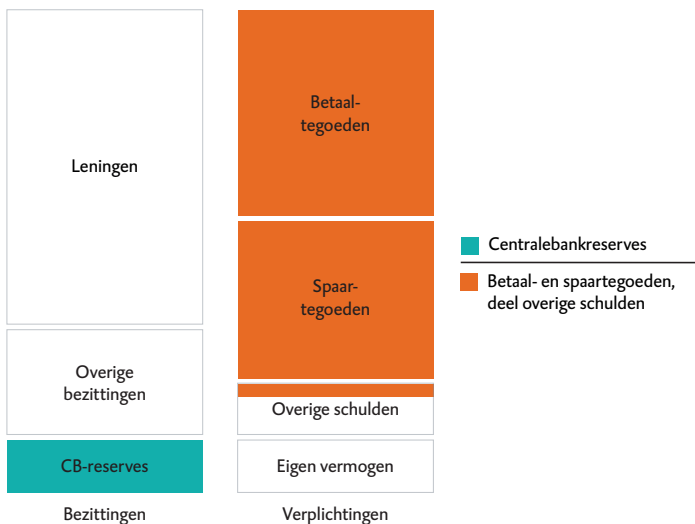
Wat is het effect van deze liquiditeitsratio's op geldschepping? Wanneer een bank een vijfjarige lening verstrekt aan Farid, heeft de schuld van Farid aan de bank een looptijd van vijf jaar, terwijl het girale tegoed dat de bank op de rekening van Farid bijschrijft ieder moment kan worden opgenomen. Omdat de bezitting en de schuld die gecreëerd worden een andere looptijd hebben, betekent iedere nieuwe lening een extra verschil in looptijd op de balans en dus meer liquiditeitsrisico's. In de praktijk worden girale tegoeden echter als een zeer stabiele bron van financiering beschouwd. Voor de netto stabiele financieringsratio gelden girale tegoeden van consumenten en kleine bedrijven als 90-95 procent stabiel (BIS 2014a). Klanten maken wel geld over van de ene naar de andere bank, maar per saldo blijft de omvang van de girale tegoeden ongeveer hetzelfde. Pas als klanten na het verstrekken van hun lening het geld massaal contant opnemen of naar andere banken of het buitenland overmaken, ontstaat er een liquiditeitsprobleem voor een individuele bank.

Er zijn tegenwoordig dus wettelijke liquiditeitseisen waar een bank aan moet voldoen. Tegelijkertijd bestaat er beleid om de liquiditeitsrisico's voor banken te beperken of op te vangen. We noemden al de mogelijkheid om bij centrale banken te lenen. Daarnaast geldt dat het depositogarantiestelsel de liquiditeitsrisico's van banktegoeden tot €100.000 sterk vermindert. Klanten weten dat hun tegoeden tot een bepaalde hoogte gegarandeerd zijn en zullen daarom minder snel hun geld weghalen bij een bank. Voor professionele financiële partijen geldt het depositogarantiestelsel niet. Ook andere financiers van een bank (zoals obligatiehouders of verstrekkers van korte leningen) hebben geen garantie op terugbetaling in geval van faillissement. Liquiditeitsproblemen zullen dus eerder uit deze hoek komen.

Daarnaast is liquiditeit sterk afhankelijk van het marktsentiment. Wanneer een collectief optimisme heerst, worden bezittingen hoger gewaardeerd en lijken zij zeer liquide. Eventuele remmen worden dan niet in werking gesteld. Dit optimisme kan tijdens een crisis echter totaal verdwijnen: “[when] liquidity dries up, it disappears altogether rather than being re-allocated elsewhere” (Brunnermeier et al. 2009: 23).

Naast deze twee nieuwe liquiditeitseisen hanteren centrale banken ook al sinds jaar en dag reserveverplichtingen. Het gaat hierbij om de eis om een bepaald minimumpercentage aan reserves aan te houden ten opzichte van de girale tegoeden (zie figuur 2.11). Deze eis speelt tegenwoordig echter in veel ontwikkelde landen een beperkte rol en wordt niet ingezet om de liquiditeit van banken te sturen. Het Verenigd Koninkrijk heeft bijvoorbeeld geen enkele verplichting op dit terrein en in Europa geldt een vrij lage eis: centralebankreserves dienen gemiddeld ten minste 1 procent te zijn van het totaal aan betaaltegoeden, spaartegoeden en obligaties met een looptijd tot twee jaar, en financiering verstrekt door geldmarktfondsen (ECB 2016; ECB 2011a).

**Figuur 2.11** Minimum-reserveverplichting



De reden dat er veel verwarring bestaat over minimumreserves is dat deze drie verschillende doelen kunnen dienen (Gray 2011). De reserveverplichting kan een prudentieel doel dienen. Dan is de verplichting bedoeld om te zorgen dat een bank voldoende liquide middelen heeft om aan een plotselinge uitstroom van middelen te voldoen. De verplichting kan ook een manier zijn om de geldhoeveelheid direct te beïnvloeden. Wanneer de centrale bank de hoeveelheid beschikbare reserves strikt beperkt, wordt de kredietverlening geremd. Ten slotte kan de reservever-

plichting bedoeld zijn om het rentebeleid van de centrale bank te laten werken. Door het verplicht aanhouden van reserves, krijgen banken te maken met de rente die de centrale bank op deze reserves hanteert. De huidige reserveverplichting heeft dit laatste doel.

In hoeverre vormen de reserveverplichtingen een rem op geldschepping? In de huidige situatie zijn reserves feitelijk niet gemaximeerd: commerciële banken zijn vrij om, indien gewenst, meer reserves te lenen van de centrale bank, mits daarvoor goede kwaliteit onderpand kan worden gepresenteerd. Dat betekent ook dat zij geen directe rem op geldschepping zijn. Centrale banken hanteren in ontwikkelde economieën de reserve-eisen dan ook niet langer om kredietgroei te remmen of te maximeren, terwijl dit vroeger wel staand beleid was. Wel zijn reserves belangrijk voor een indirectere rem op geldschepping: de rente van de centrale bank.

## **2.3 MONETAIR BELEID**

Een laatste belangrijke factor die invloed heeft op geldschepping is monetair beleid. We bespraken al dat de rente op leningen en de rente die wordt gegeven op betaal- en spaartegoeden een belangrijke invloed hebben op geldschepping. Deze rente wordt beïnvloed door het monetaire beleid van de centrale bank. In deze paragraaf bespreken we eerst de doelen en instrumenten van monetair beleid (subparagraaf 2.3.1), dan de werking van monetair beleid (2.3.2) en kwantitatieve verruiming (2.3.3).

### **2.3.1 DOELEN EN INSTRUMENTEN**

Waar monetair beleid zich precies op richt, wat de instrumenten zijn en wat de grenzen zijn, verandert door de tijd heen. Het hoofddoel van het huidige Europese monetair beleid is prijsstabiliteit (art. 127 lid 1 VWEU). Dit heeft de ECB vertaald naar een lage en stabiele inflatie van dicht bij, maar onder de 2 procent (zie box 2.4). Het garanderen van de (interne en externe) stabiliteit van de munt is altijd een van de belangrijke doelen geweest (Capie et al. 1994), maar de invulling daarvan is in de loop van de tijd veranderd. Daarnaast hebben centrale banken ook altijd andere doelstellingen gehad, zoals het bijdragen aan economische ontwikkeling, werkgelegenheid en financiële stabiliteit. Met name sinds de jaren tachtig is het streven naar beperkte inflatie echter het dominante doel geworden.

**Box 2.4**      **Het doel van 2 procent**

Het hoofddoel van prijsstabiliteit is duidelijk vastgelegd in een verdrag (art. 127 lid 1 vWEU). De Raad van Bestuur van de ECB heeft dit doel in 1998 gepreciseerd: “Prijsstabiliteit wordt gedefinieerd als een jaarlijkse stijging van de Geharmoniseerde Consumptieprijsindex (HICP) voor het eurogebied met minder dan 2%. Prijsstabiliteit moet worden gehandhaafd op de middellange termijn.” In 2003 heeft de Raad van Bestuur toegelicht dat hierbij wordt gestreefd naar een inflatie van dicht bij, maar onder de 2 procent.

Op een aantal manieren is prijsstabiliteit dus nader ingevuld. Ten eerste wordt hieruit duidelijk dat het niet gaat om een absolute stabiliteit van de munt, maar om een beperkte inflatie van 2%. De ECB geeft hiervoor een aantal redenen (ECB 2018a). Een beperkte inflatie creëert een ruimte ten opzichte van de risico's van deflatie (een daling van het prijspeil). Omdat de rente niet al te ver onder nul kan zakken, is het voor een centrale bank gemakkelijker om inflatie dan deflatie te bestrijden. Daarnaast wil de ECB een voldoende ruime marge creëren om met verschillen in inflatie tussen de landen van de eurozone om te kunnen gaan. Zo wordt voorkomen dat sommige landen met de effecten van een zeer lage inflatie of zelfs deflatie te maken krijgen.<sup>13</sup> Ook wordt door het aanhouden van een beperkte inflatie een marge ingebouwd ten opzichte van de mogelijkheid dat de inflatie van de consumentenprijzen (HICP) de werkelijke inflatie overschat.

Met deze invulling wordt ook duidelijk waaraan de inflatie wordt afgemeten: aan de stijging van de consumptieprijzen, de Geharmoniseerde Consumptieprijsindex. ‘Geharmoniseerd’ wil zeggen dat alle landen in de Europese Unie dezelfde methodologie gebruiken om deze inflatie te meten (ECB 2018b). Belangrijk is dat met de focus op consumentenprijzen prijsstijgingen op andere gebieden, met name die van vastgoed, aandelen en overige financiële bezittingen, buiten beeld blijven.

Ten slotte maakt de definitie duidelijk dat het gaat om de middellange termijn. Afwijkingen op korte termijn worden geaccepteerd en monetair beleid beoogt slechts een voorspelbare en geleidelijke terugkeer te bewerkstelligen.

De ECB beoogt prijsstabiliteit te garanderen door de rente te beïnvloeden waartegen financiële instellingen met elkaar zakendoen (de geldmarkrente). De belangrijkste instrumenten om monetair beleid vorm te geven zijn: (1) permanente faciliteiten, (2) open markttransacties en (3) reserveverplichtingen (ECB 2004; ECB 2011a; DNB 2018a). In het verleden hanteerden centrale banken ook een aantal meer directe instrumenten om kredietgroei te beperken (zie hoofdstuk 3). Dergelijke maatregelen worden vandaag de dag veelal geschaard onder de noemer ‘macroprudentieel beleid’.

De permanente faciliteiten houden in dat banken op eigen initiatief voor één dag centralebankreserves kunnen lenen tegen geaccepteerd onderpand (de marginale beleningsfaciliteit) of hun reserves bij de centrale bank stallen (de depositofaciliteit). De rentes die banken daarop moeten betalen respectievelijk vergoed krijgen, vormen normaal gesproken de onder- en bovengrens van de geldmarktrente.<sup>14</sup>

Het tweede instrument van de centrale bank bestaat uit de open markttransacties, die plaatsvinden op initiatief van de centrale bank. Het gaat hier doorgaans om leningen (tegen geaccepteerd onderpand) van één week, waar banken op kunnen 'bieden'. De doelstelling ervan is om de geldmarktrente op het gewenste niveau te krijgen. De centrale bank kan echter ook overgaan tot het kopen van financiële instrumenten met centralebankreserves. Dat is een bijzondere vorm van de open markttransactie en wordt nu bijvoorbeeld toegepast binnen het beleid van kwantitatieve verruiming (zie hieronder).

Het derde instrument zijn de reserveverplichtingen waar we hierboven al over spraken. Dit is het gemiddelde bedrag aan reserves dat commerciële banken dienen aan te houden. Het bedrag is momenteel 1 procent van het totaal aan betaaltegoeden, spaartegoeden en obligaties met een looptijd tot twee jaar, en financiering verstrekt door geldmarktfondsen. Zoals gezegd worden deze reserveverplichtingen binnen het huidige systeem niet op een directe manier ingezet om de creatie van geld en schuld te beperken, zoals eerder wel in bepaalde periodes het geval was. Dit omdat de ECB altijd bereid is om centralebankreserves tegen onderpand en tegen een bepaalde rente aan te vullen.

### 2.3.2 WERKING VAN MONETAIR BELEID

Prijstabiliteit (of eigenlijk: stabiele inflatie) is dus de primaire doelstelling van het huidige monetair beleid. De centrale bank beschikt daarvoor over drie belangrijke instrumenten. Hoe werkt deze invloed precies? Figuur 2.1 toonde een versimpelde bankbalans. Daarbij zagen we dat banken reserves aanhouden bij de centrale bank. Deze staan aan de linkerzijde van de balans en zijn dus de bezittingen van de banken. Deze centralebankreserves hebben banken nodig wanneer klanten geld overschrijven van bank A naar bank B (bank A moet dan een gelijke hoeveelheid centralebankreserves overschrijven naar bank B) en wanneer klanten contant geld opnemen.

De centrale bank bepaalt de rente waartegen banken de centralebankreserves boven het wettelijk minimum bij de centrale bank kunnen stallen en tegen welke rente banken extra centralebankreserves kunnen lenen (deze rentes vormen de bodem en het plafond van de zogeheten rentecorridor). Deze rentes beïnvloeden de rente die banken onderling aan elkaar rekenen (geldmarktrente) en als het goed is uiteindelijk ook andere rentes.

Interessant hieraan is dat een *geloofwaardige* centrale bank niet per se grote acties hoeft te ondernemen om deze rente te beïnvloeden. Feitelijk is het uitspreken van een bepaalde rentevoorkoor vaak al genoeg om de onderlinge rentes tussen banken te beïnvloeden. Banken weten immers dat als puntje bij paaltje komt, de centrale bank zal interveniëren en de gewenste rente afdwingt. In de beginjaren van de ECB lagen bijvoorbeeld de aankondiging van de streefrente en de daadwerkelijke acties om deze rente bewerkstelligen een aantal dagen uit elkaar, waarbij de rente al direct na aankondiging de gewenste kant op bewoog. Kennis en verwachtingen van markspelers over de doelstelling van de centrale bank, zijn dus vaak net zo belangrijk als de daadwerkelijke acties die de centrale bank onderneemt om de doelstelling te behalen (Disyatat 2008).

Met name sinds de inzet van onconventioneel beleid is dit mechanisme uitgelopen op wat bekend staat als ‘forward guidance’; het doelbewust beïnvloeden van toekomstverwachtingen door communicatie over een langere tijdshorizon. De centrale bank communiceert niet alleen over wat zij nu doet, maar ook over wat zij verwacht te doen de komende tijd. Voor de geloofwaardigheid van dit mechanisme is het dan wel belangrijk dat de centrale bank ook werkelijk uitvoert wat zij heeft aangekondigd. Omdat de *Bank of England* een aantal maal, door onverwachte economische ontwikkelingen, eerdere uitspraken niet nakwam, heeft dit instrument in het VK aan kracht ingeboet (Wallace 2017).

Hoewel het uiteindelijke doel van de centrale bank prijsstabiliteit is, beïnvloedt zij dus in eerste instantie de geldmarktrente. De vertaling van deze geldmarktrente naar prijsstabiliteit heet het transmissiemechanisme. Die vertaling is minder mechanisch dan het woord doet vermoeden: deze is verre van eenduidig. Er zijn namelijk tal van factoren die invloed hebben op de prijsontwikkeling. Bovendien geldt dat veel afhangt van de *verwachtingen* van markspelers over toekomstige economische ontwikkelingen. Zoals de ECB (2011a: 58) dan ook aangeeft: “*central banks typically see themselves confronted with long, variable and uncertain lags in the conduct of monetary policy*”.<sup>15</sup>

Het voert te ver om diep in te gaan op alle facetten van dit transmissiemechanisme (zie ECB 2011a: 58-62 voor meer informatie). Een cruciaal element heeft echter direct betrekking op geldschepping. Stel dat de centrale bank op de middellange termijn een inflatie voorziet die hoger is dan het doel. Zij zal dan aangeven te streven naar een hogere geldmarktrente en de eigen (rente)instrumenten inzetten om dit te bereiken. Wanneer de rente voor het lenen van centralebankreserves en het onderling lenen tussen banken stijgt, zal – zo is de verwachting – dit invloed hebben op het gedrag van banken. Om de winstgevendheid te behouden, ligt het voor de hand dat banken de rente op leningen ophogen. Als iedere bank dit doet is het effect dat de kredietvraag zal afnemen. Aan de verplichtingenkant zal de bank proberen om minder afhankelijk te zijn van de duurder geworden geldmarkt en zich

meer met spaargelden financieren. Door concurrentiemechanismen stijgt dan op macroniveau de rente op spaarrekeningen. Als gevolg hiervan wordt sparen voor burgers en bedrijven aantrekkelijker en zullen zij een kleiner deel van hun inkomens uitgeven. Beide hebben per saldo hetzelfde effect: bedrijven zullen minder investeren en burgers geven minder geld uit aan producten en diensten. Het idee is dat dit op termijn zal bijdragen aan het in de hand houden van de inflatie (ECB 2011a).

Deze – sterk versimpelde – beschrijving van hoe monetair beleid doorgaans wordt geïmplementeerd verschilt van de wijze waarop veel introductieboeken monetaire economie de werking van monetair beleid nog altijd uitleggen. Daarin wordt vaak gesuggereerd dat centrale banken zich richten op de *hoeveelheid* centralebankreserves, omdat een verhoging of verlaging daarvan via een ‘geldmultiplicator’ zou leiden tot een hogere of lagere geldhoeveelheid. Hoewel sommige landen in het verleden beleid op deze manier hebben vormgegeven, is dit niet hoe monetair beleid nu werkt. Zoals de ECB (2004: 5) aangeeft, is dit een voorbeeld waarin “*academic economists developed theories detached from reality, without resenting or even admitting this detachment*” (zie ook McLeay et al. 2014; Disyatat 2008; Goodhart 2011). De werking is immers omgekeerd. In plaats van dat een basisgeldhoeveelheid wordt gecreëerd *op initiatief* van de centrale bank en dat deze door banken wordt vertaald naar een totale geldhoeveelheid, zet de centrale bank de rentestand en levert daarvoor de benodigde centralebankreserves (McLeay et al. 2014; Disyatat 2008). In box 2.5 gaan wij nader in op deze kwestie.

### Box 2.5 De geldmultiplicator

De term ‘geldmultiplicator’ suggereert dat centrale banken de centralebankreserves verhogen en dat banken dan automatisch ook meer krediet gaan verlenen: het geld van centrale banken wordt vermenigvuldigd. Er zijn echter tal van factoren die invloed hebben op bancaire kredietverlening en geldschepping. Zo maakt het uit of er vraag is naar leningen, of banken zelf verwachten dat zij die leningen terugbetaald krijgen, wat hun positie is op het gebied van liquiditeit en eigen vermogen, wat andere banken doen, enzovoort. Er is dan ook geen reden om aan te nemen dat banken automatisch hun balans verlengen als de centrale bank meer reserves uitgeeft. De relatie is veeleer *omgekeerd*: dynamiek rond private geldschepping zorgt voor verandering in de betaal- en spaartegoeden bij banken, wat invloed heeft op de *vraag* naar centralebankreserves. In plaats van een ‘geldmultiplicator’ is het dan ook accurater te spreken van een ‘gelddeler’ (Goodhart 2011).

Maar ligt de hoeveelheid reserves dan niet vast? Het antwoord is: niet in het huidige systeem. Centrale banken proberen via de rente de inflatie te sturen. Zij doet dat via de rentes die zij hanteert op centralebankreserves en leningen aan banken. Omdat de centrale bank deze rente zet, moet de hoeveelheid centralebankreserves zich vervolgens aanpassen aan de vraag van commerciële banken.

Centralebankreserves spelen wel een belangrijke rol bij het beïnvloeden van deze rente. Banken kunnen deze centralebankreserves lenen (of overtollige reserves stallen) tegen rentes die de ECB bepaalt. Wanneer de hoeveelheid centralebankreserves vast zou liggen en de centrale bank geen faciliteiten hiervoor zou aanbieden, zou zij niet op die manier de rente kunnen beïnvloeden en zou dit juist leiden tot een sterke schommeling in de geldmarktrente. Voor individuele banken is het immers vrij onvoorspelbaar wat er op dagelijkse basis met deze reserves gebeurt en wat zij nodig hebben: het hangt sterk af van de mate waarin rekeninghouders contanten nodig hebben of geld overmaken naar andere banken.

Het is dus in de huidige situatie niet zo dat de centrale bank de hoeveelheid reserves bepaalt en dit – via een vaste *multiplier* – leidt tot een bepaalde omvang van de geldschepping door banken. Indirect kan de omvang van centralebankreserves wel effect hebben op de mate van kredietverstrekking. Banken streven doorgaans naar een zekere stabiele hoeveelheid reserves ten opzichte van hun bankbalans. Ook kan de hoeveelheid reserves invloed hebben op de geldmarktrente, zeker wanneer de centrale bank niet intervenueert (zie Disyatat 2008: 6).

### 2.3.3 KWANTITATIEVE VERRUIMING

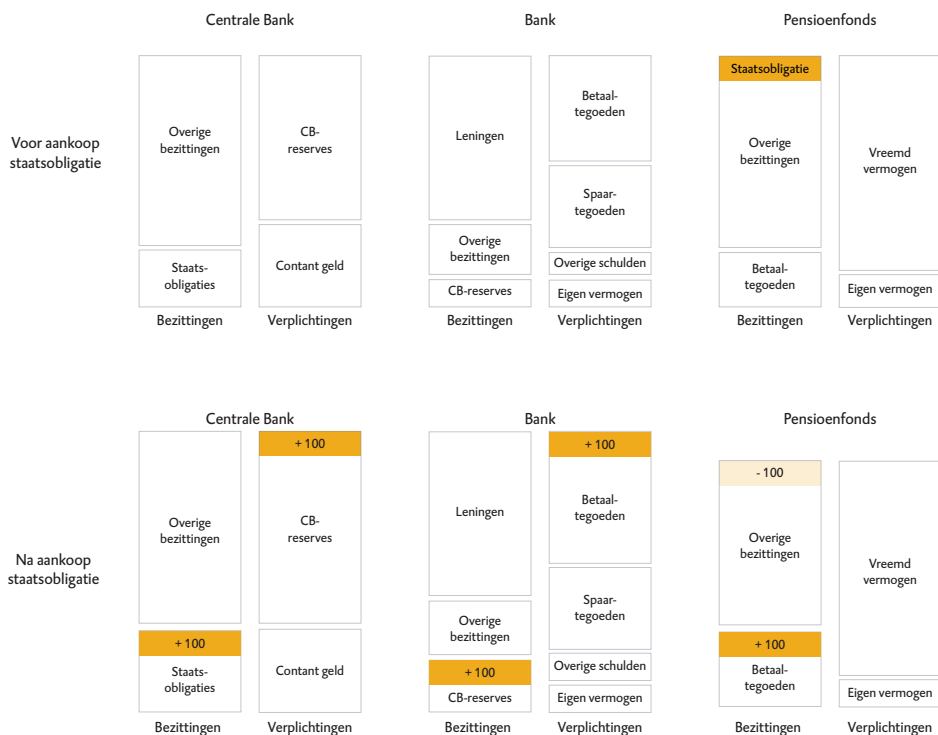
Sinds de jaren zeventig was het dominante uitgangspunt voor monetairbeleidsmakers om de inflatie te beteugelen. De financiële crisis heeft echter laten zien dat er ook nog steeds een ander gevaar bestaat: deflatie. De reden is de *schuldenkater* die het gevolg was van de crisis. Burgers en bedrijven zagen de toekomst veel somberder in en losten schulden af in plaats van nieuwe kredieten aan te gaan. De balansproblemen bij banken en hun pessimisme over de toekomstige economische ontwikkeling leidde ook tot een terughoudender kredietbeleid. Om deze schok op te vangen verlaagden centrale banken de rente sterk, in de hoop dat dit (via verschillende transmissiekanalen) zou bijdragen aan prijsstabiliteit.<sup>16</sup> De beleidsrente naderde echter al spoedig de ondergrens van nul procent. Dit staat bekend als het *zero lower bound*-probleem.<sup>17</sup> Krediet was ontzettend goedkoop, maar toch bleven geldschepping en inflatie achter bij de doelstelling. Het rentebeleid leek geen antwoord te hebben op deze situatie.

In reactie gingen veel centrale banken – waaronder de FED, de *Bank of England* en in 2014 de ECB – over op een beleid dat bekend staat als kwantitatieve verruiming (*quantitative easing*), met als doel de lange rentes te beïnvloeden nu de korte rente niet lager kon. Bij kwantitatieve verruiming koopt de centrale bank financiële



bezittingen, zoals staats- of bedrijfsobligaties, van pensioenfondsen, banken of grote bedrijven. Op het moment dat de centrale bank bijvoorbeeld een staatsobligatie koopt van een pensioenfonds, krijgt het pensioenfonds hiervoor geld bijgeschreven op de betaalrekening bij een commerciële bank. De nieuwe verplichting die de commerciële bank hierdoor aan het pensioenfonds krijgt (het girale tegoed), wordt door de centrale bank gecompenseerd met een gelijktijdige verhoging van de centralebankreserves van de commerciële bank. Zo blijft de bankbalans in evenwicht. Met het kopen van een staatsobligatie van het pensioenfonds wordt dus de maatschappelijke geldhoeveelheid vergroot (zie figuur 2.12). Op het moment dat de centrale bank obligaties koopt van een commerciële bank, neemt de maatschappelijke geldhoeveelheid echter niet direct toe, maar de centralebankreserves wel. Er vindt dan enkel een verschuiving plaats aan de linkerkant van de bankbalans (bezittingen). Het obligatiebezit neemt af en de centralebankreserves nemen toe.

**Figuur 2.12 Kwantitatieve verruiming schematisch weergegeven**



Het beoogde transmissiemechanisme is het beïnvloeden van de rente om zo de financieringskosten voor burgers, bedrijven en overheden te verlagen en uitgaven te vergroten en uiteindelijk bij het beleidsdoel van een inflatie van dicht bij de 2 procent uit te komen. Het idee is dat de pensioenfondsen, door de verkoop van hun obligaties aan de centrale bank, nu meer betaaltegoeden hebben dan zij wen-

selijk vinden. Herinner dat betaaltegoeden nauwelijks of geen rente geven en dat bij bedragen boven de €100.000 er ook een risico bestaat op het verlies van het tegoed. De centrale bank hoopt dan ook dat pensioenfondsen deze tegoeden gebruiken voor de aanschaf van financiële instrumenten met een hogere vergoeding, zoals bedrijfsobligaties en aandelen. Hogere vraag naar deze financiële instrumenten zal de waarde daarvan opstuwten en de financieringskosten van bedrijven verlagen omdat de rente tegengesteld beweegt aan de obligatieprijs. De hoop is dat dit deze bedrijven aanzet tot hogere uitgaven, wat zou moeten zorgen voor een inflatie van rond de 2 procent (McLeay et al. 2014). Ook zou de waardestijging van financiële bezittingen ertoe kunnen leiden dat de eigenaren zich rijker voelen en meer zullen uitgeven.

Een tweede mogelijke effect is dat centralebankreserves banken potentieel extra ruimte geven voor het verstrekken van leningen. Of monetairbeleidsmakers dit ook zagen als belangrijk onderdeel van het transmissiemechanisme is niet heel duidelijk (zie Goodhart 2013). De *Bank of England* stelt expliciet dat dit geen belangrijk onderdeel is van de beoogde transmissie (McLeay et al. 2014).

## 2.4 CONCLUSIE

In dit hoofdstuk toonden we dat geldschepping plaatsvindt op een andere wijze dan veelal wordt gedacht. Onder normale omstandigheden is het niet de centrale bank, maar zijn het de commerciële banken die het overgrote deel van de geldhoeveelheid creëren. Dit gebeurt met het verstrekken van een lening. Op dat moment wordt er tegelijkertijd een schuld aan de bank en giraal geld op de rekening van diegene die de lening aangaat gecreëerd. Op het moment dat de lening wordt terugbetaald, wordt er weer geld vernietigd.

Het nieuwe geld komt niet bij de bank terecht, maar bij de persoon die de lening is aangegaan. Het girale tegoed bij een bank wordt als geld beschouwd en is inwisselbaar voor contant geld. Verreweg het grootste deel van onze huidige geldhoeveelheid (meer dan 90 procent) bestaat uit giraal geld. Bankbiljetten worden in opdracht van de ECB gedrukt en munten worden in opdracht van nationale overheden geslagen, maar omdat het in omloop wordt gebracht tegen giraal geld, wordt daarmee de totale hoeveelheid geld niet verhoogd.

Dat banken nieuwe girale tegoeden kunnen scheppen bij het verstrekken van een lening, betekent niet dat er geen enkele rem zit op geldschepping. De groei en krimp van de geldhoeveelheid wordt beïnvloed door de interactie van een veelheid aan factoren (Lavoie 2003). We bespraken in dit hoofdstuk de drie belangrijkste: het gedrag van burgers en bedrijven, balansrisico's voor banken en monetair beleid. We zagen hoe het huidige monetair beleid vooral werkt via de rente en niet stuurt op de geldhoeveelheid, en hoe dit beleid wordt bemoeilijkt zodra rente de nulgrens

nadert. Geldschepping en monetair beleid hebben niet altijd op deze wijze gewerkt. In het volgende hoofdstuk bespreken we hoe het systeem zich in de tijd ontwikkeld heeft.

## NOTEN

- 1 In een in opdracht van Sustainable Finance Lab door Motivaction afgenomen enquête werden 23.000 respondenten in twintig landen gevraagd wie zij denken dat het grootste deel (meer dan 95%) van ons geld hebben gecreëerd. Het aandeel van respondenten dat dacht dat banken hiervoor verantwoordelijk waren was 20%. Een veel groter deel denkt dat het nieuwe geld door de centrale bank of de overheid wordt gecreëerd (respectievelijk 27% en 22% van de populatie). Het resterende deel gaf het antwoord “Weet niet.” De Nederlandse respondenten waren als volgt verdeeld: banken 12%; centrale bank 22%; overheid 23%; weet niet 43%.
- 2 Dit contante geld bestaat uit bankbiljetten en munten. Bankbiljetten worden in opdracht van de ECB gemaakt en op verschillende plaatsen in Europa gedrukt. Munten worden in opdracht van nationale overheden geslagen. Dit heeft echter geen gevolgen voor de geldhoeveelheid, aangezien dit geld alleen in omloop komt als mensen hun girale tegoeden bij banken omzetten in contanten.
- 3 Hoewel met digitaal bankieren het praktische verschil bij sommige spaarrekeningen slechts enkele seconden bedraagt.
- 4 Althans niet voor de banken die een vergunning hebben als geldscheppende instelling. Voor banken die geen betaalrekening mogen aanbieden, geldt wel dat zij eerst geld op moeten halen.
- 5 Dit is een vereenvoudigde bankbalans. Er staan dezelfde elementen op als op de balans in figuur 2.1.
- 6 Een bank creëert ook nieuw geld wanneer zij producten of diensten koopt en wanneer zij medewerkers betalen. Dit wordt betaald uit de inkomsten en gaat dus ten laste van de winst. Op de balans heeft dit effect op het eigen vermogen.
- 7 Dit geldt op microniveau. Wanneer mensen op grote schaal giraal geld inwisselen voor contant geld, heeft dat wel effect op de geldhoeveelheid omdat er dan bankruns kunnen ontstaan of het banken beperkt in de mogelijkheid om nieuw geld te creëren.
- 8 Om precies te zijn: het gaat om *tier-I* kapitaal, wat grofweg neerkomt op het eigen vermogen.
- 9 Andersom geldt dat wanneer een lening terugbetaald wordt, de bankbalans korter wordt en de hefboom- en kapitaalratio stijgen.
- 10 Centralebankreserves kunnen door een bank gemakkelijk worden omgezet in contant geld en vice versa. Dus voor een bank zijn ze inwisselbaar.
- 11 Het kan echter zo zijn dat het wegvallen van financiering zoveel druk zet op de bank dat die over moet gaan tot gedwongen verkoop van bezittingen die minder liquide zijn. De bank maakt hierbij vaak verlies, omdat andere marktpartijen ze alleen willen kopen tegen een flinke afslag. Hierdoor zorgen liquiditeitsproblemen ook voor risico's op faillissement.
- 12 Merk daarbij op dat dit slechts inschattingen zijn. Girale tegoeden kunnen wel degelijk in groten getale worden weggehaald, ondanks de hoge stabiliteitsweging.
- 13 Deflatie kan problemen geven vanwege loonstarheid en omdat bij deflatie schulden in reële termen hoger worden.
- 14 De geldmarkt is de vraag en het aanbod van financiële middelen met een korte looptijd.

- 15 De ECB is niet de eerste die dit observeerde. De onzekerheden over en vertraging in het effect van monetair beleid werd bijvoorbeeld ook al beschreven door Friedman (1961).
- 16 Centrale bankiers ondernamen tal van operaties om het financiële systeem te ondersteunen, juist omdat financiële stabiliteit en prijsstabiliteit in de crisis onontwarbaar met elkaar verweven raakten. Zoals Goodhart en Lastra (2015) het formuleren: “*in practice the primary objective of central banking has become financial stability (also for the ECB)*”.
- 17 Bij een rente van nul procent kunnen centrale banken de rente niet veel verder verlagen om de markt te beïnvloeden. Bij een sterk negatieve rente zullen banken om winstgevend te blijven dat op een zeker moment moeten vertalen naar negatieve rentes op girale tegoeden. De kans bestaat dan dat mensen geld van hun rekening afhalen, omdat er dan in feite strafrente betaald wordt voor het aanhouden van girale tegoeden. Dit kan voor financieringsproblemen bij banken zorgen.

### 3 GESCHIEDENIS VAN GELDSCHEPPING

In het vorige hoofdstuk beschreven we hoe geldschepping vandaag de dag werkt. Het grootste deel van ons geld is tegenwoordig *giraal* en bestaat dus alleen als cijfers op de balansen van commerciële banken. Een veel kleiner deel van het geld bestaat uit contanten – munten en biljetten. Door de dominantie van giraal geld spelen commerciële banken een leidende rol in geldschepping. In dit hoofdstuk plaatsen we deze situatie in een historische context. De vormgeving van ons monetair-financieel systeem en de rol die banken daarin spelen zijn in de loop der tijd ingrijpend veranderd. Juist een historische blik helpt ons om te zien dat hedendaagse vanzelfsprekendheden misschien niet zo vanzelfsprekend zijn als we denken. Zo zien we tegenwoordig bankbiljetten als even veilig als munten, terwijl in de negentiende eeuw Nederlanders DNB-bankbiljetten lange tijd nauwelijks vertrouwden.

De geschiedenis illustreert ook de padafhankelijkheid waar we mee te maken hebben: er is nooit sprake van een schone lei waarbij het systeem vanaf de tekentafel opnieuw kan worden vormgegeven. Bij hervormingen of innovaties hebben publieke en private partijen altijd te maken met erfenissen uit het verleden. Niet zelden is er dan sprake van onbedoelde en onvoorziene effecten. Ten slotte laat de geschiedenis ook een zekere continuïteit in de discussies en dilemma's zien. Fundamentele vragen over de vormgeving van het monetair-financieel systeem keren telkens weer in een andere gedaante terug. Het huidige debat over private geldschepping lijkt bijvoorbeeld op de discussie in het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten in de negentiende eeuw of banken wel eigen bankbiljetten in concurrentie mochten uitgeven. Kortom, een historische blik biedt relativering van huidige vanzelfsprekendheden en de mogelijkheid om lessen te trekken uit het verleden die kunnen helpen bij het oplossen van hedendaagse problemen.

We focussen op de periode vanaf het begin van de negentiende eeuw. Allereerst omdat vanaf die tijd sprake was van pogingen van veel overheden om een nationaal monetair-financieel systeem vorm te geven en te onderhouden. Ten tweede omdat banken vanaf dat moment een grotere rol gingen spelen in de economische ontwikkeling.<sup>1</sup> We bespreken vier tijdsvakken: (1) de 'lange' negentiende eeuw tot aan de Eerste Wereldoorlog, met daarbij een focus op de periode 1870-1914, (2) de tussenoorlogse periode (1918-1939), (3) de periode van Bretton Woods (1944-1973) en (4) de pre-crisisperiode (1973-2008).

Hoewel we focussen op ontwikkelingen in Nederland, besteden we waar relevant ook aandacht aan andere landen. Ook is er aandacht voor mondiale ontwikkelingen, die doorgaans een grote invloed hebben op de Nederlandse situatie. Per periode bespreken we hoe belangrijk de verschillende geldvormen (munten, bank-

biljetten, banktegoeden) waren, waarvoor ze werden gebruikt en op welke manier zij werden gecreëerd. Vanwege de hechte relatie tussen betalen en financieren bespreken we ook de ontwikkelingen in de financiering van verschillende economische activiteiten. Ten slotte bespreken we per periode op welke manieren beleidsmakers probeerden de vormgeving en ontwikkelingen in het monetair-financieel systeem te beïnvloeden.

### 3.1 GELD EN FINANCIERING IN DE NEGENTIENDE EEUW

Begin negentiende eeuw stond ons land er in economisch opzicht matig voor. De industriële productie had zich in de anderhalve eeuw daarvoor bewogen tussen krimp en stagnatie, terwijl de handel zich concentreerde op koloniale producten en landbouwexporten. De overheid had door internationale conflicten en de Franse tijd zeer hoge schulden gemaakt en had daardoor een zwakke financiële positie. Ook het monetair systeem was in slechte staat. Er waren tal van binnen- en buitenlandse munten in omloop met een uiteenlopende waarde en indeling. Over de kwaliteit en beschikbaarheid van financiering is meer discussie in de wetenschap. Het bankwezen was relatief onderontwikkeld, mede door de aanwezigheid van alternatieve financieringskanalen (kapitaal aangetrokken via familie, vrienden of de effectenmarkt). Niettemin was het in deze context dat de Nederlandse overheid, met koning Willem I aanvankelijk als aanjager, zich voornam om het monetair-financieel systeem te rationaliseren en te moderniseren. In deze paragraaf bespreken we op hoofdlijnen hoe dit systeem zich in deze periode ontwikkelde.

#### 3.1.1 GELD EN BETALEN

In de negentiende eeuw betaalde men hoofdzakelijk met muntgeld. Toen Nederland eind 1813 opnieuw onafhankelijk werd van de Fransen waren er naast guldens, stuivers, duiten en daalders tal van provinciale en buitenlandse munten in omloop. Deze muntvoorraad was bovendien sterk versleten. De net aangetreden Koning Willem I stelde zich expliciet ten doel om aan deze verwarrende situatie een einde te maken door de decimaal ingedeelde gulden (naar voorbeeld van de *franc germinal*) als nationale munteenheid in te stellen. Ook de eenwording met de zuidelijke provincies (het latere België) maakte een dergelijke hervorming noodzakelijk.

Het nieuwe muntgeld werd vanaf de Muntwet van 1816 geslagen door 's Rijks Munt in Utrecht. Andere muntsoorten werden niet direct verboden. In de loop van de negentiende eeuw werden in verschillende stappen de andere munten ongeldig verklaard en uit de roulatie genomen. Pas tussen 1846 en 1849 kwam hier echt schot in, toen de overheid een omvattende omzetting van de muntvoorraad ondernam. Toch duurde het nog tot de Muntwet van 1901 tot er sprake was van een volledig verbod op alle buitenlandse munten (Van Renselaar en Stokman 2001; DNB 2001; Jonker 1997).

Tot het afscheid van de internationale koppeling aan goud, zoals hierna nog te bespreken eerst na 1931 en definitief in 1971, was de nominale waarde van geld direct verbonden met een bepaalde hoeveelheid edelmetaal die ook bij de centrale bank opeisbaar was: zilver, goud of een combinatie van beide. In de negentiende eeuw bestonden de Nederlandse zogeheten standaardmunten (rijksdaalder, gulden en de halve gulden) voor het overgrote deel dan ook uit een officieel vastgestelde hoeveelheid zilver (zie box 3.1).

### **Box 3.1      Aanmunting van standaardmunten en tekenmunten**

In de negentiende eeuw waren er in Nederland zowel ‘standaardmunten’ als ‘tekenmunten’ (of ‘pasmunten’) in omloop. We spreken van ‘standaardmunten’ als de nominale waarde van de munt precies correspondeert met de vastgestelde waarde van het edelmetaal waarvan het is gemaakt. We spreken van ‘tekenmunten’ of ‘pasmunten’ als de metaalwaarde van de munt lager is dan de nominale waarde. Een zilveren gulden geslagen in 1850 was bijvoorbeeld een standaardmunt: de gulden bevatte 9,45 gram zilver – precies de wettelijk vastgestelde metaalkoppeling. Het zilveren kwartje bevatte maar 0,64 gram zilver en was daarmee een tekenmunt. Iedereen was vrij om (in ruil voor edelmetaal) standaardmunten te laten slaan door ’s Rijks Munt. Dit heet vrije aanmunting. Tekenmunten mochten echter alleen voor rekening van de rijksoverheid worden geslagen. Bij een tekenmunt is namelijk sprake van geldscheppingswinst, waardoor vrije aanmunting sterk versturende effecten zou kunnen hebben (Nationale Bank van België 1957; Kymmell 1992).

Naast muntgeld speelde papiergeld een rol. Dit papiergeld werd primair gebruikt voor betalingen tussen grote en middelgrote bedrijven, tussen financiële instellingen onderling en voor overheidsuitgaven (Kymmell 1992: 32-33; DNB 2001). Aanvankelijk waren er twee soorten biljetten in omloop: de bankbiljetten van De Nederlandsche Bank (DNB) en het zogeheten kassierspapier.<sup>2</sup> DNB was in die tijd een private instelling, in 1814 opgericht door Willem I om te opereren als circulatiebank (een bank die papiergeld uitgeeft) en als kredietverlener ten behoeve van de beoogde versnelling van de economische ontwikkeling, waarbij tot in de jaren 1840 de circulatie van papiergeld achterbleef vanwege de lage acceptatiegraad. DNB-bankbiljetten konden op twee manieren in omloop komen: wanneer mensen muntgeld of edelmetaal ter inwisseling naar de bank brachten, of wanneer DNB krediet verleende aan een ondernemer of financiële partij. In het laatste geval was dan ook sprake van geldschepping: DNB vergrootte de geldhoeveelheid met de omvang van het door haar verstrekte krediet.

De biljetten van DNB werden tot lang na haar oprichting in 1814 gewantrouwd door de Nederlandse handelsonderwijs, primair vanwege de relatie met de koning. Koning Willem-I dwong bovendien tijdens zijn regeerperiode daadwerke-



lijk enkele malen monetaire financiering bij DNB af. Mensen die een DNB-biljet in handen kregen waren dan ook geneigd om dit snel bij het DNB-kantoor in Amsterdam in te wisselen voor muntgeld. Buiten Amsterdam werden DNB-biljetten al helemaal gewantrouwd, waardoor de circulatie van papiergeld in Nederland moeizaam van de grond kwam (Uittenbogaard 2014). Bovendien was er een vertrouwd alternatief: kassierspapier. Een kassier gaf dit uit als bewijs van gedeponerd muntgeld of waardepapieren. Het fungeerde binnen de Amsterdamse en Rotterdamse handelsonderneming ook als betaalmiddel. Omdat de betrouwbaarheid van deze biljetten gebonden was aan de betrouwbaarheid van de kassier, golden deze biljetten vooral als lokaal betaalmiddel. Hierbij was slechts in beperkte mate sprake van geldschepping: kassiers hielden over het algemeen een zeer groot deel van de hun toevertrouwde middelen in kas (Jonker 1997).

Vanaf 1840 werden DNB-biljetten steeds dominanter en verdween met name na de geldzuivering eind jaren veertig het kassierspapier uit beeld (Jonker 1997; Uittenbogaard 2014).<sup>3</sup> In Amsterdam domineerden DNB-biljetten halverwege de negentiende eeuw. Vanaf dat moment wonnen de biljetten ook steeds meer terrein elders in Nederland. Wat hierbij hielp was dat DNB ook buiten Amsterdam kantoren opende. Hier was DNB al in zijn eerste statuut uit 1814 toe verplicht, maar pas in de jaren zestig van de negentiende eeuw werd zij hier door de politiek toe gedwongen. Het duurde overigens nog geruime tijd – tot de Muntwet van 1901 – voordat deze DNB-biljetten officieel erkend werden als wettig betaalmiddel. Door de hoge denominatie van deze bankbiljetten (tussen de 25 en 1.000 gulden) bleef het gebruik grotendeels beperkt tot bedrijven en financiële spelers. Het overgrote deel van de Nederlandse bevolking zal in die tijd nooit een bankbiljet in handen hebben gehad (Kymmell 1992: 32; Van Renselaar en Stokman 2001).

Hoe zat het met girale tegoeden bij banken? Hoewel Nederland in de zeventiende eeuw (dus ten tijde van de Republiek; 1588-1795) op dit terrein vooropliep, speelde giraal geld na de teloorgang van de Amsterdamse Wisselbank nauwelijks een rol (zie box 3.2). Dit was ook omdat er lange tijd geen sprake was van een georganiseerd bankwezen. Zoals hieronder nog te bespreken liep een groot deel van de financiering via handelshuizen en de beurs, waardoor banken nauwelijks een rol speelden. Pas vanaf het begin van de twintigste eeuw kwam hier verandering in. Hierdoor nam gaandeweg het aandeel giraal geld in de totale geldhoeveelheid flink toe – van 20 procent in 1890 tot 40 procent aan de vooravond van de Eerste Wereldoorlog (DNB 2001). Net als bij bankbiljetten gold ook voor dit geldtype echter dat het primair door handelaren, ondernemers en bedrijven werd gebruikt (Van Renselaar en Stokman 2001).

### Box 3.2 De Amsterdamse Wisselbank

Nederland was in de zeventiende eeuw op het gebied van giraal geld een voorloper. Handelaren konden bij de Amsterdamse Wisselbank (1609-1820) contant geld deponeren en zo een girale rekening openen. De Wisselbank had lange tijd een goede reputatie, omdat deze zo goed als al het contante geld in kas hield. Daarmee was de girale wisselbank in feite een voorbeeld van een *full reserve bank* (zoals die ook in het publiekgeldsysteem wordt voorgesteld – hier komen we in hoofdstuk 5 op terug). Een bankrun in het rampjaar 1672 leidde dan ook niet tot faillissement zoals bij andere wisselbanken. Hierdoor groeide dit instituut langzaam uit tot spil in het internationale handelsverkeer, waarbij handelaren met elkaar zaken konden doen door tegoeden naar elkaar over te schrijven. De daarbij gehanteerde rekeneenheid, de bankgulden, vervulde een rol die zich laat vergelijken met die van het pond sterling in de negentiende eeuw en die van de dollar na 1945. Door de economische achteruitgang van de Republiek en ongedekt krediet aan de VOC en Amsterdam (de Wisselbank was een gemeentelijke instelling) verloor de Wisselbank aan het eind van de achttiende eeuw echter haar goede reputatie. Voortgezet als een lokale bank ging zij in 1820 definitief op de fles.

In een aantal andere landen – zoals bijvoorbeeld het Verenigd Koninkrijk, de Verenigde Staten en Zwitserland – ontwikkelden bankbiljetten zich op een andere manier dan in Nederland. In die landen waren het eerst de commerciële banken die bankbiljetten uitgaven en werd deze uitgifte later genationaliseerd. Omdat er wel enige parallellen zijn met de discussie over een publiekgeldsysteem, bespreken we een voorbeeld in box 3.3.<sup>4</sup>

### Box 3.3 Dynamiek in geldschepping: de casus van het Verenigd Koninkrijk

Het Verenigd Koninkrijk liep wat betreft ontwikkelingen in het monetair-financieel systeem in veel opzichten voor. Al in de zeventiende eeuw en begin achttiende eeuw speelden door de *Bank of England* en commerciële banken uitgegeven biljetten een belangrijke rol. Er was hier sprake van private geldschepping: regionale banken (*country banks*) konden kredieten verlenen in de vorm van zelf uitgegeven schuldbewijzen in vaste nominaties, die als betaalmiddel werden gebruikt (private bankbiljetten). Dit vertrouwen in door commerciële banken uitgegeven bankbiljetten had een keerzijde: op geaggregeerd niveau kon kredietverlening onverantwoorde vormen aannemen en tot financiële instabiliteit leiden. Ook leidde de langdurige opschorting van de goudstandaard door het Verenigd Koninkrijk – tussen 1797 en 1825 om de napoleontische oorlogen te financieren – tot een fundamenteel debat over de grondslagen van het monetair-financieel systeem.

Met de Bank Charter Act van 1844, ingevoerd door het kabinet van Robert Peel, werd uiteindelijk besloten dat voortaan alleen de *Bank of England* bankbiljetten mocht uitgeven.<sup>5</sup> Deze bankbiljetten moesten echter 100 procent gedekt worden door goud of door een vooraf gelimiteerde hoeveelheid staatsschuld. Wat de politici hiermee feitelijk beoogden was om geldschepping te centraliseren bij de *Bank of England* en zo te stabiliseren. Private banken zouden zo niet langer geldscheppende instellingen zijn. Er zijn dus duidelijke parallellen met huidige plannen om geldschepping te nationaliseren (die teruggrijpen op het *Chicago Plan* uit de jaren dertig, waar we later op terugkomen), met als verschil dat de *Bank of England* aan een vaste limiet werd gebonden.

Doordat de *Bank of England* aan een vaste limiet was gebonden, werd zij sterk begrensd in de mogelijkheid om in geval van instabiliteit andere financiële spelers te ondersteunen. Immers, er was een absolute grens aan de hoeveelheid geld (biljetten) die de *Bank of England* kon uitlenen aan instellingen in problemen. Deze strakke begrenzing paste niet bij een sterk industrialiserende economie en de spilfunctie van de Londense markt. Tussen 1844 en 1866 moest de Bank Charter Act dan ook tot drie keer toe worden opgeschort, omdat deze vaste limiet in crisis-situaties tot een uitvergroting leidde van de problemen. Vanaf toen werd feitelijk afgestapt van een absolute begrenzing en ontstond het onder andere door Henry Thornton (1802) en Walter Bagehot (1873) geformuleerde idee van de centrale bank als *lender of last resort*. Ook vonden banken na 1844 snel een alternatief voor zelf uitgegeven biljetten: girale tegoeden. Deze namen rap toe in populariteit, waarmee banken alsnog een dominante rol bleven spelen in geldschepping. Rond 1913 was het aandeel giraal geld in de totale geldhoeveelheid in het Verenigd Koninkrijk dan ook 96 procent – voor die tijd ongekend hoog (Murau 2017; Knafo 2006; Van Zanden 1997b; Capie et al. 1994). Ook in andere landen waar het uitgeven van bankbiljetten werd genationaliseerd (zoals Zwitserland en de Verenigde Staten) zien we een vergelijkbare snelle opkomst van giraal geld.

### 3.1.2 FINANCIERING

Tot laat in de negentiende eeuw bestond de kern van de Nederlandse economie uit landbouw, kleinschalige nijverheid, diensten en internationale handel. Kredietverlening had dan ook primair betrekking op het faciliteren van binnen- en buitenlandse handel. Een onderneming had bij aanschaf van een partij goederen niet altijd contanten voorhanden. Die afnemer kreeg die goederen dan op krediet van de toeleverancier. In ruil daarvoor kreeg de toeleverancier dan een ‘promesse’: een belofte dat hij na een bepaalde tijd zou worden betaald. Het kon ook zijn dat de toeleverancier in een andere plaats of in het buitenland woonde, waardoor het verschepen van contanten te veel moeite kostte of te risicovol was. Dan werd gebruik gemaakt van een ‘wissel’: hiermee gaf de afnemer een opdracht aan een financiële partij (doorgaans een bank) om de toeleverancier na een bepaalde tijd van contanten te voorzien. Overigens waren bij dergelijke transacties vaak twee banken betrokken: zowel die van de toeleverancier als van de afnemer. Die banken handel-

den dan onderling de transacties af. Veel internationale handel verliep daarbij via Londen, dat als *clearing house* veruit het belangrijkste financiële knooppunt vormde. Aan de vooravond van de Eerste Wereldoorlog werd meer dan de helft van alle internationale transacties in pond sterling verrekend (Williams 1968; Kymmell 1992: 40-48).

Naast handelskrediet konden Nederlandse ondernemers ook een beroep doen op effectenkrediet: een kortlopende lening waarbij effecten (doorgaans Nederlandse of buitenlandse staatsobligaties) dienden als onderpand. Veel ondernemers belegden hun overtollige kasmiddelen en winsten in dergelijke rentedragende effecten. Indien een ondernemer door bepaalde omstandigheden of gebeurtenissen op korte termijn geld nodig had, kon die een lening aangaan op de zogeheten 'prolongatiemarkt'. De verstrekkers van dit effectenkrediet waren particulieren en financiële partijen: *commissionairs*, bankiers en enkele kassiers. Deze kredieten hadden een looptijd van een of drie maanden, met een vaste rente. Het werd echter in veel gevallen stilzwijgend verlengd ('geprolongeerd') tegen de rente geldend op de dag van verlenging.

Door de goed functionerende prolongatiemarkt en de achterblijvende economische ontwikkeling was het Nederlandse bankwezen tot ver in de negentiende eeuw internationaal gezien kleinschalig en onderontwikkeld. Ondernemers financierden investeringen uit eigen inkomen en opgebouwd vermogen en vermogen uit het sociale netwerk (familie en vrienden). Er waren dan ook nauwelijks grote banken die zich richtten op het verstrekken van zowel lang- als kortlopend krediet. Van de banken was DNB veruit de belangrijkste kredietverlener (Kymmell 1992: 19; Jonker 1997). Vanaf eind negentiende eeuw kwam er langzaam verandering op gang. De hernieuwde groei van de binnenlandse industrie vanaf 1860 leidde tot een grotere vraag naar krediet. In diezelfde periode kreeg ook de internationale handel een flinke stimulans. Beide ontwikkelingen stimuleerden veranderingen in het Nederlandse bankwezen (Van Goor 2001: 74-79; cf. Van Riel 2016).

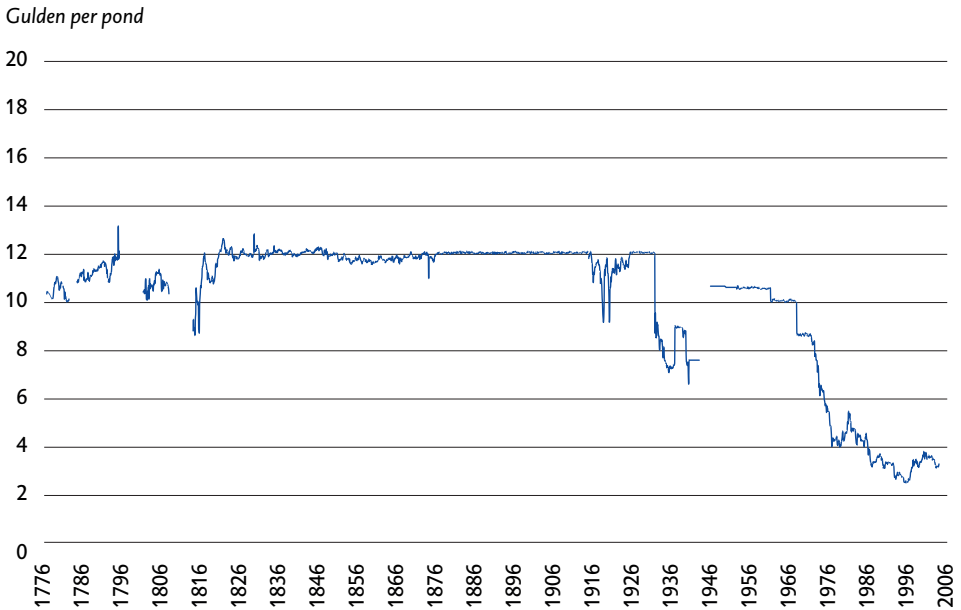
Rond 1860 werden diverse banken opgericht die zich wilden ontplooiën als 'moderne banken': Credietvereniging Amsterdam (1853), Commandietkas te Rotterdam (1861), Rotterdamsche Bank (1863), Twentsche Bank (1861) en Amsterdamsche Bank (1872). Deze trokken aanvankelijk bewust geld aan om daarmee langetermijnfinanciering te verschaffen. Zij opereerden daarbij op wat in jargon 'fractionele reserves' heet: zij hebben meer tegoeden uitstaan dan dat zij contante middelen in kas houden. Nederlandse banken zagen het Engelse bankwezen en DNB als inspiratiebron voor bankieren op fractionele reserves. Zoals geformuleerd door de directie van de in 1865 opgerichte Kas-Vereeniging: "Uit het voorbeeld van DNB blijkt dat een bank ook dan nog solide kan zijn wanneer niet al hare schulden ten volle in klinkende munt zijn gedekt; immers ene gelijktijdige aanbieding van al de biljetten is zeer onwaarschijnlijk, ja bijna ondenkbaar." (geciteerd in Kymmell

1996: 200). De geldhoeveelheid nam hierdoor toe, aangezien de banktegoeden die tegenover de kredieten stonden konden fungeren als betaalmiddel of direct daarin konden worden omgezet (Van Goor 2001; Jonker 1997).

De toepassing van deze moderne ideeën in het Nederlandse bankwezen was echter in eerste instantie weinig succesvol. Banken bleven zich in het begin nog vooral richten op handelskrediet. Wegens gebrek aan kennis over de risico's van langlopende financiering, de scepsis bij ondernemingen om een beroep te doen op deze banken en de aanhoudende populariteit van het prolongatiesysteem gingen ontwikkelingen traag. Vanaf het begin van de twintigste eeuw kwamen de ontwikkelingen van de voorgaande decennia samen. Het bankwezen groeide snel (in termen van aantallen, balanstotalen en uitstaande leningen en banktegoeden) en begon op significante schaal grote ondernemingen te financieren. Pas in deze fase was er voldoende kennis en ontstond de bereidheid bij banken (en hun financiers) om risicovolle langetermijninvesteringen in de industrie te doen en af te stappen van de voorkeur voor het veiligere kortlopende krediet. De echte doorbraak zou echter komen na het begin van de Eerste Wereldoorlog, toen de prolongatiemarkt lange tijd sloot (Van Goor 2001: 124; Jonker 1997: 118; zie paragraaf 3.2).

### 3.1.3 BELEID EN REGELGEVING

Een overkoepelende zorg voor overheden is het garanderen van een zekere stabiliteit van de waarde van de nationale munt. Deze zorg spitst zich toe op twee aspecten ervan: de *externe* waarde (dus in termen van buitenlandse valuta) en de *interne* waarde (in termen van koopkracht of edelmetaal) (Capie et al. 1994). In de negentiende eeuw koppelden overheden hun munt aan zilver, goud of aan beide (de zogeheten bimetalen standaard). Aangezien de meeste landen dit deden, leidde deze *interne* koppeling ook tot *externe* koppeling: er was sprake van nagenoeg vaste wisselkoersen tussen munten (Eichengreen 1992). Figuur 3.1 laat bijvoorbeeld de historische ontwikkeling zien van de wisselkoers tussen het Britse Pond en de Nederlandse gulden, waarbij de stabiliteit in de negentiende eeuw in het oog springt.

**Figuur 3.1** Wisselkoers Britse Pond en Nederlandse gulden

Bron: Posthumus / Korthals Altes / Eigen analyse

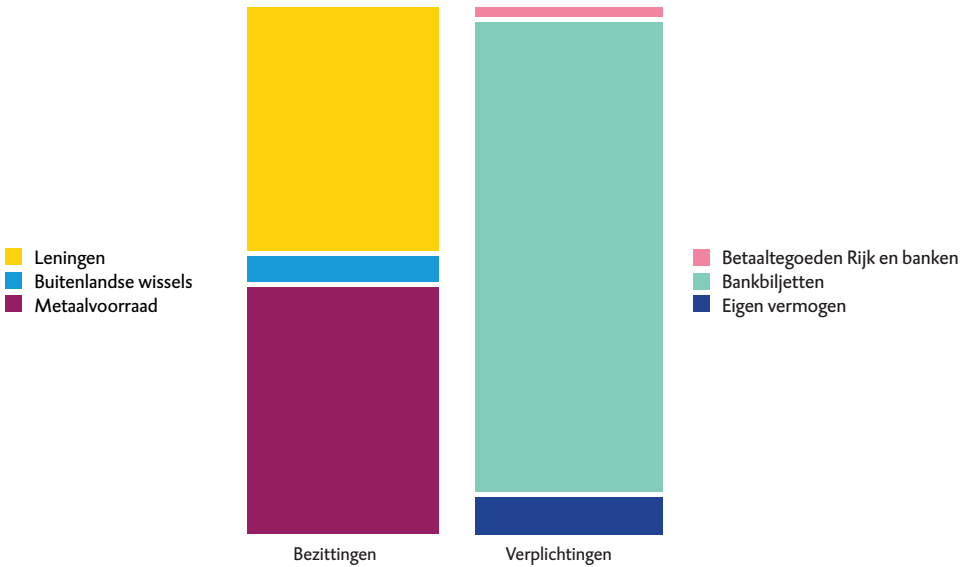
Door deze directe koppeling waren landen zeer afhankelijk van ontwikkelingen in de vraag naar en het aanbod van edelmetaal. Nederland voelde zich bijvoorbeeld gedwongen om van de bimetalen standaard af te stappen toen er in 1847 grote hoeveelheden goud werden gevonden in Californië. Door een dalende internationale goudprijs zouden Nederlanders namelijk goedkoop goud kunnen importeren en laten aanmunten tot gouden munten met een hogere nominale waarde. Dit zou op termijn niet houdbaar zijn. Iets vergelijkbaars gold in 1875 toen Nederland overstapte van een zilveren standaard op een gouden standaard.<sup>6</sup> Na de Frans-Pruisische oorlog van 1871 had het nieuwe Duitse Keizerrijk, net als de VS, de overstap gemaakt van een bimetalen of zilveren standaard naar een gouden standaard. Vele andere landen volgden. De verwachting was daarom dat er een zilveroverschot zou ontstaan dat zou kunnen leiden tot inflatie in landen die vast zouden houden aan de zilveren standaard. Kortom, hoewel een koppeling met edelmetaal een zekere stabiliteit suggereerde, maakt een metalen standaard de munt afhankelijk van onvoorspelbare factoren en speelde internationale dynamiek een belangrijke rol in de Nederlandse beleidskeuzes (Van Zwet 2001; Van Riel 2018).

Op geaggregeerd niveau had de edelmetalkoppeling ook belangrijke implicaties voor macro-economische uitkomsten. De mondiale omarming van de gouden standaard leidde tot een wereldwijde schaarste aan goud, met als gevolg een systematische deflatie (daling van de prijsindex). Tussen 1880 en het midden van de

jaren 1890 daalden in Nederland zowel de prijzen van de productie als die voor consumenten met ruwweg een kwart (Van Zanden en van Riel 2004). Deze prijsdaling had overigens niet alleen met de beperkte beschikbaarheid van goud te maken: de sterk stijgende export van goedkope agrarische producten vanuit de Verenigde Staten en delen van Groot-Brittannië, de industrialisatie die nu goed op stoom kwam en de lagere transportkosten droegen hier ook aan bij. Pas in de jaren negentig van de negentiende eeuw werd deze deflatie een halt toegeeroepen. Dit kwam met name doordat veel overheden de dekkingsgraad van de goudreserves versoepelden, centrale banken ook wisselreserves in buitenlandse valuta gingen aanhouden en commerciële banken gebruik maakten van de ruimte om giraal geld te scheppen (Van Riel 2018).

In Nederland was DNB belast met het garanderen van de koppeling met edelmetaal. In de praktijk bestond die eruit dat DNB genoeg reserves (edelmetaal en munten) moest aanhouden om ervoor te zorgen dat DNB-biljetten altijd inwisselbaar zouden zijn voor zilver en later goud. DNB was echter ook verstrekker van krediet (in de vorm van bankbiljetten), dus de dekking was nooit helemaal volledig. In de eerste vijftig jaar was DNB bij de uitgifte van bankbiljetten gebonden aan een absoluut maximum, dat een aantal keren werd versoepeld. Bij de Bankwet van 1863 werd deze eis omgezet in de voorwaarde dat DNB ten minste 40 procent van de waarde van biljetten in omloop door de metaalvoorraad diende af te dekken. Vanaf 1888 mocht DNB ter dekking ook wissels op andere centrale banken aanhouden. Figuur 3.2 toont de bankbalans van DNB in 1914. De dekkingsgraad (metaal plus buitenlandse wissels gedeeld door de bankbiljetten) is dan 57 procent.

DNB had net als veel andere centrale banken in die tijd nog geen expliciete verantwoordelijkheid voor het garanderen van financiële stabiliteit. Toch werd het eind negentiende eeuw steeds gebruikelijker onder centrale banken om in geval van problemen in het bankwezen te opereren als *lender of last resort*. Hierbij ondersteunt de centrale bank andere banken die in moeilijkheden verkeren door hen reserves (bankbiljetten, munten of metaal) te lenen. Ook DNB zag vanaf eind negentiende eeuw een dergelijke taak voor zichzelf weggelegd (Capie et al. 1994). Aangezien DNB zich al langer primair opwierp als 'bank voor bankiers' lag dit voor de hand – in 1860 was de helft van alle wissels afkomstig van kassiers en bankiers in bezit van DNB. Zo ondersteunde DNB een aantal financiële partijen tijdens de internationale kredietcrisis van 1857 (Kymmell 1992: 71).

**Figuur 3.2** DNB-balans in 1914

Bron: Kymmell (1996: 65)

Door de vaste koppeling met edelmetaal was er een potentieel conflict tussen monetair beleid en stabiliteitsbeleid. Wanneer banken in liquiditeitsproblemen komen impliceert de *lender of last resort*-functie dat de centrale bank hen te hulp schiet. Dit zorgt echter wel voor een verslechtering van de financiële positie van de centrale bank: het zorgt voor een verlenging van diens bankbalans (meer leningen aan de linkerkant; meer uitgegeven bankbiljetten aan de rechterkant) en dus een lagere dekkingsgraad (Uittenbogaard 2014: 138-9). Dit kan in strijd zijn met de verplichting van centrale banken om te zorgen voor een stabiele dekkingsgraad en daarmee twijfel doen rijzen aan de inwisselbaarheid van biljetten. DNB had in deze periode op dit gebied geen problemen, maar in bijvoorbeeld het Verenigd Koninkrijk was dit tijdens een crisis in 1890-1891 een acuut probleem. De Baring bank had zoveel verliezen geleden op Argentijnse staatsobligaties dat de *Bank of England* te hulp moest schieten. Die had echter zelf niet genoeg goud voorhanden, en kon dus alleen maar noodsteun verlenen door zelf leningen bij andere centrale banken aan te gaan (Eichengreen 1992).

### 3.1.4 SAMENVATTING: GELDSCHEPPIING IN DE NEGENTIENDE EEUW

In de negentiende eeuw gebruikten Nederlandse burgers vooral muntgeld. Dit was publiek geld, in die zin dat de productievoorzwaarden door de overheid werden bepaald: de overheid stelde het metaalgehalte van de standaardmunten vast en had de exclusieve bevoegdheid tot aanmuntning van tekenmunten. Overigens duurde het daarbij wel tot halverwege de eeuw alvorens de muntvoorraad echt was gestan-



daardiseerd. DNB-bankbiljetten waren tot de Bankwet van 1863 en de vestiging van kantoren buiten Amsterdam primair gerelateerd aan handelskrediet. Geldschepping door middel van bankbiljetten hing daardoor primair af van ontwikkelingen in de handel.

Interessant is wel dat DNB formeel een private organisatie was, inclusief winst-oogmerk. Deze DNB-biljetten waren dan ook in zekere zin een hybride publiek-private geldvorm. Girale geldschepping (dus door banken geïnitieerd) was primair gekoppeld aan kortlopend handelskrediet en gaandeweg iets meer aan langlopend krediet. Pas begin twintigste eeuw was sprake van een structurele stijging in het aandeel van girale tegoeden in de totale geldhoeveelheid.

In deze periode was de belangrijkste remmende factor op geldschepping de (beleidsmatige) koppeling met edelmetaal. Dit gold allereerst voor de munten, die deels of geheel van edelmetaal werden gemaakt. Echter ook de geldschepping middels bankbiljetten door DNB was gekoppeld aan diens edelmetaalvoorraden. Tegelijkertijd vergde de economische ontwikkeling – toenemende internationale handel en de industrialisering van vele sectoren – een expansie van de geldhoeveelheid. Vanuit die optiek was de rigiditeit van de edelmetaal koppeling een belemmerende factor. Die beperking deed zich nog sterker voelen tijdens periodieke financiële crises, aangezien de centrale bank alleen als *lender of last resort* kan optreden wanneer de strikte koppeling wordt losgelaten. Girale geldschepping en het losser worden van de koppeling tussen edelmetaal en papier waren hier een oplossing voor.

Deze balans tussen verankering en flexibiliteit was in veel landen een permanente uitdaging, die niet zelden met instabiliteit en crises gepaard ging. Een onwrikbare verankering leidde tot problemen bij het faciliteren van economische groei en bij het oplossen van crises. Door de aanvankelijk achterblijvende economische ontwikkeling had Nederland, anders dan het VK, in deze periode minder last van deze problematiek. Niettemin werd de overheid door zowel nationale als internationale ontwikkelingen gedwongen tot aanpassing. Vanaf begin jaren vijftig van de negentiende eeuw werd de dekkingsgraad van DNB-biljetten in stappen versoepeld. Onder internationale invloed werd de edelmetaal koppeling ook tweemaal aangepast. Kortom, ook in Nederland was het nodig om een strikte handhaving van de koppeling met edelmetaal los te laten om problemen te voorkomen.

### **3.2 DE TUSSENOORLOGSE PERIODE EN DE GROTE DEPRESSIE (1918-1939)**

De Eerste Wereldoorlog vormde het einde van de ‘eerste globaliseringsgolf’ die grofweg vanaf 1870 was opgekomen. Deze globalisering was gefaciliteerd door de liberalisering van internationale handel, de structurele daling van transportkosten,

en de convergentie naar de gouden standaard. Onder invloed van de oorlog en de financiering daarvan was de gouden standaard niet te handhaven. Beleggers verloren inkomsten en de toegang tot hun vermogens doordat internationale betalingen werden bevroren. De mate waarin de landen tijdens de oorlog hun toevlucht zochten tot schuld of belastingen varieerde, maar meerdere landen gingen over tot monetaire financiering (geld bijdrukken ten behoeve van overheidsuitgaven), doorgaans met oplopende inflatie tot gevolg. Na de oorlog was daarom sprake van een periode van moeizame aanpassing, waarbij de opgelopen schuldenlast in landen met zwakke politieke instituties uiteindelijk tot hoge inflatie leidde. Dit probleem deed zich in de meest extreme vorm voor in Duitsland, dat economisch aan de afgrond stond door een onhoudbare hoge oorlogsschuld, de verplichtingen van Versailles en de bezetting van het Roergebied door Frankrijk en België in 1923. Excessieve geldschepping en stijgende prijzen versterkten elkaar toen dermate dat sprake was van hyperinflatie. Pas in 1924 stabiliseerde de situatie. In reactie op deze chaotische periode streefden overheden naar een terugkeer naar de ‘gouden tijden’ van weleer.

Het Nederlandse monetair-financieel systeem bleef in deze periode gestaag veranderen. Tijdens deze periode werd onder meer de basis gelegd voor de verspreiding van giraal geld in de richting van ‘gewone’ burgers. De oprichting van de Postcheque- en Girodienst (PCGD) en gemeentelijke giro-instellingen waren hiervoor cruciaal. Toch bleef contant geld (munten) voor veel mensen de norm. De financiële sector maakte ook een rappe verandering door, aangezien banken nog meer gingen inzetten op het stimuleren en faciliteren van industrialisering. Girale geldschepping werd daarmee gekoppeld aan langlopende bedrijfsfinanciering, al ging dit vrij snel mis: tussen 1921 en 1924 kwamen veel banken in financiële problemen en moest DNB (met daarachter de overheid) reddend optreden.

### 3.2.1 GELD EN BETALEN

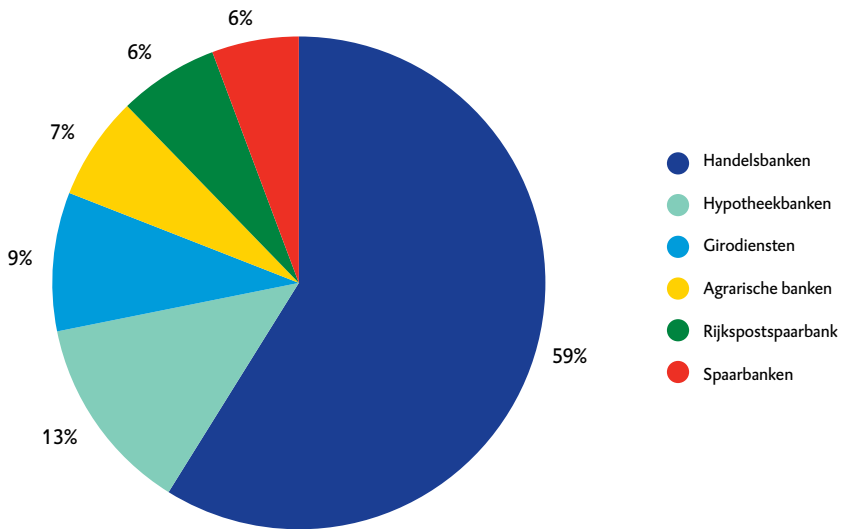
In de tussenoorlogse periode bleven munten voor de meeste mensen en kleine bedrijven het gangbare betaalmiddel. Het girale betalingsverkeer stond nog in de kinderschoenen. Giraal geld werd primair gebruikt voor grootzakelijke betalingen. Daar kwam bij dat het hier ging om betalingen tussen klanten van dezelfde bank; overschrijvingen naar de rekening van klanten van andere banken waren duur en kostten te veel moeite (DNB 2002: 15). Wel werden vanaf 1937 pogingen ondernomen om door middel van een bankgirosysteem een goedkoper en sneller alternatief te ontwikkelen voor betalingen door middel van cheques. Met nog 25 clearingbanken leverde dat echter nog nauwelijks tijd- of kostenvoordelen op. Voor grotere transacties kregen DNB-bankbiljetten dan ook de voorkeur boven girale betalingen.

De handelsbanken richtten zich vooral op ondernemingen en rijke burgers. Girale tegoeden en betalingen bij die banken waren dan ook primair gekoppeld aan het bedrijfsleven. Met name kleine ondernemers vielen hierdoor tussen wal en schip: ze moesten wel vaak betalingen doen over grotere afstand, maar de faciliteiten hiertoe (het opstellen van wissels of het verzenden van bankbiljetten per post) waren duur en omslachtig. Om het girale betalingsverkeer voor een breder publiek – burgers en kleine ondernemingen – toegankelijk te maken, richtte de Nederlandse overheid in 1918 de Postcheque- en Girodienst (PCGD) op. Na oprichting groeide de PCGD snel: van 33.000 rekeninghouders in 1920 tot 113.000 in 1925 (Peekel en Veluwenkamp 1984: 14; Van Zanden 1997b: 129). Gelijktijdig met dit landelijke initiatief was ook op gemeentelijk niveau sprake van innovatie. In Amsterdam ontstond een plan om met behulp van een giraal betaalsysteem het betalingsverkeer van gemeentelijke diensten efficiënter te maken: de zogeheten gemeentegiro (Lelieveldt 2017).

Al met al werd in deze periode dus de kiem gezaaid voor de latere wijdverbreide populariteit van giraal geld. Was rond 1900 nog maar 20 procent van de geldhoeveelheid giraal, in 1920 was dit al opgelopen tot boven de 50 procent. Toch stokte dit proces daarna. Tot de Tweede Wereldoorlog daalde het aandeel tot rond de 40 procent. Dit had te maken met de problemen die het bankwezen ondervond begin jaren twintig en de toenemende bezorgdheid in de jaren dertig over de economische en politieke situatie (zie hieronder; Van Zanden 1997b).

### 3.2.2 FINANCIERING

Na de Eerste Wereldoorlog was het Nederlandse bankwezen nog altijd kleinschalig en gesegmenteerd. Handelsbanken hielden zich bezig met kortlopende kredieten en het aanbieden van rekening courant aan bedrijven en rijkere burgers. Enkele honderden spaarbanken (waaronder de in 1881 opgerichte Rijkspostspaarbank) richtten zich op de kleine spaarders uit stedelijke gebieden, maar hielden zich verder niet bezig met kredietverlening aan het bedrijfsleven; op de bezittingenkant van hun balansen stonden vooral publieke leningen (staatsobligaties). Het platteland werd voor spaarfaciliteiten en kredietvraag bediend door een netwerk van ongeveer 1000 coöperatieve landbouwkredietinstellingen, met een aantal rekeninghouders dat vrijwel even groot was als het totale aantal agrarische bedrijven. Hypotheekbanken hielden zich bezig met de financiering van vastgoed op basis van zogenaamde ‘pandbrieven’. De girale betaaldienst voor burgers en kleine ondernemers zou vanaf dat moment het terrein worden van de PCGD. Figuur 3,3 toont de verhouding tussen de verschillende typen Nederlandse banken (in termen van omvang van de bankbalans) in 1923.

**Figuur 3.3** Aandeel verschillende type banken in totaal van bankbalans (1923)

Bron: Van Zanden (1997b: 127)

Toch was het bankwezen duidelijk aan een opmars bezig. De sluiting van de beurs bij het uitbreken van de Eerste Wereldoorlog droeg hieraan bij: ondernemers en geldverstrekkers waren hierdoor meer op banken aanwezen. Wat ook hielp was de economische groei: mede door de neutraliteit tijdens de Eerste Wereldoorlog groeide de Nederlandse economie tijdens en na de oorlog relatief snel. Met 3,4 procent per jaar lag de groei tussen 1913 en 1929 meer dan een procentpunt boven het West-Europees gemiddelde (Van Ark en De Jong 1996: 201). Ook zette de industrialisatie zich verder voort. Hoge winsten in de landbouw en de handel werden in toenemende mate bij het bankwezen gestald. Dit alles stimuleerde (en werd gestimuleerd door) de verdere ontwikkeling van het bankwezen. Om de grotere bedrijven te kunnen bedienen zetten banken zelf ook in op schaalvergroting. Banken werden nog actiever bij de financiering van industrialisatie en speelden in sommige gevallen ook een actieve rol bij het opzetten van industriële ondernemingen. Tussen 1910 en 1923 verdubbelden bankiers hun commissariaatszetels bij industriële ondernemingen, waarmee zij aanzienlijke invloed verwierven. De verwevenheid met het bedrijfsleven nam dan ook toe: tal van bedrijven – industriële, mkb en boeren – werden afhankelijk van (kortlopende) bankfinanciering. In de jaren 1918-1920 was zelfs sprake van een zeer grote vraag naar langetermijnfinanciering voor grootschalige investeringen (Van Zanden 1997a: 128-131).

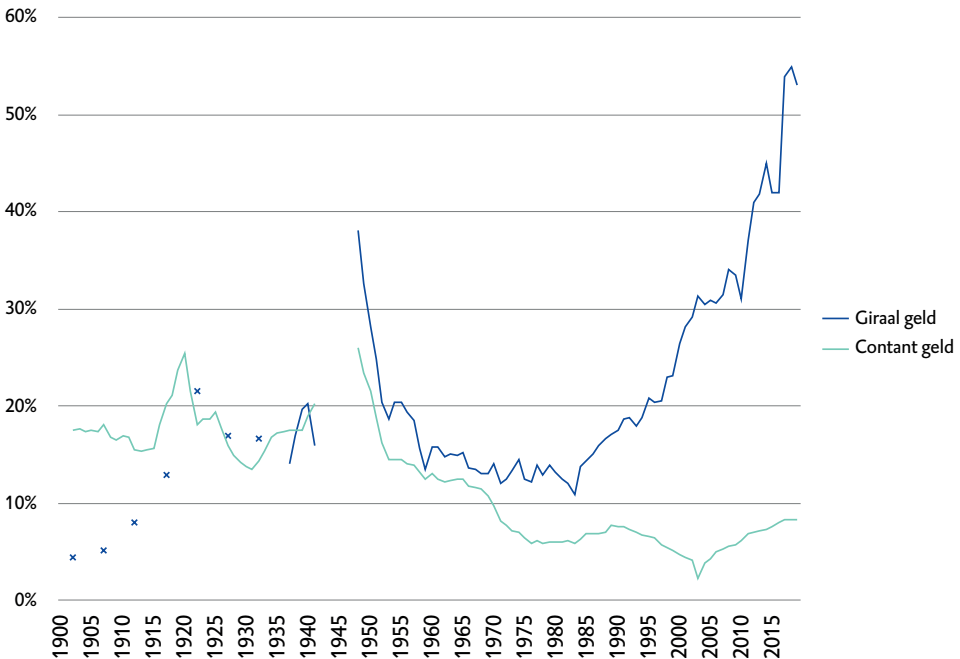
Na een piek in 1920 stagneerde de Nederlandse economie, mede door financiële en economische problemen in Duitsland. Economische problemen vertaalden zich naar de banken. In 1921 vond een aantal bankrups plaats op kleinere banken, maar

in 1922 werd gevreesd voor een run op girale tegoeden in het complete bankwezen. DNB zag zich genoodzaakt om verschillende banken bij te staan: twee middelgrote banken (de Bank-Associatie en de Rotterdamse bank Marx & Co) en verschillende kleine banken. Daarbij maakte DNB flinke verliezen. Dat leidde ertoe dat DNB niet in staat was om de grote Rotterdamsche Bankvereniging te ondersteunen en zich genoodzaakt zag om de overheid om financiële hulp te vragen voor de reorganisatie. Een vergelijkbare zet werd een jaar later gedaan bij de reorganisatie van de Centrale van Middenstandsbanken (Stoffer 1986; Van Zanden 1997b: 143-144).

Ondanks de problemen had de bankencrisis van 1921-1923 geen grote negatieve economische gevolgen. In 1922 en 1923 was zelfs sprake van economische groei. Door het uitblijven van massale bankfaillissementen bleef het publiek vertrouwen in banken gewaarborgd, al was wel sprake van een stagnatie in de groei van het aandeel girale tegoeden in de geldhoeveelheid. Zoals figuur 3.4 laat zien hadden de bankproblemen daarnaast gevolgen voor de omvang van geldhoeveelheid: waar die met name na 1910 sterk was gestegen ten opzichte van het bbp, liep deze in de daaropvolgende periode weer terug.

**Figuur 3.4 Omvang van giraal en contant geld**

M1, percentage van bbp, 1900-heden



Bronnen geldhoeveelheid: De Jong (1967); De Vries (1989); CBS Statline; DNB Statistieken

Bronnen bbp: Smits et al. (2000); Van der Bie (1997); CBS (2001); CBS Statline.

Wat wel veranderde was de bereidheid van de handelsbanken om zich bezig te houden met industriefinanciering: intensieve relaties met het bedrijfsleven werden beëindigd, het aantal bankierscommissariaten nam sterk af en de verhouding van balanstotalen ten opzichte van het nationaal inkomen daalde. Ook was sprake van een relatieve achteruitgang van de positie van de handelsbanken en een groei van meer gespecialiseerde instellingen (agrarische banken en spaarbanken). Door de grotere voorzichtigheid bij zowel banken als bij DNB, bleef het Nederlandse bankwezen wel gevrijwaard van financiële problemen tijdens de Grote Depressie in de jaren dertig. In tegenstelling tot veel andere Europese landen deed zich geen nieuwe bankencrisis voor: de reserves bij banken en bij DNB waren zo groot dat er geen vertrouwenscrisis ontstond. De schaduwkant hiervan was dat Nederland heel lang kon vasthouden aan de gouden standaard, wat zorgde voor een dure gulden en een slechte concurrentiepositie. Dit had grote negatieve economische gevolgen (Van Zanden 1997a; Jonker 1999: 69; zie hieronder).

### 3.2.3 BELEID EN REGELGEVING

Bij het uitbreken van de Eerste Wereldoorlog had Nederland – net als andere landen – de inwisselbaarheid van geld in goud opgeschort. Nederland stapte dus af van de gouden standaard. Ook werd de wettelijke dekkingsgraad van DNB-bankbiljetten verlaagd: waar DNB eerst 40 procent van de waarde van uitgegeven bankbiljetten moest aanhouden in munten of edelmetaal, werd dit in 1914 verlaagd tot 20 procent. Na de oorlog werd getracht het vooroorlogse monetaire raamwerk op basis van de gouden standaard te herstellen. In 1925 besloten veel landen, waaronder Nederland, tot herinvoering van deze standaard. Dit ging echter met veel problemen gepaard. Het droeg in vergaande mate bij aan de Grote Depressie van de jaren dertig. Deze crisis begon in de vs en verspreidde zich vervolgens snel over de wereld (Eichengreen 1992; zie box 3.4).

#### Box 3.4 Crisis in de vs: *Banking Act* en het *Chicago Plan*

De vs raakten vanaf 1929 in een hevige financieel-economische crisis. In de jaren daarvoor hadden miljoenen Amerikanen hun geld belegd in aandelen, in veel gevallen deels gefinancierd met van de bank geleend geld. Toen de beurs crashte in oktober 1929 (Zwarte Donderdag) zagen dus niet alleen tal van Amerikanen hun beleggingen verdampen, maar waren mensen ook niet in staat het geleende geld terug te betalen. Het bankwezen werd hard geraakt. Dit leidde tot vier golven van bankruns, waarvan de vierde (in 1933) de ergste was. Al met al waren er in deze periode zo'n 7.000 bankfaillissementen. De FED had hierin een belangrijk aandeel, zij was terughoudend bij het ondersteunen van in moeilijkheden verkerende banken. De criteria voor het verlenen van noodhulp waren zo streng dat veel banken uiteindelijk ten onder gingen. Dit leidde tot een negatieve spiraal van paniek bij banken en rekeninghouders, verslechterde economische omstandigheden en vele bedrijfsfaillissementen – wat vervolgens leidde tot een ingrijpende

hervorming van het bankwezen. De economische malaise was ongekend: het reële nationale inkomen daalde in de VS met 30 procent en de werkloosheid liep op tot meer dan 20 procent van de beroepsbevolking (Konzelmann et al. 2010; Coljé 1988; Romer en Romer 2003).

In reactie op de Amerikaanse financiële crisis introduceerde de Roosevelt-regering een veelheid aan hervormingen. Zo werd de verwevenheid tussen effectenmarkten en het bankwezen aangepakt door commerciële banken te verbieden zich met effectenhandel bezig te houden.<sup>7</sup> Ook werd een depositogarantiestelsel geïntroduceerd, primair in reactie op de vele bankrups. Daarnaast werden de bevoegdheden van de FED om in geval van nood het bankwezen te ondersteunen verruimd. Een aantal prominente economen verbonden aan de Chicago School, waaronder Frank Knight en Henry Simons, vond deze maatregelen echter onvoldoende en bepleitten verdergaande maatregelen. Zij stelden voor om tot een nog scherpere scheiding te komen binnen het bankwezen: banktegoeden dienden te worden afgescheiden van risicovolle activiteiten en volledig te worden gedekt door contant geld, centralebankreserves of staatsobligaties. Hiermee zou de overheid meer controle kunnen uitoefenen op het monetair-financieel systeem en zouden bankrups worden geëlimineerd, omdat banktegoeden volledige dekking hebben. Hierdoor zou de depositogarantie overbodig worden. Hoewel zij deze ideeën onder de aandacht van de Roosevelt-regering brachten, werden de plannen niet geïmplementeerd (Benes en Kumhof 2013; Laina 2015). Wel vormen deze plannen de basis voor de hedendaagse pleidooien (waaronder die van Stichting Ons Geld) voor ingrijpende hervormingen van het monetair-financieel systeem. In hoofdstuk 5 gaan we uitgebreid in op deze ideeën.

Europese landen werden meegezogen in de problemen van de VS. Dit begon met een financiële crash in Oostenrijk en Duitsland. Amerikaanse banken die leningen hadden uitstaan bij banken in deze landen trokken massaal hun geld weg met het oog op de problemen in eigen land. De Oostenrijkse en Duitse centrale banken hadden slechts beperkte voorraden goud om op een geloofwaardige manier hun bankwezen te ondersteunen. Internationale hulp bleef echter uit – met name Frankrijk was sceptisch over het verlenen van steun aan deze landen. Daarop probeerden Duitse en Oostenrijkse centrale banken hun tegoeden bij Engelse banken om te zetten in goud, wat weer problemen veroorzaakte in het Verenigd Koninkrijk. De *Bank of England* bleek onmachtig om de uitstroom van goud te keren en in 1931 besloten de autoriteiten dan ook om af te stappen van de gouden standaard. Veel andere landen volgden dit voorbeeld. Daar waar vóór 1914 een internationale samenwerking tot stand kwam om de gouden standaard te handhaven, was in de jaren twintig de bereidheid tot samenwerking afwezig, waardoor het vasthouden aan deze standaard juist leidde tot instabiliteit (Temin 1993; Eichengreen en Temin 2000; Moessner en Allen 2010).

In Nederland was juist sprake van een sterke goudinstroom, deels omdat DNB zelf meedeed aan de 'run' op de *Bank of England*, maar ook omdat mensen Nederland zagen als veilige haven. Nederland bleef dan ook lang vasthouden aan de koppeling met goud. DNB en het ministerie van Financiën verdedigden de goudkoppeling in morele termen: devaluatie werd gezien als valsmunterij (Langeveld 2009). Andere landen hadden hun munt wel laten devalueren, door de koppeling met goud los te laten. De 'blijvers' betaalden een hoge prijs, want het schaadde hun internationale concurrentiepositie flink: hun producten werden duur in vergelijking met andere landen. Vooral de Nederlandse landbouw moest het flink ontgelden. De Nederlandse economie ging stevig onderuit en de werkloosheid liep op tot bijna 20 procent van de beroepsbevolking (CBS 2009). Het is dan ook niet verwonderlijk dat vanuit het Nederlandse bedrijfsleven de roep klonk om te devalueren. Pas in september 1936, vijf jaar na het VK, besloot de Nederlandse regering van de gouden standaard af te stappen. De reden was echter niet dat de autoriteiten overtuigd waren van de onwenselijkheid ervan, maar dat de Nederlandse positie onhoudbaar was geworden nadat ook Zwitserland en Frankrijk de inwisselbaarheid hadden opgeschort (Van Zanden 1997a: 148-151).

In veel landen waren de economische problemen van de jaren dertig ontstaan door een financiële crash. In reactie daarop verscherpten overheden toezicht en regulering. Beleidsmakers splitsten banken op, legden internationaal kapitaalverkeer aan banden, stelden veel strengere eisen aan het schokabsorberend vermogen en gingen kredietverlening intensief reguleren. Nederland vormde de uitzondering – doordat het bankwezen niet in problemen kwam in de jaren dertig was er minder urgentie om hervormingen door te voeren. Toch werden na de Tweede Wereldoorlog ook hier beleid en toezicht aangescherpt en geformaliseerd. Ook in andere landen kwam financiële regulering pas na 1945 goed van de grond. We bespreken deze ontwikkelingen in de volgende paragraaf.

### 3.2.4 **SAMENVATTING: GELDSCHEPPING IN DE TUSSENOORLOGSE PERIODE**

Voor de meeste Nederlanders bleef in deze periode muntgeld het gangbare betaalmiddel. Bankbiljetten waren nog steeds iets voor de rijkere en voor grote transacties. Wel werd met de introductie van het tienguldenbankbiljet en de inflatie ten tijde van de Eerste Wereldoorlog de drempel voor burgers verlaagd om ook met biljetten te betalen. Giraal betalen kreeg een flinke steun in de rug door de introductie van publieke girodiensten, al bleef dit voor veel burgers nog buiten bereik. Giraal betalen was voor het bedrijfsleven wel gangbaar, maar bancaire dienstverlening op dit gebied bleef duur en omslachtig. DNB ontplooidde zich meer en meer als 'bank van de banken', zij het met horten en stoten. Gaandeweg richtte DNB zich primair op het aanschaffen (in jargon: herdisconteren) van kredieten verstrekt door de commerciële banken. Daarmee werd geldschepping meer en meer



gekoppeld aan het kredietbeleid van commerciële banken. Dit kredietbeleid was ook veranderd: banken waren zich naast korte handelskredieten ook meer gaan richten op langlopende industriefinanciering.

Met de herinvoering van de gouden standaard werden geldschepping, monetair beleid en stabiliteitsbeleid weer sterk afhankelijk van de vraag naar en het aanbod van goud. De vaste goudkoppeling speelde een belangrijke rol bij de mondiale financieel-economische malaise van de jaren dertig. Het belemmerde centrale banken bij het goed uitvoeren van hun stabiliteitstaken (het verschaffen van liquiditeit in geval van nood). Ook was er weinig bereidheid bij overheden om andere landen die in problemen verkeerden bij te staan: alle landen wilden goud behouden of terugvorderen van andere landen. Hierdoor ontstond een wereldwijde run op goud die uiteindelijk voor iedereen slecht uitpakte. Nederland bleek net als in de negentiende en begin twintigste eeuw zeer gevoelig voor deze internationale dynamiek, maar koos nu voor een andere strategie. Eerder koos Nederland voor herziening van metaalkoppelingen toen internationale ontwikkelingen daar aanleiding toe gaven. In de jaren dertig was de gouden standaard echter tot geloofsartikel verheven, met als gevolg dat Nederland de bakens pas verzette toen het echt niet anders meer kon.

### **3.3 BRETTON WOODS-PERIODE (1945-1973)**

Door de Grote Depressie was in aanloop naar de Tweede Wereldoorlog het internationale monetair-financieel systeem al sterk gefragmenteerd geraakt. De oorlog zelf betekende vanzelfsprekend een nog grotere verstoring, ook in Nederland. In de laatste jaren voor de oorlog waren mensen uit voorzorg hun munten gaan opsparen. Om die reden had het ministerie van Financiën in 1938 papieren guldens en rijksdaalders laten drukken – zogeheten ‘zilverbonnen’ of ‘muntbiljetten’. Tijdens de Duitse bezetting werd deze praktijk door de bezetter op grote schaal voortgezet, met als gevolg een zeer sterke toename van de geldhoeveelheid. Ook de girale geldhoeveelheid was vergaand vergroot en daarmee was de hefboom van banken structureel toegenomen. Na de bevrijding zag de nieuwe Nederlandse regering zich genoodzaakt om een ‘geldzuivering’ door te voeren.<sup>8</sup>

Na de oorlog probeerden landen – middels het in 1944 overeengekomen Bretton Woods-akkoord – het internationaal monetair-financieel systeem zodanig vorm te geven dat landen meer bewegingsvrijheid hadden én internationale verstoringen minder makkelijk het systeem als geheel konden ontwrichten. Hoewel er wederom voor een edelmetalkoppeling werd gekozen – valuta werden gekoppeld aan de dollar en deze op zijn beurt aan goud – was door Bretton Woods toch sprake van een grote beleidswending. Deze wending zat zowel in de formalisering van internationale samenwerking op het gebied van monetair-financiële kwesties als in de specifieke keuzes die gemaakt werden, waaronder het aan banden leggen van

internationale financiële transacties. De sterke regulering van financiële markten was onderdeel van breder overheidsbeleid om ervoor te zorgen dat de financiële sector beter zou bijdragen aan economisch herstel en verdere ontwikkeling. Door toenemende welvaart ging de financiële sector zich ook langzaam steeds meer richten op alle burgers. Aan het eind van deze periode vervaagden de scheidingslijnen tussen verschillende typen banken geleidelijk.

### 3.3.1 GELD EN BETALEN

Vanaf eind jaren vijftig nam het belang van giraal geld verder toe. In de jaren na de Tweede Wereldoorlog was de verhouding contant en giraal geld ongeveer gelijk. Vanaf de tweede helft van de jaren vijftig hield de girale geldgroei ongeveer gelijke tred met die van de economie, terwijl het gebruik van contant geld verder daalde. In 1975 was de verhouding ruwweg 70-30 procent in het voordeel van giraal geld.

In 1968 waren er ruim een miljoen rekeningen bij de Postcheque- en Girodienst (Peekel en Veluwenkamp 1984: 3). Administratieve automatisering creëerde de mogelijkheid om salarisbetalingen op girale wijze te verrichten. Werkgevers en overheid zagen belangrijke voordelen ten opzichte van de dure en arbeidsintensieve procedure van contante betalingen (Lelieveldt 2017: 9). Daarnaast werd giraal betalen steeds aantrekkelijker. De PCGD en gemeentelijke girodiensten introduceerden belangrijke innovaties. In 1961 was de Gemeentegiro Amsterdam bijvoorbeeld de eerste Nederlandse bank die giropassen uitgaf waarmee in winkels betaald kon worden. In 1969 plaatste zij als eerste bank een gelduitgifteautomaat (Van Engelen 2009: 37).

Daarnaast was sprake van toenemende concurrentie tussen de verschillende financiële partijen om de gunst van de burger. Tot de jaren zestig hadden de verschillende typen banken elk hun eigen werkterrein en klantenbestand. Door de sterke economische groei werden burgers snel welvarender. Na een primaire focus op het bedrijfsleven probeerden banken nu klanten bij de PCGD weg te lokken. Dit deden zij met het aanbieden van rentes op betaalrekeningen en met de introductie van gedekte cheques die consumenten konden gebruiken in binnen- en buitenland. Gaandeweg vervaagden grenzen tussen de verschillende typen banken en transformeerden zij in algemene (universele) banken. In bepaald opzicht bleef echter nog sprake van gescheiden werelden: er waren twee parallelle betaalsystemen: één van de publieke PCGD, de ander van een samenwerkingsverband van private banken (DNB 2002).

### 3.3.2 FINANCIERING

Vlak na de oorlog stond de Nederlandse economie er beroerd voor. Fabrieken lagen stil, bedrijven waren dicht en de materiële schade was enorm. Ook werd niet meer dan 37 procent van de import gedekt door de export, wat op termijn natuurlijk onhoudbaar zou zijn (Van Zanden 1997a: 174). De overheid zag zich genoodzaakt

tot ingrijpende maatregelen om wederopbouw te stimuleren, een actieve benadering die werd ingegeven door zowel de ervaringen van de Grote Depressie als de daaropvolgende oorlog. De overheid zag de financiering daarbij als essentiële schakel voor de wederopbouw. Net als andere Europese overheden reguleerde de Nederlandse regering de groei, allocatie en prijs van krediet. Banken moesten vooraf toestemming vragen voor krediet hoger dan 50.000 gulden en DNB moest erop toezien dat alleen leningen 'die essentieel waren voor de wederopbouw' werden verstrekt (Barendregt en Visser 1997: 187). Op deze manier wilde de overheid ervoor zorgen dat krediet productief werd aangewend (zie ook subparagraaf 3.3.3).

Daarnaast richtte de overheid – wederom net als andere Europese landen – zelf financiële instellingen op om herstel te bevorderen. Een vooroorlogs initiatief (de in 1935 opgerichte Maatschappij voor Industriefinanciering) was nog geflopt door een veel te laag startkapitaal. De in 1946 opgerichte Nederlandse Herstelbank verschafte echter met succes financiering aan industriële bedrijven, onder garantie van de overheid. De in 1951 opgerichte Export Financieringsmaatschappij droeg bij aan het stimuleren van de Nederlandse export (Posthuma 1955; Van Riel 2016).

Naarmate de economie zich verder herstelde, veranderde ook de rol van de financiële sector. Door de economische groei groeide de kredietvraag van het bedrijfsleven sterk. Ook bleek bij veel bedrijven dat ingehouden winsten niet langer voldoende waren voor de financiering van investeringen en voor schaalvergroting. De Herstelbank en de Export Financieringsmaatschappij konden niet aan deze groeiende investeringsvraag voldoen. In reactie daarop gingen commerciële banken zich, na decennia van terughoudendheid, weer meer interesseren in het verstrekken van langlopend krediet aan het Nederlandse bedrijfsleven. Dit vereiste wel een goede basis van contanten en centralebankreserves, maar juist op dit vlak zagen de banken zich voor een probleem gesteld (WRR 2016: 67-68).

Door toenemende welvaart onder de Nederlandse bevolking en een gelijkmatigere spreiding van deze welvaart, kwam een sterk groeiend en relatief steeds groter deel van de geldhoeveelheid in handen van mensen in loondienst. Zij waren echter gewend om dit geld, nog steeds veelal uitgekeerd door middel van het loonzakje, aan te houden in contanten of (in toenemende mate) op giro- en spaarrekeningen, zoals bij de PCGD/Rijkspostspaarbank. Dit betekende dat wanneer banken leningen verstrekten aan bedrijven en daarbij nieuwe girale tegoeden creëerden, een steeds groter deel hiervan *buiten* het commerciële bankwezen terecht kwam. Omdat hierdoor contanten en centralebankreserves wegstroomden, vormde dit een rem op de mogelijkheden voor banken om nieuwe kredieten te verstrekken en daarmee een rem op girale geldschepping. Om te voorkomen dat reserves bleven weglekken, gingen banken zich daarom steeds meer richten op het aanbieden betaalrekeningen. Het gevolg was dat bedrijfsfinanciering en het spaargeld van burgers meer en meer verweven raakten (Peekel en Veluwenkamp 1984: 22-23).

Sterkere concurrentie leidde tot een ingrijpende fusie- en consolidatieslag. In 1964 fuseerden de Nederlandsche Handel-Maatschappij en de Twentsche Bank tot Algemene Bank Nederland (ABN) en gingen de Amsterdamsche Bank en de Rotterdamsche Bank samen verder als Amsterdam-Rotterdam Bank (AMRO). In 1972 fuseerden de koepels van agrarische coöperaties in de Coöperatieve Centrale Raiffeisen-Boerenleenbank (Rabobank). De kleinere spaarbanken (waarvan er in 1960 nog 266 waren), de Rijkspostspaarbank en de girale instellingen moesten het flink ontgelden in deze concurrentieslag. Ondanks vele fusies verloren spaarbanken marktaandeel. De Amsterdamse gemeentegiro werd in 1976 onderdeel van de PCGD. Ook gingen de PCGD en de Rijkspostspaarbank meer samenwerken – een opstap voor de latere fusie in de Postbank, die later weer op zou gaan in ING.

### 3.3.3 BELEID EN REGELGEVING

In de naoorlogse periode kwam het monetaire beleid in veel Europese landen primair in het teken te staan van het bevorderen van economische groei en het maximaliseren van werkgelegenheid. Het zorgdragen voor de inwisselbaarheid van geld in edelmetaal – voorheen het voornaamste doel van beleid – kwam daarbij op de tweede plaats te staan (Forsyth en Notermans 1997: 40-48). Ook nam de invloed van de politiek toe: centrale banken verloren in veel landen op dit terrein hun autonomie en ministeries van Financiën namen taken over (Goodhart 2010). Hoewel dit wellicht in mindere mate gold voor DNB, lag ook in Nederland de uiteindelijke verantwoordelijkheid voor monetair beleid bij het ministerie van Financiën. De ‘schaduw van hiërarchie’ lag altijd over het handelen van de centrale bank (De Greef et al. 1997). Daarnaast werden veel centrale banken die voorheen nog private instellingen waren genationaliseerd (DNB in 1948), met het oog op het publieke belang van monetair beleid (Capie et al. 1994).

Voor het faciliteren van de nationale beleidsruimte werden ook internationale afspraken gemaakt. Het Bretton-Woodsakkoord (vernoemd naar de Amerikaanse plaats waar in 1944 een veertigtal landen dit akkoord sloten) vormde een belangrijke vernieuwing. In het Bretton-Woodsregime was indirect nog steeds een koppeling met goud: overheden koppelden hun valuta aan de Amerikaanse dollar, die vervolgens weer was gekoppeld aan goud. Daarom spreekt men ook wel van de ‘dollar-gold exchange standard’.<sup>9</sup> Overheden legden internationale financiële transacties aan banden. Ook binnen de nieuw opgerichte Europese Economische Gemeenschap waren kapitaalcontroles de regel (Bakker 1996). Door de kapitaalrestricties ontstond er enige vrijheid om het monetair beleid te richten op de binnenlandse conjunctuur. Het bekende ‘monetair trilemma’ uit de economische theorie stelt dat landen de keuze hebben uit maximaal twee van de volgende drie opties: (1) vaste wisselkoersen, (2) zelfstandig monetair beleid en (3) volledige vrijheid van kapitaalverkeer (Obstfeld en Taylor 1998). Met het Bretton-Woodsakkoord kozen overheden dus voor de eerste twee opties.

Ook op een ander punt verschilde het Bretton-Woodsregime wezenlijk met de periode daarvoor. Om het probleem van tijdelijke tekorten op de lopende rekeningen van een land op te lossen werd het IMF toegerust met een omvangrijke kapitaalvoorraad waarmee leningen konden worden verstrekt aan landen in de problemen. In geval van een structureel negatieve handelsbalans bestond de expliciete mogelijkheid om wisselkoersen aan te passen. Door die mogelijkheid hoefden landen niet direct over te gaan tot reële aanpassingen in lonen en prijzen. De behoefte aan deze gereguleerde flexibiliteit was – naast de noodzaak van internationale coördinatie – een belangrijke les van de tussenoorlogse periode (Feinstein et al. 1997: 204). Nederland maakte eind 1949 (in navolging van het Verenigd Koninkrijk) gebruik van deze optie en devalueerde met 30 procent ten opzichte van de dollar (Bakker en Van Lent 1989: 170). Ondanks deze veranderingen bleek ook deze variant van de gouden standaard uiteindelijk niet houdbaar (zie box 3.5).

### Box 3.5 De ondergang van de goud-dollarstandaard

Hoewel in het Bretton-Woodsstelsel goud nog steeds een rol speelde, was de koppeling veel indirecter, namelijk via de dollar. Doordat de internationale reserves (dollars in plaats van goud) door de FED konden worden vergroot, leidde deze standaard, in tegenstelling tot de gouden standaard, niet tot grote problemen op het gebied van internationale stabiliteit. Wel gaf het de Verenigde Staten als hofleverancier van de internationale reserve een groot voordeel boven andere landen (Eichengreen 2011).

Het nadeel van het kunnen uitbreiden van de internationale reserves – zoals voorzien door de Belgisch-Amerikaans econoom Robert Triffin, maar ook door Keynes tijdens de onderhandelingen over Bretton Woods in 1944 – is bovendien dat naarmate een relatieve ‘overvloed’ aan internationale reserves groter zou worden, de ruilvoet van de VS werd uitgehold en de koppeling tussen de dollar en het goud gaandeweg ongeloofwaardig zou worden. Naarmate buitenlandse centrale banken steeds grotere claims op de Amerikaanse goudvoorraad kregen, kon op termijn een ‘run’ op deze voorraad ontstaan, zelfs al controleerden de VS twee derde van de mondiale goudvoorraad.

Dit is precies wat eind jaren zestig en begin jaren zeventig gebeurde. De sterke groei van de wereldhandel en de Europese economieën had de vraag naar liquiditeit op een structureel hoger plan gebracht, waardoor de gouddekking was teruggelopen van 55 procent in 1944 naar 22 procent in 1970. Omvangrijke kapitaalexporten in verband met hulpprogramma’s en de Vietnamoorlog schroefden het probleem verder op. Vanaf begin 1965 trachtte met name Frankrijk onder De Gaulle de Amerikaanse dominantie bovendien te ondermijnen door dollars in goud om te zetten en te pleiten voor een terugkeer naar de gouden standaard. In augustus 1971 besloot de Amerikaanse president Nixon om de inwisselbaarheid van dollars in goud op te schorten,

waarmee zowel de laatste koppeling tussen geld en goud als de transatlantische monetaire band verdween. In 1973 werd de ont koppeling definitief. Voorheen gekoppelde munten gingen over op een zwevende wisselkoers. Nederland ging al snel over op een feitelijke D-markkoppeling.

DNB kreeg met de Bankwet (1948) de opdracht “de waarde van de Nederlandse geldeenheid te reguleren op zodanige wijze als voor ’s lands welvaart het meest dienstig is, en daarbij die waarde zoveel mogelijk te stabiliseren” (geciteerd in Renselaar en Stokman 2001: 8). Het monetair beleid werd hiermee primair gekoppeld aan het maatschappelijk belang (’s lands welvaart). Nederland hanteerde hiertoe een aantal instrumenten. Een van die instrumenten was kapitaalcontroles. Deze waren oorspronkelijk bedoeld om een *uitstroom* van kapitaal te voorkomen, zodat het kapitaal in Nederland kon worden aangewend voor de wederopbouw. Met het economisch herstel en het herstel van de handelsbalans ging het echter gaandeweg meer om het voorkomen van een al te grote *instroom* van financiering. DNB vreesde dat deze instroom inflatoire effecten zou hebben. Nederland was dan ook een van de eerste Europese landen die controles op kapitaaluitstroom ophief (Bakker 1996). Naast kapitaalcontroles hanteerde DNB ook andere directe instrumenten om kredietgroei te sturen. In grote lijnen bestonden die uit restricties op korte kredieten en op negatieve saldo’s op betaalrekeningen. Een al te sterke kredietgroei zou immers via oververhitting van de economie en geldgroei kunnen leiden tot toenemende inflatie (Barendregt en Visser 1997: 189).

Deze kredietcontroles waren bedoeld voor zowel prijsstabiliteit als financiële stabiliteit (De Greef et al. 1997). Met de Wet Toezicht Kredietwezen (1952) had DNB eindelijk formeel verantwoordelijkheid gekregen voor de stabiliteit van het Nederlandse bankwezen (Coljé 1988: 11). Hiervoor had DNB naast kredietcontroles nog andere beleidsinstrumenten: kapitaalvereisten en liquiditeitsregels. De kapitaalregels hadden betrekking op de vraag in hoeverre het eigen vermogen voldoende was om verliezen te kunnen opvangen zonder dat de bank direct insolvent is. Deze eisen hielden in dat het eigen vermogen van banken ten minste 20 procent van de risicodragende bezittingen moest bedragen (Van Eekelen 1987; Coljé 1988). De liquiditeitsregels hadden betrekking op de vraag of banken voldoende centralebankreserves of eenvoudig liquide te maken bezittingen aanhielden (zoals staatsobligaties). Deze eisen beoogden primair om geldschepping in de hand te houden (Eijffinger 1983).<sup>10</sup> Verder beoogden zij de mismatch tussen de looptijd van bancaire kredieten en verplichtingen te beperken: elke bank moest ervoor zorgen dat lange kredieten (meer dan twee jaar) geheel werden afgedekt door langlopende verplichtingen (waaronder spaargeld).

Daarnaast was er het zogenaamde structuurbeleid: het handhaven van bepaalde scheidslijnen *binnen* het bankwezen en *tussen* het bankwezen en andere (financiële en niet-financiële) sectoren. Dit beleid reguleerde welke activiteiten verschillende type banken mochten ontplooien en aan welke soorten regelgeving zij onderhevig waren. Dit beoogde een zekere segmentering in de sector te handhaven. Ook was het structuurbeleid bedoeld om te voorkomen dat er te grote banken of financiële conglomeraten zouden ontstaan en dat banken aandeelhouder zouden worden in niet-financiële bedrijven. Dit enerzijds om de (markt)macht van banken te beperken, anderzijds om transparante eigendomsverhoudingen te waarborgen om zo effectief toezicht te kunnen blijven uitoefenen. DNB kreeg dus invloed op de concurrentieverhoudingen binnen de sector: fusies en overnames moesten aan DNB worden voorgelegd en enkel bij een ‘verklaring van geen bezwaar’ kon een fusie doorgang vinden (Van Eerden 2001).

In de praktijk was DNB waar het op fusies aankwam erg flexibel, zoals blijkt uit de hierboven beschreven consolidatieslag en vorming van universele banken in de jaren zestig. Achtergrond daarbij was het idee dat binnen de zich vormende Europese markt Nederlandse banken een minimale omvang dienden te hebben om succesvol te kunnen opereren. Doordat algemene banken vanuit hun achtergrond in veel mindere mate verplicht werden zich te beperken in hun activiteiten en zich door het verbinden daarvan voordeliger konden financieren, nam de dominantie van dit type bank toe.

### 3.3.4 **SAMENVATTING: GELDSCHEPPIING IN DE BRETTON-WOODSPERIODE**

Op het gebied van betalen en sparen was er in de naoorlogse periode sprake van een definitieve doorbraak van giraal geld. Door automatisering, schaalvergroting en professionalisering was het aanbieden van girale rekeningen en het verwerken van betalingsverzoeken een stuk eenvoudiger en goedkoper geworden, ook tussen banken onderling. Door toenemende en gelijkmatiger verdeelde welvaart kwam ook een steeds groter aandeel van de geldhoeveelheid terecht bij mensen in loondienst. De meeste mensen gaven niettemin nog altijd de voorkeur aan het publieke girostelsel of aan contant geld. Voor private banken vormde dit in toenemende mate een rem op kredietverlening en daarmee op geldschepping: zij zagen een groter aandeel van reserves en contanten wegvloeien, waardoor zij minder makkelijk nieuwe leningen konden verstrekken. In reactie hierop gingen zij zich meer en meer richten op de consument en vormden zij zich langzaam om tot algemene banken. Dit alles ging bovendien gepaard met een proces van schaalvergroting en branchevervaging.

Ook overheidsbeleid speelde een belangrijke rol op het gebied van kredietverlening. Krediet- en rentelimiten en allocatieregels waren beleidsinstrumenten die gericht waren op het stimuleren van de economische bijdrage van financiële dienstverlening, het beperken van inflatie en opwaartse druk op de rente in de

context van vaste wisselkoersen en het beperken van financiële instabiliteit. De Nederlandse overheid was hiermee verre van uniek; alle westerse overheden maakten van dit soort instrumenten gebruik (Stellinga 2015).

Met het Bretton-Woodsakkoord maakten overheden afspraken over de vormgeving van het internationale monetair-financieel systeem. Omdat landen kapitaalcontroles hanteerden en omdat de belangrijkste internationale reserve (de dollar) in overvloedige mate beschikbaar was, leidde de koppeling met goud in deze periode niet tot instabiliteit. Toch was het juist de overvloedige hoeveelheid dollars die uiteindelijk het systeem ondermijnde: hoe hoger de internationale claims op de Amerikaanse goudvoorraad, hoe ongeloofwaardiger de dollar-goudkoppeling werd en hoe meer landen geneigd waren hun dollarclaims in goud om te zetten. Uiteindelijk ontstond er dus toch een ‘run’ op het Amerikaanse goud – net als er in de jaren dertig een ‘run’ op het Engelse goud was. En zoals Engeland in 1931 gedwongen werd de gouden standaard op te geven, zo moest de VS in 1971 het ‘goudloket’ sluiten. Daarmee kwam een definitief einde aan de koppeling tussen geld en goud. Deze episode illustreert wederom dat een vaste koppeling van geld aan een bepaalde (externe) grootheid uiteindelijk ook niet de gewenste stabiliteit biedt.

### **3.4 DE PRE-CRISISPERIODE (1973-2008)**

Het vertrouwen in een actieve rol voor de overheid kantelde in de jaren zeventig toen overheden vooral onwerkzame antwoorden leken te hebben op de optredende problemen – economische stagnatie en inflatie, mede vanwege de oliecrises. Monetaire stimulansen konden de economische problemen niet wegmasseren en droegen bij aan hoge inflatie. Vanaf de jaren tachtig wonnen economische denkbeelden aan populariteit die veel positiever dachten over vrijemarktwerving en veel negatiever over overheidsinterventie. Daarbij werd de financiële sector veelal beschouwd als een grotendeels passieve schakel in economische processen; als een neutraal ‘doorgeefluik’. Ook zouden financiële markten niet fundamenteel verschillen van andere markten. Net als voor andere sectoren zou gelden: vertrouwen op marktwerving (Blyth 2002). Hoewel beleidsmakers pragmatischer waren dan deze ideeën, lieten zij zich hierdoor wel degelijk vergaand inspireren.

Nederland in het bijzonder nam deze denkkaders relatief snel over. Beperkingen op het gebied van krediet en internationale kapitaalstromen werden zo goed als volledig ontmanteld. Ook het naoorlogse structuurbeleid werd afgeschaft en vanaf deze periode nam kredietverlening een hoge vlucht – met name in de vorm van hypotheeklen – en ontstonden door fusies en overnames een beperkt aantal grote financiële instellingen. Het ‘publieke’ giro- en spaardeel werd ook onderdeel van deze instellingen, door de totstandkoming van de Postbank in 1986 en de daaropvolgende privatisering daarvan, terwijl de vele lokale spaarbanken opgingen in



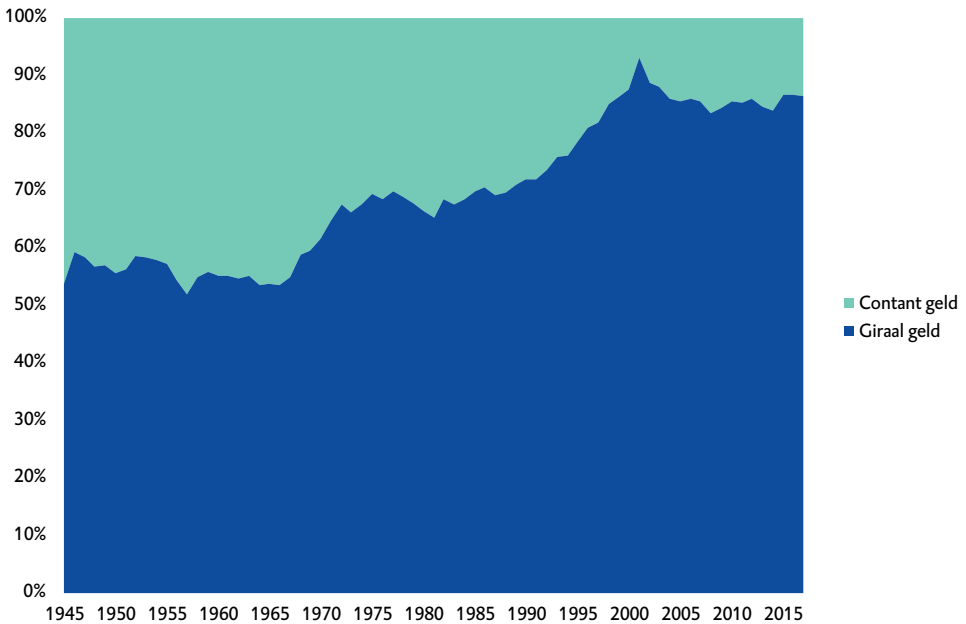
koepels (met het in 1987 tot stand gekomen SNS als voornaamste). Door de sterk toegenomen populariteit van giraal betalen raakten Nederlandse burgers voor hun spaar-, betaal- en leenbehoefte zo goed als volledig afhankelijk van een aantal private spelers.

### 3.4.1 GELD EN BETALEN

In de decennia voor de financiële crisis van 2008 groeide het aandeel giraal geld in de totale geldhoeveelheid (M1) van 70 procent in 1975 naar 83 procent bij het uitbreken van de crisis (zie figuur 3.5).<sup>11</sup> Giraal betalen werd de norm voor uiteenlopende transacties. Niet alleen voor de uitbetaling van lonen en het betalen van de huur of hypotheeklasten, door de introductie van de elektronische bankpas en het pinsysteem volgden ook de dagelijkse boodschappen en andere betalingen in de detailhandel. Technologische innovaties speelden hierbij een belangrijke rol, bijvoorbeeld in de uitrol van betaalfaciliteiten in winkels. Ook leidde verdere automatisering tot een reductie van kosten van het girale betalingsverkeer (Lelieveldt 2017).

**Figuur 3.5 De ontwikkeling in verhouding giraal en contant geld**

M1 in Nederland (1945-2015)



Bron: CBS, Statline; DNB (directe datalevering)<sup>12</sup>

Nagenoeg iedereen kreeg de beschikking over een of meerdere bankrekeningen. In 1984 waren er 5 miljoen PCGD-rekeningen en 6 miljoen girorekeningen bij particuliere banken (Peekel en Veluwenkamp 1984: 3). In 2002 hadden Nederlandse consumenten gezamenlijk ruim 20 miljoen rekeningen (veel meer dan het aantal inwoners), terwijl bedrijven en overheidsinstellingen er tezamen 2 miljoen rekeningen op nahielden (DNB 2002). Vanzelfsprekend werden nog steeds veel transacties contant betaald (vanaf 2002 met euro's in plaats van guldens), maar in omvang werden zij gaandeweg overtroffen door girale betalingen.

Een cruciale verandering was dat de Postbank – de samenvoeging van de Rijkspostspaarbank en de PCGD – in 1986 werd verzelfstandigd en daarna stapsgewijs gepri-vatiseerd. De Postbank fuseerde met de NMB tot NMB-Postbank die in 1991 met Nationale Nederlanden opging in de ING Groep. Hiermee kwam – met uitzondering van contant geld – een einde aan het bestaan van een ‘publiek’ gedeelte van het betalingsverkeer en het girale geldsysteem (DNB 2002; Uittenbogaard 2017). Deze fusies en privatisering vonden plaats tijdens een bredere consolidatieslag binnen het Nederlandse bankwezen. De banktegoeden van het gros van de Nederlanders waren vanaf dat moment dus ondergebracht bij vier grote banken (ING, ABN-AMRO, Rabo en SNS) die tal van activiteiten combineerden en in 2013 beschikten over een gezamenlijk marktaandeel in banktegoeden van ongeveer 89 procent (DNB 2015c: 19).

### 3.4.2 FINANCIERING

In veel landen was vanaf de jaren tachtig sprake van een overgang naar een nieuwe economie van kennisintensieve diensten, een verdere vergroting van de dienstensector, een intensivering van de internationalisering en liberalisering. Omdat dienstensectoren in vergelijking met industriële sectoren minder gebaseerd zijn op fysiek kapitaal en meer op immaterieel kapitaal (kennis en kunde) impliceerde dit een verschuiving in financieringsbehoeften en -mogelijkheden. De de-industrialisering leidde tot een afname van behoeften aan langlopende financiering (OESO 2000). Wel was er door de economische globalisering grotere behoefte aan advies en assistentie bij internationale expansie – bijvoorbeeld wanneer bedrijven zich door middel van fusies en overnames internationaal wilden uitbreiden.

In tandem met deze ontwikkelingen, zetten banken steeds meer in op internationalisering. Technologische ontwikkelingen en veranderend overheidsbeleid (zie hieronder) speelden hierbij een belangrijke rol. Internationale kapitaaltransacties namen explosief toe. Ook breidden banken hun buitenlandse activiteiten sterk uit. Conform de Europese trend werd het Nederlandse bankwezen vanaf de jaren negentig steeds actiever op internationaal terrein. Deze internationalisering geschiedde deels via fusies en overnames, maar ook ging het simpelweg om de aanschaf van buitenlandse financiële producten of via directe kredietverstrekking aan buitenlandse partijen. Ten tijde van de kredietcrisis vormden buitenlandse bezit-

tingen dan ook zo'n 50 procent van de totale bezittingen van het Nederlandse bankwezen – met daarbij een hoofdrol voor ING en ABN-AMRO (WRR 2016: 109-110).

Naast internationalisering raakte het bankwezen ook steeds hechter verweven met effectenmarkten. Grote banken gingen zich naast het verstrekken van leningen ook steeds meer richten op het faciliteren van transacties op kapitaalmarkten<sup>13</sup>, bijvoorbeeld door het begeleiden van bedrijven bij een beursgang en het aanbieden van beleggingsproducten (WRR 2016: hoofdstuk 4). Daarbij zagen we de opkomst van 'securitisatie', waarbij banken grote hoeveelheden leningen stalden bij speciaal in het leven geroepen instellingen ('schaduwbanken' – zie ook box 4.2), die deze leningen financierden met beleggingspapier ('securities'). Dit beleggingspapier werd verkocht aan andere financiële partijen, zoals pensioenfondsen en verzekeraars. Hierdoor werden deze partijen meer blootgesteld aan risico's die voorheen vooral beperkt waren gebleven tot het bankwezen. Tegelijkertijd raakten banken voor hun financiering steeds afhankelijker van geldmarkten, bijvoorbeeld van 'repomarkten'. Dit zijn markten waarbij financiële partijen elkaar kortetermijnfinanciering bieden op basis van een onderpand. Door deze ontwikkelingen raakten banken steeds vatbaarder voor de kortetermijndynamiek op financiële markten (WRR 2016: 96-100).

Tegelijkertijd waren ook ontwikkelingen in de samenleving van invloed op het functioneren van de financiële sector. Door de toename in welvaart en de groei van particuliere vermogens maakten burgers steeds meer gebruik van financiële diensten, zoals spaar-, leen- en verzekeringsfaciliteiten. Financiële producten en diensten waren niet langer enkel voor de meest welvarende mensen, maar werden massaproducten. Bovendien leidden de groeiende arbeidsmarktparticipatie en inkomens van vrouwen tot een prijsopdrijvende werking op de woningmarkt. Verder leidden hervormingen van de verzorgingsstaat ertoe dat financiële zelfredzaamheid steeds meer centraal kwam te staan. Hierbij paste het zelf afsluiten van diensten (sparen en verzekeren) die voorheen meer op collectief niveau werden georganiseerd (Schelkle 2012).

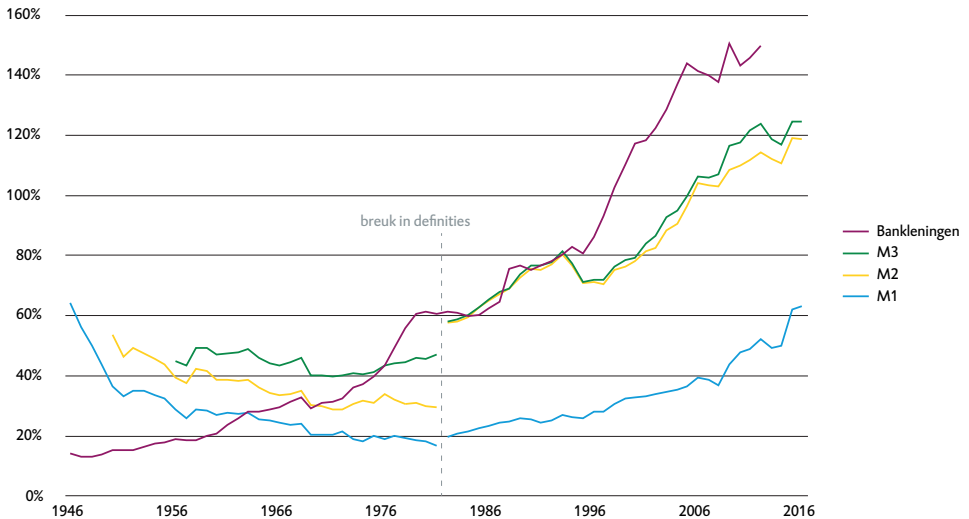
Deze ontwikkelingen hadden een grote invloed (en werden ook zelf beïnvloed) door het Nederlandse bankwezen. Banken gingen zich meer en meer richten op kredietverlening aan consumenten, met name het verstrekken van hypotheekleningen. In de kredietportefeuille van banken nam het aandeel 'leningen aan huishoudens' toe van 43 procent in 1990 naar 57 procent vandaag de dag. Dit ging gepaard met een enorme stijging van de huishoudschulden. Die hadden een omvang ter waarde van 27 procent van het bbp in 1982, maar stegen vervolgens tot een waarde van 106 procent van het bbp in 2011 (WRR 2016: 122). Belangrijk hierbij is in ogenschouw te

nemen dat kredietverlening en huizenprijzen niet onafhankelijk van elkaar zijn: stijgende kredietverlening stimuleert huizenprijsstijgingen, die vervolgens weer bijdragen aan een toename van kredietverlening, enzovoort.

Naast veranderend overheidsbeleid, werd dit gefaciliteerd door de consolidatie binnen het bankwezen en het toenemende belang van giraal geld. Voorheen werden commerciële banken geremd in hun kredietverlening doordat dit gepaard ging met het weglekken van reserves naar het publieke gedeelte van het geldsysteem (contant geld en tegoeden bij de publieke banken). Door de toenemende populariteit van giraal geld en de integratie van de oude PCGD en de Rijkspostspaarbank in het commerciële bankwezen werd deze rem feitelijk weggenomen. Omdat grote banken zo op elkaar leken konden zij er steeds meer op vertrouwen dat de in- en uitstroom van tegoeden ongeveer gelijk zou blijven.

**Figuur 3.6 Krediet (bankleningen) en geld in omloop**

Nederland, percentage bbp



Bron: Data DNB (geldhoeveelheid) en Taylor en Schularick (bankleningen)

### 3.4.3 BELEID EN REGELGEVING

De hierboven geschetste ontwikkelingen werden in belangrijke mate gefaciliteerd door veranderend overheidsbeleid. Overheden zetten in op het zo veel mogelijk stimuleren van bewegingsvrijheid voor financiële spelers en stromen. De gedachte was dat dit uiteindelijk via efficiëntere dienstverlening en financiële innovatie zou bijdragen aan economische groei. Net als in andere westerse landen ontmantelden Nederlandse beleidsmakers het brede pakket aan naoorlogse regels die de prijs, groei en allocatie van krediet beïnvloedden (Barendregt en Visser 1997). Rond eind

jaren tachtig waren alle restricties zo goed als verdwenen, wat de deur openzette voor een sterke groei van kredietverlening. De sterke groei van huishoudschulden werd ook gefaciliteerd door sociaal-economisch beleid. Het woningmarktbeleid in veel landen stimuleerde huiseigenaarschap. In Nederland kunnen we denken aan de Nationale Hypotheekgarantie en (in mindere mate) de Wet Bevordering Eigen Woningbezit. Ook de bevoordeling van schuldfinanciering in het belastingstelsel – zoals de hypotheekrenteaftrek – droeg bij aan de sterke groei van Nederlandse hypotheekschulden (Tijdelijke Commissie Huizenprijzen).

Financiële globalisering kreeg een stevige impuls door de ontmanteling van alle kapitaalrestricties. Nederland was (samen met het VK en Duitsland) een van de eerste landen die alle restricties ophief. Alle andere EU-landen volgden in de jaren negentig. Daarnaast gaven beleidsinitiatieven op Europees niveau een stevige impuls aan de interne markt voor financiële dienstverlening. Financiële instellingen kregen met het paspoortstelsel de vrijheid om, eenmaal gevestigd in een EU-lidstaat, in alle EU-landen een filiaal op te zetten, met het thuisland als toezichthouder. Overheden harmoniseerden wetgeving met het oog op het creëren van een gelijk speelveld, bijvoorbeeld met het Actieplan voor financiële diensten uit 1999. De invoering van de Economische en Monetaire Unie versterkte de europeïsering van financiële markten verder (OESO 1997; Abdelal 2007; Lane 2013).

Ook ontmandelden westerse overheden het naoorlogse structuurbeleid. Het eerdere uitgangspunt dat een gesegmenteerde sector bijdraagt aan financiële stabiliteit, werd afgedaan als onjuist; instellingen met een gediversifieerd bedrijfsmodel zouden niet alleen efficiënter opereren maar ook beter in staat zijn om risico's te spreiden. In Nederland kwam het structuurbeleid feitelijk ten einde toen rond 1990 een reeks aan fusies werd goedgekeurd. ABN en AMRO fuseerden tot ABN-AMRO in 1991 en Fortis kwam in 1990 voort uit VSB, AMEV en het Belgische verzekeringsbedrijf AG Groep. Zoals hierboven reeds beschreven, fuseerden Postbank, NMB en Nationale Nederlanden tot de ING Groep, waarbij ook de voorheen strakke scheiding tussen bankieren en verzekeren werd opgeheven. Van schotten en scheidingslijnen tussen verschillende onderdelen van het financiële systeem was nauwelijks meer sprake.

Beleidsmakers zagen tot op zekere hoogte ook de risico's van het stimuleren van bewegingsvrijheid van financiële instellingen. De hoofdmoot van het nieuwe stabiliteitsbeleid lag bij kapitaaleisen: regels die banken verplichtten om genoeg eigen vermogen te hebben om onvoorziene verliezen op te kunnen vangen. Met de Europese eenwording harmoniseerden Europese landen hun kapitaalregels en baseerden zich daarbij op de kapitaaleisen ontwikkeld door het Bazelse Comité, het samenwerkingsverband van centrale banken van een tiental OESO-landen. Het Bazel I-akkoord (1988) werd medio jaren negentig via Europese regels van kracht in Nederland.

Deze eisen hadden dus betrekking op het schokabsorberend vermogen van banken in verhouding tot de genomen risico's. Van banken werd verlangd dat zij minstens 8 procent kapitaal (eigen vermogen) tegenover hun risicogewogen bezittingen stelden. Nederland had al sinds 1957 een formeel kader voor kapitaaleisen. Deze eisen waren tussen 1970 en 1985 stapsgewijs versoepeld (Van Eekelen 1987), zodat de invoering van Bazel I op dit terrein geen substantiële verandering teweegbracht. Een grotere verandering kwam met Bazel II (2004), waarmee banken met een eigen geavanceerd risicomanagementsysteem meer vrijheid kregen om zelf in te schatten hoeveel eigen vermogen zij nodig hebben. Toezichthouders wilden hiermee publieke en private belangen verenigen; banken zouden risico's beter managen, in ruil voor meer vrijheden (Tarullo 2008). In verhouding tot het naoorlogse structuurbeleid en kredietbeleid waren deze kapitaaleisen een veel indirectere vorm van publieke sturing. Beleidsmakers zagen kapitaaleisen als een markt-vriendelijke manier om banken te beschermen tegen mogelijke problemen (Hellwig 2010).

Ook op het terrein van (internationaal) monetair beleid veranderde veel. Met de teloorgang van het vaste wisselkoersstelsel van Bretton Woods in 1971 was definitief afscheid genomen van edelmetaal als een van de belangrijkste ankers van monetair beleid. Gelijktijdig was de vraag of landen nog wel dienden te streven naar vaste wisselkoersen. Vanuit de economische wetenschappen gingen stemmen op om hiervan af te stappen of tenminste een mate van gereguleerde flexibiliteit na te blijven streven.

Binnen de Europese Economische Gemeenschap (later EU) werd dit als onwenselijk gezien. Het uitgangspunt was dat de gemeenschappelijke markt vooral goed functioneert wanneer economische spelers zekerheid hebben over de wisselkoers. Vandaar dat met het uiteenvallen van Bretton Woods Europese landen zoveel mogelijk streefden naar de koppeling met andere valuta. Nederland was daarbij vanaf 1973 vooral gericht op Duitsland, niet alleen met het oog op het belang van handel met dat land, maar ook vanwege de Duitse reputatie van lage en stabiele inflatie (De Greef et al. 1997). Vanaf 1977 was feitelijk sprake van een D-markzone, met daarin Nederland, Denemarken, Luxemburg en België. Rentebesluiten van de Bundesbank werden over het algemeen door Nederland snel overgenomen.

Europese landen maakten afspraken om hun valuta's binnen bepaalde marges ten opzichte van elkaar te laten fluctueren. Dit bleek in de praktijk niet probleemloos, zoals bleek uit de vele devaluaties. Doordat landen hun beperkingen op grensoverschrijdend kapitaalverkeer hadden ontmanteld, waren zij vatbaar voor speculatieve aanvallen van financiële partijen.

Frankrijk en Duitsland kwamen in 1990 overeen dat de Duitse hereniging door de Fransen werd geaccepteerd in ruil voor de komst van een monetaire unie. Politieke overwegingen speelden hierbij een belangrijke, zo niet doorslaggevende rol. Dit was niet de volgorde die Nederland had voorzien, waarbij economische integratie en convergentie voorop stonden, alvorens over te gaan tot een monetaire unie. In 1991 werd formeel besloten tot een gemeenschappelijke Europese munt. Dit werd vastgelegd in het in 1992 ondertekende Verdrag van Maastricht. De Economische en Monetaire Unie werd in 2002 voltooid met de invoering van euromunten en -biljetten.

Naast de aandacht voor vaste wisselkoersen waren de Europese centrale banken zich ook steeds meer gaan richten op het garanderen van prijsstabiliteit – doorgaans gedefinieerd als een lage inflatie van ongeveer 2 procent. Velen zagen de hoge en volatiele inflatie van de jaren zeventig immers als bewijs voor de noodzaak van een grondige herziening van het monetaire beleid. Voorheen geaccepteerde (explíciete of impliciete) doelstellingen – werkgelegenheid, economische groei en financiële stabiliteit – verdwenen in het monetair beleid naar de achtergrond. Voor het bepalen van de inflatie werd met name gekeken naar de ontwikkeling van consumentenprijzen en niet naar de prijsontwikkeling van financiële bezittingen als huizen en aandelen.

Met de liberalisering van financiële markten zagen centrale banken weinig heil meer in directe controlemechanismen en ze stapten over op indirecte instrumenten, met name het aanpassen van het rentetarief voor kortlopende leningen aan banken, in combinatie met een ‘communicatiestrategie’ richting financiële markspelers om beleid begrijpelijk en voorspelbaar te maken. Ook was een nieuwe consensus ontstaan dat niet alleen de uitvoering, maar ook de ontwikkeling van monetair beleid zo ver mogelijk af moest komen te staan van de dagelijkse politiek – iets dat met name terugkwam in de vormgeving van de ECB. De politiek werd als te grillig en opportunistisch beschouwd om een degelijk en voorspelbaar monetair beleid te voeren en inflatie in de hand te houden (Forsyth en Notermans 1997; Hilbers 1998; Blyth 2002; Goodhart 2010; OESO 2011).

#### **3.4.4 SAMENVATTING: GELDSCHEPPIING IN DE PRE-CRISISPERIODE**

De periode voor de kredietcrisis bracht ingrijpende veranderingen in het monetair-financieel systeem. In Nederland werd giraal geld definitief de norm. Nagenoeg iedereen kreeg een bank- en spaarrekening en steeds minder betalingen werden met contanten afgehandeld. Dit heeft ervoor gezorgd dat het bankwezen onmisbaar is geworden voor het betaalsysteem. In Nederland was daarbij bovendien van belang dat de PCGD en de Rijkspostspaarbank via privatiseringen onderdeel werden van het ‘commerciële bankwezen’. Waar voor de jaren zeventig twee relatief gescheiden werelden bestonden – de commerciële banken waren er voor het bedrijfsleven, de PCGD, Rijkspostspaarbank en spaarbanken voor de huis-

houdens – raakten deze activiteiten geheel verweven. Van schotten en scheidslijnen binnen het bankwezen was nauwelijks nog sprake. Ook ontstonden er conglomeraten van banken en verzekeraars.

Op het gebied van financiering werden tal van remmen op kredietverlening ontmanteld; beleidsmakers schrapten zo goed als alle kapitaalcontroles, kredietplafonds, allocatieregels en rentelimieten. De remmen die daarvoor in de plaats kwamen – grofweg: kapitaaleisen – fungeerden in de praktijk niet of nauwelijks als effectieve begrenzing (zie hoofdstuk 2). Kredietverlening nam dan ook een hoge vlucht; in Nederland was dat vooral de hypothecaire kredietverlening. Ook werden banken internationaal steeds actiever en gingen zij zich meer en meer richten op de kapitaalmarkt. Door fusies en overnames werden zij bovendien steeds grotere instellingen. Al met al werd een kleine groep zeer grote banken steeds belangrijker voor het monetair-financieel systeem.

Veranderingen in het (internationale) monetaire beleid hadden ook gevolgen voor de geldschepping en kredietgroei. Zoals gezegd namen centrale banken afscheid van directe sturingsmechanismen en vertrouwden zij meer op het ‘rente-instrument’ – het variëren van de rente die zij rekenen op leningen aan banken. Omdat zij zich daarbij primair richtten op prijsontwikkelingen van goederen en diensten, zijn zij veel minder gericht op kredietgroei gerelateerd aan het financieren van financiële bezittingen en onroerend goed. Gegeven dit monetaire paradigma is het dan ook geen verrassing dat de hoge groei van intrafinanciële en hypothecaire kredieten in de tien jaar voorafgaand aan de crisis grotendeels buiten het aandachtsveld van centrale banken bleven. Pas tijdens de crisis bleek hoezeer centrale banken het belang van deze ontwikkelingen hadden onderschat.

### 3.5 CONCLUSIE

Het monetair-financieel systeem heeft door de eeuwen heen ingrijpende veranderingen doorgemaakt. Van een systeem gedomineerd door muntgeld (voor burgers) en handelswissels en DNB-biljetten (voor ondernemers) in de negentiende eeuw, zijn we gaandeweg terechtgekomen in een systeem waar giraal geld verreweg het belangrijkste betaalmiddel is. Waar tot ver in de twintigste eeuw de beleidsmatige koppeling met edelmetaal (goud of zilver) van belang was voor het functioneren van het systeem, speelt dit vandaag de dag geen rol meer. In plaats daarvan zijn kredietvraag en -aanbod, het functioneren van het bankwezen en overheidsbeleid van cruciaal belang.

Er lag geen expliciete blauwdruk ten grondslag aan ons huidige systeem. De veranderingen zijn veelal stapsgewijs (en soms relatief snel) tot stand gekomen, zonder dat deze vanuit een centrale regie zijn ontworpen. Tal van factoren – internationale ontwikkelingen, sociale en economische veranderingen, technologische dynamiek



en veranderend beleid – hebben een groot stempel gedrukt op deze ontwikkelingen. Een voorbeeld: beleidsmakers en centrale banken zagen de sterke opkomst van giraal geld veelal als een positieve ontwikkeling met het oog op efficiëntie, maar ontdekten pas gaandeweg dat dit banken in staat stelde om hun kredietverlening sterk op te schroeven. Kortom, de huidige vormgeving van ons monetair-financieel systeem is niet gepland, laat staan dat die nu voor eens en voor altijd vastligt.

Daarbij zien we wel een permanent dilemma tussen de noodzaak om de waarde van de munt stabiel te houden en de noodzaak tot een zekere mate van monetaire flexibiliteit ten behoeve van economische groei en om in te kunnen grijpen tijdens een crisis. Deze spanning kwam duidelijk naar voren ten tijde van de koppeling met edelmetaal. Enerzijds zag men deze koppeling als essentieel om zekerheid te verschaffen in een inherent onzekere wereld. Anderzijds kon een stringente koppeling ook problemen veroorzaken, bijvoorbeeld wanneer die de financiering van economische activiteit in de weg zat of crisisbestrijding onmogelijk maakte. Omgekeerd kan ook een te grote flexibiliteit binnen het monetaire stelsel de stabiliteit ondermijnen. De flexibiliteit op het terrein van kredietverlening in de jaren negentig en tweeduizend ondermijnde uiteindelijk zowel de financiële stabiliteit (de financiële crisis van 2007-2009) als de economische groei. De daaropvolgende schuldenkater en de economische malaise bedreigden vervolgens weer de prijsstabiliteit (met als risico deflatie in plaats van inflatie).

Nederland is als klein land dat sterk gericht is op de internationale omgeving zeer afhankelijk van die omgeving. Hoewel er zeker ruimte is voor een eigen koers, worden de effecten van dergelijke keuzes sterk bepaald door ontwikkelingen waar Nederlandse beleidsmakers niet of nauwelijks invloed op kunnen uitoefenen. Voor Nederland is het door de decennia heen zaak geweest zo strategisch mogelijk met deze ruimte om te gaan. Dat is niet altijd goed gelukt. In de jaren dertig bleven Nederlandse autoriteiten te lang vasthouden aan de gouden standaard, terwijl dragende landen hier al van afgestapt waren en er steeds meer bewijs was dat Nederland zich daarmee economisch in de eigen voet schoot. Andersom zien we ook dat Nederland zich soms bewust blootstelt aan de internationale trends, bijvoorbeeld toen beleidsmakers vanaf de jaren tachtig in rap tempo nagenoeg alle beperkingen op kredietgroei, concentratie in het bankwezen en kapitaalstromen ontmantelden. Kortom, de zoektocht naar een balans tussen flexibel inspelen op internationale ontwikkelingen en een nationale koers is eveneens een blijvende opdracht.

## NOTEN

- 1 Als gevolg van zijn dominante positie in zowel de handel als op het gebied van kapitaalstromen was het Verenigd Koninkrijk (tot 1914 veruit de grootste exporteur van kapitaal in de wereld) duidelijk een voorloper, zowel op het gebied van de ontwikkeling van nationaal monetair-financieel beleid als wat betreft het economische belang van banken.
- 2 Overigens gaf ook de Nederlandse staat af en toe papiergeld uit (zogenoemde muntbiljetten), maar deze waren primair bedoeld voor het uit omloop nemen van verouderd geld. Mensen kregen de muntbiljetten als bewijs van inlevering, die zij later weer konden gebruiken om nieuw geslagen geld te verkrijgen.
- 3 Na het vertrek van de Fransen en het herstel van de onafhankelijkheid eind 1813 was in Nederland, zoals gezegd, een groot aantal verschillende munten in omloop met een uiteenlopende waarde en indeling. Tijdens de geldzuivering werden veel oude munten uit circulatie gehaald, parallel aan een injectie van papiergeld die als tijdelijk bedoeld was maar de circulatie feitelijk op een structureel hoger niveau bracht.
- 4 Overigens is er een belangrijk verschil tussen biljetten of girale tegoeden uitgegeven door banken. Wanneer een rekeninghouder bij bank A een betaling doet met giraal geld en de ontvangende partij heeft een betaalrekening bij een andere bank (bank B), dient bank A ook bezittingen over te dragen aan bank B en heeft dit dus direct effect op de balans van bank A. Wanneer bank A echter bankbiljetten uitgeeft kunnen deze circuleren zonder dat dit direct de balans van de bank raakt. Volgens Boonstra (2018) creëert dit een verhoogd risico op excessieve geldschepping: zolang biljetten niet worden aangeboden aan de bank, zijn er slechts in beperkte mate remmen op de uitgifte van bankbiljetten. Wanneer vervolgens deze bankbiljetten op grote schaal bij de bank worden aangeboden in ruil voor munten, heeft de bank een liquiditeitsprobleem.
- 5 Op een aantal Schotse en Noord-Ierse banken na die nu nog steeds hun eigen bankbiljetten mogen uitgeven. Dit gebeurt wel onder regie van de *Bank of England*.
- 6 Omdat zilveren munten niet uit de omloop werden gehaald, maar ook niet meer vrij konden worden aangemunt, sprak men ook wel over een 'hinkende standaard'.
- 7 Specifiek legde de *Glass-Steagall Act* (officieel de 1933 *Banking Act*) vier verplichtingen op. Banken die aangesloten waren bij de Federal Reserve mochten niet langer handelen in effecten voor klanten, ze mochten niet handelen en beleggen in effecten voor eigen rekening, ze mochten geen effectenemissies ondersteunen, en medewerkers mochten niet betrokken zijn bij financiële instellingen die niet door deze beperkingen werden geraakt (secties 16, 20, 21 en 32).
- 8 In het najaar van 1945 dienden alle Nederlanders hun bankbiljetten in te leveren bij de bank. Zij kregen hiervoor een geblokkeerd giraal tegoed bij de bank voor terug en een tientje per gezinslid om een week van te leven. Dit werd bekend als het tientje van Lieftinck – naar de minister van Financiën die de geldzuivering regisseerde. Daarna kwamen nieuwe bankbiljetten beschikbaar. Dit was bedoeld om het overschot aan bankbiljetten dat door de Duitsers in omloop was gebracht terug te brengen en om mensen die tijdens de oorlog zwart geld hadden verdiend, hun winst te ontnemen.

- 9 Buiten de vs konden burgers dus niet langer hun biljetten en munten bij de centrale bank omwisselen voor edelmetaal. Dit kan gezien worden als een volgende stap in de ontkoppeling van nationale valuta en edelmetaal.
- 10 Vanaf 1954 gold een verplichte kasreserve: de bank diende een bepaalde hoeveelheid centrale-bankreserves aan te houden ten opzichte van de banktegoeden. Vanaf de jaren zeventig gold ook een liquiditeitsreserveregeling, waarbij ook gekeken werd naar andere liquide bezittingen van de bank (Eijffinger 1983: 20-29).
- 11 Rond de invoering van de euro is een piek te zien in het aandeel van giraal geld. Men hield minder contanten aan, zodat men deze niet om hoefde te wisselen in euro's.
- 12 Data vanaf 2002 zijn minder betrouwbaar, omdat het aandeel contant geld niet meer kan worden waargenomen. Binnen de eurozone wordt contant geld toegerekend aan verschillende landen via een vaste verdeelsleutel.
- 13 De kapitaalmarkt is de vraag en het aanbod van financiële middelen met een langere looptijd. De geldmarkt gaat over de vraag en het aanbod van financiële middelen met een korte looptijd.

## 4 HET MONETAIR-FINANCIËEL SYSTEEM GEWOGEN

In het vorige hoofdstuk hebben we gezien hoe het monetair-financieel systeem zich sinds de negentiende eeuw heeft ontwikkeld. Het financieel systeem is van fundamenteel belang voor het functioneren van de samenleving. Het stelt burgers, bedrijven en andere instellingen in staat om betalingen te doen, zich te financieren (leningen aan te gaan of eigen vermogen aan te trekken), te sparen voor later en zich te verzekeren tegen onverwachte gebeurtenissen. Betalen, sparen, financieren en verzekeren worden gezien als de vier klassieke functies van de financiële sector.<sup>1</sup> Een sector die deze functies goed vervult, draagt bij aan economische ontwikkeling en welvaart. Een slecht functionerende sector kan echter ook veel schade aanrichten.

Voor het functioneren van het gehele monetair-financieel stelsel is vertrouwen essentieel. Vertrouwen is geen eenvoudig begrip. Er zijn vele definities in omloop. Het wordt door Sobel (2002) gedefinieerd als de geneigdheid of bereidheid om het aan anderen over te laten om over jouw welzijn te beslissen. Vertrouwen wordt verdiend door betrouwbaarheid, het voldoen aan gerechtvaardigde verwachtingen. De mogelijkheid om onvrede te uiten is ook belangrijk voor vertrouwen. Wij kijken in dit rapport naar deze twee aspecten van vertrouwen. We vatten daarbij de betrouwbaarheid van het stelsel op als de dienstbaarheid, stabiliteit en rechtvaardigheid van het stelsel. De mogelijkheid om met onvrede iets te doen gaat over invloed en legitimiteit.

In dit hoofdstuk wegen we het huidige monetair-financieel systeem. Dit doen we aan de hand van de vier genoemde eigenschappen: dienstbaarheid aan de samenleving (paragraaf 4.1), stabiliteit van het systeem (paragraaf 4.2), rechtvaardige verdeling van baten, kosten en risico's (paragraaf 4.3) en legitimiteit (paragraaf 4.4). De eerste drie doelen gaan over de uitkomsten van het monetair-financieel systeem. Het vierde doel betreft het proces en gaat over democratische invloed en verantwoording.

Op basis van deze analyse signaleren we een aantal belangrijke problemen van het huidige systeem – problemen die ook worden genoemd door de voorstanders van een alternatief systeem van geldschepping. Dat roept de vraag op of deze problemen allemaal terug te voeren zijn op ons systeem van geldschepping. Die vraag is niet eenvoudig te beantwoorden. In het huidige systeem zijn geld en schuld onlosmakelijk met elkaar verbonden. Geld bestaat voor een groot deel uit tegoeden bij banken en is zodoende gekoppeld aan het functioneren van banken. Vanwege deze verwevenheden zijn problemen die betrekking hebben op de manier waarop betalen, sparen, kredietverlening en geldschepping in onze samenleving zijn georgani-

seerd, en specifiek welke rol banken hierbij spelen, niet goed van elkaar te scheiden. Bovendien spelen bij het ontstaan van belangrijke problemen – zoals bijvoorbeeld hoge schulden – veel verschillende factoren een rol. De in dit hoofdstuk besproken problemen zijn dan ook niet één-op-één te herleiden tot het huidige geldscheppingsstelsel. In hoofdstuk 5 en 6 bespreken we in hoeverre een ander systeem van geldschepping deze problemen zou kunnen oplossen.

## 4.1 DIENSTBAARHEID

Een dienstbare financiële sector draagt bij aan de ontwikkeling van een samenleving, specifiek de economische ontwikkeling. Sinds de financiële crisis is er meer aandacht voor de vraag of de sector deze rol goed vervult. In deze paragraaf staan de functies betalen en financieren centraal. Eerst behandelen we het betalingsverkeer. Vervolgens staan zorgen over de omvang van schulden centraal. Ten slotte is de vraag in hoeverre deze schulden kunnen worden afgebouwd.

### 4.1.1 HET BETALINGSVERKEER

Het betalingsverkeer is van cruciaal belang voor het functioneren van de samenleving.<sup>2</sup> De dienstbaarheid van het Nederlandse betalingsverkeer is op verschillende gronden te beoordelen. We bespreken hier kort vijf criteria: kosten, toegankelijkheid, gemak, veiligheid en betrouwbaarheid. Allereerst de kosten. Volgens verschillende studies zijn de totale kosten van het Nederlandse betalingsverkeer relatief laag vergeleken met andere landen: zij komen neer op ongeveer 0,92 procent van het bbp (Schmiedel et al. 2012: 40). Daarbij zit Nederland vlak achter de top drie in Europa, die wordt gevormd door Denemarken, Zweden en Finland, waar de kosten ongeveer 0,80 procent van het bbp vormen. Ook zien we dat de kosten van het betalingsverkeer de laatste jaren afnemen. De kosten van contante betalingen zijn in Nederland wel toegenomen (van €0,30 per transactie in 2002 naar €0,39 in 2009), maar de kosten van pinbetalingen namen juist sterk af, van €0,49 naar €0,33 (Jonker 2013). Omdat er een algehele verschuiving plaatsvindt van contante betalingen naar pinbetalingen – inmiddels betalen we het vaakst met pinpas (Jonker et al. 2018) – zijn de totale maatschappelijke kosten de afgelopen jaren naar alle waarschijnlijkheid afgenomen.

Hoe zit het met de verdeling van deze kosten? In Nederland maakt de consument relatief weinig *directe* kosten: consumenten moeten vaak een bepaald bedrag betalen voor het hebben van een bankrekening, maar betalen niet of nauwelijks voor transacties. In Europees vergelijkend verband behoort Nederland dan ook tot de landen waar de consument het minst betaalt voor het betalingsverkeer (London Economics et al. 2013: 53). De directe kosten komen terecht bij bedrijven en de banken zelf. Bedrijven maken kosten bij zowel contante betalingen als bij girale betalingen. Bij contante betalingen gaat het dan om bijvoorbeeld de kosten van transport, stortingen en beveiliging; bij girale betalingen gaat het om de kosten die

de bank hiervoor in rekening brengt. Hierbij moet uiteraard wel worden aangetekend dat banken diverse voordelen ontleen aan hun positie binnen het betalingsverkeer, waaronder de mogelijkheid om verschillende diensten te koppelen (zoals kredietverlening en betaalrekeningen), de relatief lage rentes op betaaltegoeden en de impliciete of expliciete overheidssteun voor banken (zie ook paragraaf 4.3). Volgens een studie van McKinsey & Company (2006), in opdracht van de Nederlandse Vereniging van Banken en De Nederlandsche Bank, wogen deze opbrengsten in 2005 echter niet op tegen de kosten die banken maken voor het onderhouden van het contante en girale betalingsverkeer.

Ten tweede is er de toegankelijkheid. De tarieven van een betaalrekening zijn laag, dit bevordert het gebruik van de girale betaalinfrastuctuur. De Nederlandse Vereniging voor Banken (NVB) heeft in 2001 een convenant gesloten met het Leger des Heils en het ministerie van Financiën waarin werd vastgelegd dat iedereen van 18 jaar en ouder met een geldig identiteitsbewijs en een vaste verblijfplaats (of postadres bij een erkende hulpverlenings- of overheidsinstantie) moet kunnen beschikken over een basisbetaalrekening (Louisse 2013). Tegenwoordig bestaat er, mede op Europees initiatief, ook een wettelijke verplichting tot het aanbieden van een betaalrekening (4:71f Wft). Alle consumenten die rechtmatig in de EU verblijven dienen tegen een redelijke vergoeding toegang te hebben tot een betaalrekening met basisfuncties.

Met de steeds dominantere rol van giraal betalingsverkeer zijn er wel zorgen op het gebied van de toegankelijkheid van het contante betalingsverkeer (Maatschappelijk Overleg Betalingsverkeer [MOB] 2017b). Wat betreft de bereikbaarheid geldt dat 99,65 procent van alle Nederlanders toegang heeft tot een geldautomaat binnen een straal van 5 km. Daarnaast zijn er vragen over het feit dat in bepaalde winkels en bij bepaalde gemeenten alleen met pin kan worden betaald. Zeker wanneer het gaat om publieke instanties waarvoor geen alternatief is, beneemt dat mensen de mogelijkheid om met het wettig betaalmiddel te betalen (zie ook de Nationale Ombudsman 2017). DNB heeft verschillende malen haar zorgen geuit over het dalende gebruik van contant geld, al wordt dit nu nog wel op de meeste plaatsen geaccepteerd (zie bijv. Voormeulen geciteerd in Bremmer 2018; DNB 2018c).

Ten derde speelt het betaalgemak. Zoals in het vorige hoofdstuk is aangestipt, is in het betalingsverkeer sprake van constante innovatie. In Nederland waren het vooral de publieke instanties – in het bijzonder de Postcheque en Girodienst en de Gemeentegiro Amsterdam – die vooropliepen met het introduceren van vernieuwingen als geld- en betaalautomaten en het bevorderen van girale overschrijvingen. Het betaalgemak voor de Nederlandse consument is ook vandaag de dag hoog, mede dankzij innovaties zoals internetbankieren en contactloos betalen. Het is

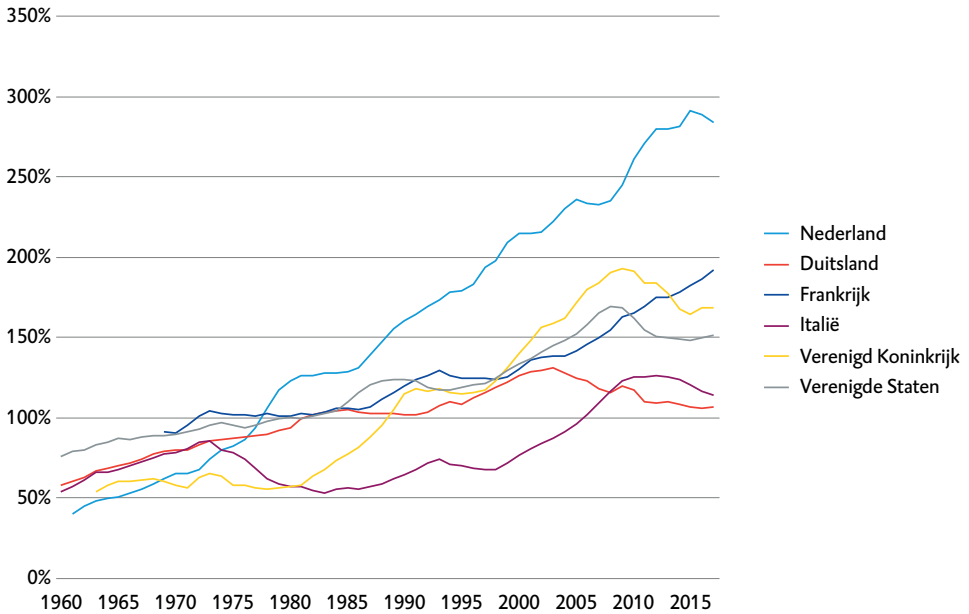
echter niet gemakkelijk om van bank te wisselen, omdat het eigen bankrekeningnummer niet kan worden meegenomen. Wel is er een overstapservice die een deel van dit ongemak wegneemt.

Ten vierde is de veiligheid van belang. Volgens het Maatschappelijk Overleg Betaalingsverkeer (MOB 2017a) is het Nederlandse betalingsverkeer nu veiliger dan een aantal jaren geleden. Dit blijkt onder meer uit een daling van fraude bij girale betalingen, waaronder internetbankieren en het *skimmen* van bankpassen. Was in 2012 de maatschappelijke schade van dit soort fraude nog rond de €81 miljoen, in 2016 was dit gedaald tot €10 miljoen. Toch zijn er wel degelijk redenen tot zorgen. Vooral op het gebied van cybercriminaliteit valt te verwachten dat het een permanente opgave blijft om mensen te beschermen tegen online dreigingen. Naarmate we steeds meer gebruikmaken van internetbankieren en online betalingen, zullen criminelen zich ook steeds meer op dat circuit richten (CPB 2016; MOB 2017b).

Ten slotte is er de betrouwbaarheid, waarbij het gaat om verstoringen van het betalingsverkeer. Over het algemeen is de betrouwbaarheid goed, maar zoals de crisis liet zien is het betalingsverkeer kwetsbaar voor financiële instabiliteit: alleen dankzij grootschalige interventies van overheden bleven de banken en daarmee ook hun connectie met de betalingsinfrastructuur overeind tijdens het hoogtepunt van de financiële crisis van 2008. Hiernaast lijken cyberproblemen het belangrijkste gevaar te vormen: banken hebben de laatste jaren te kampen met zware DDoS-aanvallen (*Distributed Denial of Service*), waarbij toegang tot internetbankieren wordt verstoord. Bovendien is de digitale betaalinfrastructuur afhankelijk van andere kritische infrastructuren zoals telecom en elektriciteit. DNB (2018d) noemde toenemende digitalisering en cyberaanvallen recent nog als een van de grootste risico's. Deze risico's worden alleen maar groter naarmate een verdere verschuiving van contant naar giraal geld plaatsvindt.

#### 4.1.2 DE OMVANG VAN SCHULDEN

De hoeveelheid schulden in de wereld is historisch gezien uitzonderlijk hoog (Buttiglione et al. 2014).<sup>3</sup> Ook in Nederland is de schuldenomvang de afgelopen decennia sterk gestegen. De totale omvang van de private schuld (consumenten, bedrijven en andere niet-financiële instellingen) steeg volgens BIS-statistieken van minder dan 40 procent van het bbp in 1960 naar meer dan 250 procent nu. Dit is ook internationaal gezien hoog (zie figuur 4.1).

**Figuur 4.1** Omvang uitstaande private schulden ten opzichte van bbp

Bron: BIS total credit statistics. Private schuld gedefinieerd als schulden van huishoudens en bedrijven, exclusief financiële spelers. Cijfers over de exacte omvang van schulden verschillen per databron. Cijfers van het CBS, Eurostat, de World Bank, IMF en BIS lopen sterk uiteen: het varieert voor 2016 bijvoorbeeld tussen de 206% (World Bank), 231% (IMF), 262% (Eurostat), 264% (CBS) en 289% (BIS) van het bbp. In de BIS-gegevens zijn bedrijfsleningen niet geconsolideerd, wat betekent dat leningen binnen concerns ook meetellen. Wij hebben in dit rapport voor deze BIS-cijfers gekozen omdat dit de langstlopende consistente en internationaal vergelijkende reeks is. Overigens geven, ondanks de verschillen, alle reeksen dezelfde opwaartse trend weer.

De sterke stijging van de private schuld is niet aan één oorzaak toe te schrijven. De wijze van geldschepping, waarbij banken bij het verstrekken van een lening geld creëren, zorgt in combinatie met financiële liberalisatie en deregulering voor beperkte begrenzing van kredietverlening. Ook financiële innovaties zoals het securitiseren van leningen dragen hieraan bij.<sup>4</sup> De renteaftrek voor bedrijfsleven en hypotheekleningen zorgt ervoor dat financieren met schulden relatief goedkoper is dan financieren met eigen vermogen. Het verplichte sparen via pensioenfondsen zorgt dat veel vermogen niet direct beschikbaar is en starters op de huizenmarkt relatief hoge schulden moeten aangaan.

Voor de crisis werd de groei van leningen vooral als een positieve ontwikkeling gezien. In de economische wetenschap werd breed aangenomen dat een toename van kredietverlening (als percentage van het bbp) niet alleen positief gecorreleerd is met economische groei, maar deze zelfs in belangrijke mate veroorzaakt, hoewel



het empirische bewijs hiervoor beperkt was (Levine 1997; Bijlsma en Dubovik 2014: 2). Daarnaast werd de stijging ook op niveau van individuen gezien als een positieve ontwikkeling. Er werd gesproken van democratisering van financiële dienstverlening. Toegang tot financiering was niet langer iets dat alleen was weggelegd voor het meest welvarende deel van de bevolking. Alle burgers zouden nu de kans hebben om zichzelf te ontwikkelen en hun toekomstige inkomens te vergroten (Debelle 2004; Rajan en Zingales 2004).

Sinds de crisis is er veel meer aandacht voor de schaduwzijden van hoge private schulden. Er is inmiddels sprake van een nieuwe consensus over het verband tussen private schulden en economische groei: er kan ook sprake zijn van te veel schulden (Arcand et al. 2015; OESO 2015; Cecchetti en Kharroubi 2012; 2015). Uit recent onderzoek blijkt dat de relatie tussen kredietverlening en economische groei een 'omgekeerde U-vorm' heeft. Een land dat financieel onderontwikkeld is, heeft baat bij een toename van kredietverlening. Bij financieel ontwikkelde landen gaat dit verband echter niet meer op: hier kan een toenemende kredietverlening boven een zekere grens juist de economische groei remmen (Rousseau en Wachtel 2011; Arcand et al. 2015). Waar die grens precies ligt valt niet makkelijk te zeggen. Wel concludeert de OESO (2015) dat de meeste OESO-landen – waaronder Nederland – boven deze grens zitten en *niet* gebaat zijn bij een verdere stijging van private schulden (zie WRR 2016: 50-51).

Bij de vraag of hoge private schulden in Nederland een probleem zijn, wordt snel verwezen naar de hoge betalingsmoraal. Het klopt dat er door banken in Nederland relatief weinig verliezen worden geleden op leningen. Het gaat ons hier echter om de macro-economische effecten van hoge schulden. Een hoog schuldenniveau brengt allereerst stabiliteitsrisico's met zich mee. Een crisis wordt vaak voorafgegaan door een sterke kredietgroei (Borio 2012; Schularick en Taylor 2012; Drehmann et al. 2011). Wanneer er een crisis is, zorgen deze hoge schulden er vervolgens ook voor dat het langer duurt om uit een crisis te geraken (Mian en Sufi 2010; IMF 2012: 96-100; IMF 2016a; Liu en Rosenberg 2013).

Daarnaast maken hoge schulden bestedingen volatieler. Uit een internationale vergelijking blijkt dat de volatiliteit van de Nederlandse consumptie van huishoudens hoog is ten opzichte van die in andere landen (Lukkezen en Elbourne 2015: 10). Door hoge private schulden en vastzittend spaargeld (pensioenen) wordt de ruimte voor consumptie in Nederland sterk beïnvloed door de ontwikkeling van huizenprijzen en variaties in de rente. In principe werkt dit twee kanten op: bij opwaartse bewegingen voelen huizenbezitters zich rijker en gaan zij minder sparen en meer uitgeven; bij neerwaartse bewegingen werkt dit andersom. Hierdoor neemt het procyclische karakter van de economie toe. Per saldo lijkt het effect van deze volatiliteit echter negatief te zijn (SER 2013; WRR 2016). Hetzelfde fenomeen doet zich voor in het bedrijfsleven. Wanneer schulden ten opzichte van het eigen

vermogen groot zijn, zal ten tijde van conjuncturele neergang de continuïteit van een bedrijf eerder worden bedreigd, omdat op schuld altijd betaald moet worden, terwijl op eigen vermogen kan worden ingeteerd.

Hoge schulden in de samenleving zijn dus nadelig voor economische ontwikkeling. Verschillende auteurs wijzen erop dat niet alleen gekeken moet worden naar de omvang, maar ook naar de allocatie van krediet (zie box 4.1).

#### **Box 4.1      Allocatie van krediet**

De hoge omvang van private schulden is een belangrijk probleem van deze tijd. Omvang zegt echter niet alles: het gaat ook om de vraag wie toegang heeft tot krediet en tegen welke prijs – dus de bestemming van het krediet. Volgens diverse auteurs is de allocatie van krediet ook cruciaal (Arcand et al. 2015; Beck et al., 2012; Cecchetti en Kharroubi, 2012, 2015; Bezemer 2017). Hierbij kunnen we onderscheid maken tussen kredietverlening aan huishoudens, bedrijven, publieke instellingen en financiële instellingen. In figuur 4.2 zien we dat in de afgelopen decennia het aandeel bedrijfsleningen en leningen aan publieke instellingen in de totale bankbalans is afgenomen. Het aandeel leningen aan huishoudens en financiële instellingen onderling nam juist sterk toe. Dit hangt sterk samen met de explosieve groei van hypotheekverstrekking en veranderingen binnen het financiële systeem.

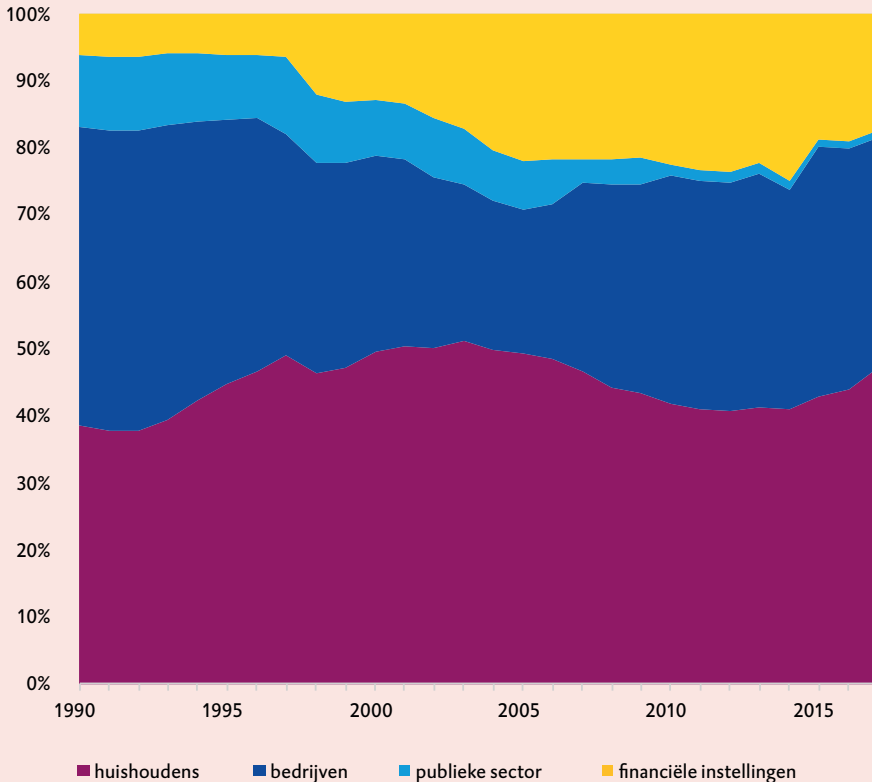
Volgens sommige auteurs heeft een dergelijke verschuiving van kredietverlening een negatief effect op economische ontwikkeling (zie bijvoorbeeld Turner 2015 voor een bespreking van de situatie in het Verenigd Koninkrijk; Bezemer en Muysken 2015; Jordá et al. 2014). Het is duidelijk dat sterke focus op hypotheekfinanciering en kredietverlening aan andere financiële instellingen schaduwzijden hebben. Hierbij geldt snel een zelfversterkend effect tussen kredietverlening en de prijzen van bezittingen, zoals huizen en aandelen, wat procyclische effecten heeft op de sector en de economie (zie ook WRR 2016).

Uit de relatieve verdeling van bancair krediet valt echter niet af te leiden of er ‘te weinig’ krediet naar het bedrijfsleven gaat. Als we kijken naar de omvang van leningen in termen van bbp, zijn banken in de afgelopen decennia niet minder gaan lenen aan het bedrijfsleven (op basis van DNB tabel 5.2.1). Bovendien financieren bedrijven zich ook op andere manieren, waarbij voor met name de grote bedrijven de kapitaalmarkten een optie zijn. Toch zijn er wel indicaties voor problemen op dit gebied. Die zorgen spitsen zich vooral toe op de financiering van kleinere ondernemingen. Er is sprake geweest van een algemene trend van relatiebankieren naar transactiebankieren, waarbij kredietverlening meer gebeurt op basis van gestandaardiseerde criteria dan op basis van kennis van de klant of de bedrijfstak (Boot en Ratnovski 2016). Dit heeft positieve effecten maar betekent ook dat gemakkelijk meetbare indicatoren doorslaggevend worden, terwijl moeilijker te meten aspecten aan belang inboeten. Voor kleine bedrijven en ondernemers

kan dit nadelig uitpakken. Bovendien zijn alternatieve financieringskanalen minder toegankelijk: voor bijvoorbeeld pensioenfondsen zijn mkb-leningen geen aantrekkelijke investeringsoptie, met name door schaalproblemen (SER 2013; Europese Commissie 2013).

### Figuur 4.2 Allocatie van bankleningen

Relatieve aandeel van kredietcategorieën in totale bankleningen



Bron: Samengesteld op basis van DNB-tabel 5.2.1.

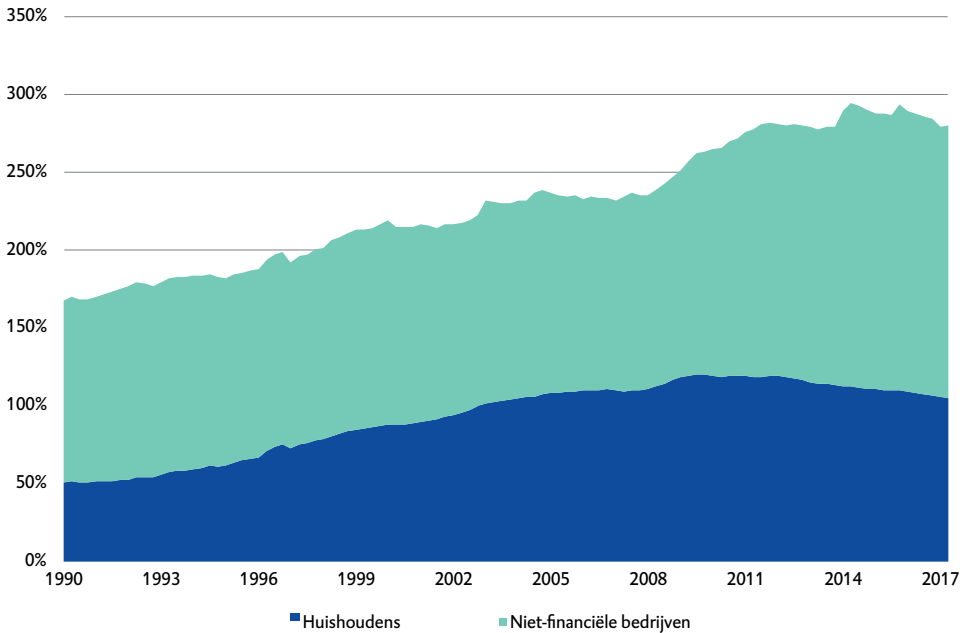
#### 4.1.3 AFBOUWEN VAN SCHULDEN

Onze huidige hoge private schulden zijn vanuit het oogpunt van stabiliteit en evenwichtige economische groei zorgelijk. Het verminderen van de uitstaande schuld waardoor de hefboom daalt – in jargon: *deleveragen* – lijkt voor de hand te liggen. Dit is in het huidige financiële systeem echter verre van eenvoudig. In Nederland zijn de totale private schulden zowel absoluut als relatief hoger dan voor de crisis. In absolute termen zijn zij gestegen van €1.400 miljard euro in juni 2007, naar meer dan €2.000 miljard in 2017 (BIS total credit statistics). Als percentage van bbp zijn de schulden in dezelfde tijd gestegen van rond de 230 procent

naar rond de 280 procent (zie figuur 4.3). Ondanks de toegenomen bewustwording van de risico's van zo'n hoge schuldenlast, zijn de private schulden dus niet lager dan voor de crisis.

**Figuur 4.3** Omvang van schulden in Nederland

*Schulden private sector als percentage van het bbp*



Bron: BIS total credit statistics.

Het is ook niet eenvoudig om na een crisis schulden af te bouwen. Wanneer huishoudens en bedrijven hun schulden proberen af te betalen, daalt de beschikbare ruimte voor consumptie. Dit remt de economische groei, waardoor de werkloosheid kan toenemen en paradoxaal genoeg de omvang van private schulden als percentage van het bbp juist kan toenemen. Bovendien kan het gepaard gaan met deflatoire (prijsverlagende) effecten, wat de economische groei nog verder belemmert. Kortom, hoewel het afbetalen van schulden potentieel economische voordelen heeft door verhoogde stabiliteit, kan dit op korte termijn de economie juist schaden (cf. Lo en Rogoff 2015; Mian en Sufi 2014; Pontuch 2014; Turner 2015).<sup>5</sup> Wanneer het afbetalen van schulden gebeurt door middel van overdracht van vermogen van ouders naar kinderen, is het negatieve effect op de consumptieve bestedingen minder groot.

Afbetalen is niet de enige manier om de schulden te verminderen. De andere opties hebben echter ook haken en ogen en zijn binnen het huidige systeem niet zonder meer inzetbaar. Na een crisis kan gekozen worden voor het herstructureren van schulden van huishoudens en bedrijven. Afhankelijk van hoe dit precies gebeurt, zou dit private schulden kunnen verminderen zonder dat dit direct leidt tot deflatie en lagere economische groei. Zo'n verlaging van schulden zou ook de basis kunnen vormen voor het aanzwengelen van consumptie en investeringen (Demertzis en Lehmann 2017). Het creëert echter verliezen voor kredietverstrekkers en kan daarmee leiden tot financiële instabiliteit. Een optie is dat de overheid een actieve rol speelt in de herstructurering. In beide gevallen leidt dit tot herverdelingseffecten (schuldenaren worden bevoordeeld ten opzichte van niet-schuldenaren en kredietverstrekkers). Daarnaast is de vraag of het wel haalbaar zou zijn in ons internationaal verweven financieel systeem. Herstructurering tussen schuldenaren en schuldeisers binnen één enkel rechtssysteem is al een hele opgave (Reinhart et al. 2015: 2) – wanneer zij echter over vele landen verspreid zijn, wordt die opgave nog vele malen groter.

Het kan ook zo zijn dat de schuldenlast niet absoluut, maar relatief afneemt. Wanneer de economie flink groeit maar de uitstaande schuld niet, vermindert dit de schuld als percentage van het bbp. Dit kan wanneer de groei wordt gefinancierd door middel van eigen vermogen en de brede geldhoeveelheid minder hard groeit dan de economie (omdat geldschepping steeds ook schuldcreatie is). De relatieve schuldenlast kan ook afnemen door inflatie. Dat veronderstelt op de lange termijn een grotere geldhoeveelheid. In ons huidige financiële systeem waar geldschepping voor het overgrote deel plaatsvindt door kredietverlening, gaat dit echter doorgaans juist gepaard met toenemende schulden – of deze geldgroei nu wordt veroorzaakt door bancaire kredietverstrekking of door kwantitatieve verruiming.

Er zijn manieren om de vraag aan te zwengelen zonder dat private schulden groeien. Dit kan allereerst door meer overheidsuitgaven en dus een stijging van publieke schulden. Bij monetaire financiering van overheidsuitgaven en 'helikoptergeld' nemen ook de publieke schulden niet toe. Monetaire financiering betekent dat overheidsuitgaven direct worden gefinancierd door de centrale bank. Dit is echter momenteel verboden in het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie (art 123). Bij 'helikoptergeld' stort de centrale bank nieuw gecreëerd geld direct op de rekeningen van huishoudens. Het is niet helemaal zeker dat helikoptergeld ook onder het genoemde verbod op monetaire financiering valt. Ook deze opties roepen echter weer tal van vragen op, waar we later op in zullen gaan (zie subparagraaf 7.1.3). Duidelijk is echter wel dat het altijd een ingewikkelde opgave is om de schuldenlast te verminderen na een crisis en die opgave wordt niet makkelijker wanneer er zoveel internationale verwevenheden bestaan. Een systeem van geldschepping waarin de creatie van geld en schuld onlosmakelijk met elkaar verbonden zijn, maakt het nog lastiger.

## 4.2 STABILITEIT

Het tweede doel is stabiliteit. Financiële instabiliteit heeft brede maatschappelijke gevolgen. Wanneer een bank omvalt, zijn rekeninghouders hun geld kwijt of, voor zover hun tegoeden onder het depositogarantiestelsel vallen, kunnen zij hier tijdelijk niet bij. Dit klinkt wellicht niet meteen dramatisch, maar omdat 90 à 95 procent van onze geldhoeveelheid giraal is, kan een crisis bij een grote bank het voor miljoenen mensen en bedrijven onmogelijk maken om betalingen te doen en wordt daarmee de dagelijkse gang van zaken ernstig ontwricht. Obligatie- en aandeelhouders en houders van achtergestelde deposito's<sup>6</sup> zijn bovendien hun investering kwijt en de kredietverlening door de bank komt stil te liggen.

Instabiliteit van het financiële systeem als geheel, zoals in 2008, heeft nog veel bredere effecten op de maatschappij. Naast de directe kosten zoals het redden van banken, leidt een financiële crisis ook tot hoge indirecte kosten. Een crisis heeft een groot negatief effect op economische groei, bedrijfsinvesteringen en vertrouwen en gaat doorgaans gepaard met een groot welvaartsverlies. De werkloosheid neemt tijdens een crisis flink toe. Langdurige werkloosheid gaat gepaard met een verlies van kennis en expertise, wat op de langere termijn de negatieve economische gevolgen versterkt en mogelijk tot structureel hogere werkloosheid leidt (WRR 2016: 160-1; Layard et al. 1991). Ook heeft een crisis negatieve gevolgen voor de publieke financiën (hier komen we in paragraaf 4.3 op terug). Overigens kan financiële instabiliteit ook zonder een crisis in de reële economie nadelige economische gevolgen hebben: wanneer private bezittingen (zoals huizen) sterk in waarde dalen terwijl de verplichtingen (schulden) gelijk blijven, vormt dit een rem op economische groei (Borio 2012; Turner 2014).

In deze paragraaf kijken we eerst naar de stabiliteit van individuele banken en dan naar de stabiliteit van het systeem. Uiteraard zijn deze twee zaken innig verweven: de instabiliteit van een (systeem)bank kan het hele financiële systeem aan het wankelen brengen en andersom levert de instabiliteit van het financiële systeem ook grote problemen op voor individuele banken. Hierbij moet worden aangetekend dat het niet gaat over het streven naar de absolute stabiliteit van iedere individuele instelling. Juist voor de stabiliteit van het gehele systeem, kan het belangrijk zijn dat een instelling kan falen of kan worden geherstructureerd.

### 4.2.1 STABILITEIT VAN INDIVIDUELE BANKEN

De fragiliteit van individuele banken hangt in belangrijke mate samen met de looptijdtransformatie en risicotransformatie die binnen een bank plaatsvinden. King (2016: 104) spreekt over de alchemie van de bankensector. Looptijdtransformatie en risicotransformatie hebben belangrijke voordelen in termen van beschik-

bare financiering en het rendement dat op spaargeld kan worden behaald, maar maakt banken ook inherent instabiel en gevoelig voor bankruns en schommelingen in de economie en financiële markten.

Een bank kan niet onmiddellijk bij opvraging van girale tegoeden aan alle verplichtingen die zij heeft voldoen: de bezittingen van een bank bestaan voor een significant deel uit langlopende leningen die niet direct liquide (te gelde) te maken zijn. In geval van problemen hebben mensen die hun geld als eerste ophalen meer kans om dat geld daadwerkelijk te krijgen dan mensen die later komen. Er bestaat dus het risico op een bankrun. Als mensen twijfelen of ze hun geld kunnen opnemen, gaan rekeninghouders massaal en gelijktijdig naar de bank. Er zijn diverse instrumenten om een bankrun te voorkomen. Centrale banken kunnen liquiditeitssteun verlenen. Veel landen hebben depositogarantiestelsels. Dit betekent dat rekeninghouders ervan uit kunnen gaan dat hun tegoeden tot een bepaald bedrag gegarandeerd zijn (in Europa momenteel €100.000).<sup>7</sup>

Het risico op een bankrun is hiermee echter niet verdwenen. Depositogarantiestelsels waarborgen vaak slechts bepaalde soorten tegoeden tot een bepaalde hoogte, en dekken derhalve maar een deel van de verplichtingen die banken hebben af (Cannas et al. 2014). De grote bedragen die professionele partijen beheren vallen niet onder het depositogarantiestelsel en worden vaak als eerste weggehaald. Het risico bestaat dus nog steeds. We zullen de twee aspecten – looptijdtransformatie en risicotransformatie – die banken gevoelig maken voor dergelijke problemen nader bespreken.

Looptijdtransformatie betekent dat de looptijd van de bezittingen van een bank (zoals een verstrekte lening) verschilt van de looptijd van de schulden (zoals een giraal tegoed of een lening op de geldmarkt). Een bank heeft bijvoorbeeld een hypotheek verstrekt met een looptijd van dertig jaar, terwijl het geld op de girale rekeningen op ieder moment opneembaar is en een lening op de geldmarkt al na een dag verloopt.

Het verschil in looptijd tussen de bezittingen en de schulden van de bank, zorgt voor een liquiditeitsrisico. De bank moet de tegoeden van rekeninghouders onmiddellijk kunnen betalen, terwijl de schulden van anderen aan de bank voor een groot deel niet direct opeisbaar zijn. Dit betekent dat wanneer schuldeisers van de bank (rekeninghouders en verstrekkers van kortlopende leningen) in groten getale hun tegoeden weghalen, de bank niet voldoende centralebankreserves of andere liquide bezittingen in huis heeft om hieraan te voldoen. De bank moet dan een deel van haar bezittingen verkopen om hieraan te voldoen of bij de centrale bank tegen onderpand belenen (Bank of England 2013). Of dat lukt hangt af van de omvang van de liquiditeitsvraag en of de bank haar bezittingen gemakkelijk op de markt kan verkopen of belenen. In normale tijden zal dat minder een probleem

zijn dan tijdens een crisis. In een crisis drogen veel markten op en zij er geen kopers voor de bezittingen of kan een bank haar bezittingen alleen verkopen tegen een veel lagere prijs dan waarvoor zij in de boeken staan.

In de jaren voor de crisis was het verschil tussen de looptijd van de bezittingen en de looptijd van de schulden sterk toegenomen. Een belangrijke reden hiervoor is dat banken in de afgelopen decennia hun activiteiten meer en meer zijn gaan financieren door middel van kortlopende leningen op de geld- en kapitaalmarkten (Brunnermeier et al. 2009). Individuele banken waanden zich beschermd tegen het liquiditeitsrisico, omdat zij erop vertrouwden dat zij in geval van problemen altijd een beroep konden doen op deze financieringsmarkten. De crisis maakte echter duidelijk dat deze financieringsbron zomaar kan opdrogen, met een acuut liquiditeitstekort tot gevolg (Brunnermeier et al. 2009). Sinds de crisis is hier meer aandacht voor, maar Nederlandse banken zijn in “internationaal perspectief nog steeds relatief sterk afhankelijk van marktfinanciering, en daarmee kwetsbaar voor onrust op financiële markten” (DNB 2017: 17).

Risicotransformatie betekent dat aan de ene kant van de balans risicovolle eigendommen staan die in waarde kunnen fluctueren, terwijl aan de andere kant van de balans schulden staan tegen een vast bedrag. De leningen die een bank heeft verstrekt en haar financiële bezittingen kunnen in waarde fluctueren, terwijl de bank tegen een rekening waarop €1.000 staat altijd €1.000 moet kunnen geven, plus eventuele rente.

Schommelingen in de waarde van de bezittingen kunnen door het eigen vermogen van de bank tot op zekere hoogte worden opgevangen. Als het verlies op bezittingen het eigen vermogen van de bank overstijgt, is de bank failliet. De solvabiliteit van de bank bepaalt of de bank voldoende eigen vermogen heeft om schokken in de waarde van de bezittingen op te vangen. De risico's van insolventie en illiquiditeit zijn overigens aan elkaar gerelateerd en in tijden van crisis lang niet altijd makkelijk uit elkaar te houden. Liquiditeitsproblemen kunnen snel overgaan in solvabiliteitsproblemen en vice versa (Goodhart 2007).

Het aandeel eigen vermogen in de financiering van banken nam de afgelopen decennia sterk af. De grote groei van bancaire balansen werd in steeds mindere mate gefinancierd met eigen vermogen. Met andere woorden: het aandeel eigen vermogen ten opzichte van de totale balans (hefboomratio) nam sterk af. Weinig eigen vermogen maakt banken gevoeliger voor schokken en vergroot het procyclische gedrag van banken. Bij lage ratio's zullen relatief beperkte verliezen (of winsten) leiden tot een sterke balansverkorting (of -verlenging) (Schoenmaker en Wierts 2015). Sinds de crisis is werk gemaakt van het verhogen van het eigen vermogen van banken. Het is in Nederland gestegen van rond de 3 procent in 2007 naar rond de 6 procent vandaag de dag (DNB tabel 10.1).<sup>8</sup> Elders in Europa is dit niet



veel hoger (WRR 2016). Hoewel we dus een verbetering zien, is het eigen vermogen van banken nog steeds relatief laag. Ter vergelijking: bij mkb-bedrijven ligt het rond de 33 procent en bij het grootbedrijf rond 48 procent (Verhoeven et al. 2010).

#### 4.2.2 SYSTEEMINSTABILITEIT

De stabiliteit van het systeem is niet simpelweg de optelsom van de stabiliteit van individuele banken, zoals tijdens de crisis duidelijk werd. Het financiële stelsel heeft ook te maken met systeemrisico's, doorgaans gedefinieerd als "het risico dat zich ontwikkelingen voordoen die het stelsel als geheel bedreigen, waardoor uiteindelijk de economie forse schade oploopt" (DNB 2016a: 8). In de literatuur wordt voor analytische doeleinden hierbij een onderscheid gemaakt tussen kwetsbaarheden als gevolg van (1) de opbouw van grote onevenwichtigheden, zoals hoge schulden en de ontwikkeling van zeepbellen; en (2) de structuur van de sector, zoals grote financiële instellingen (*too big to fail*) en wederzijdse afhankelijkheden (zie DNB 2016a; IMF-FSB-BIS 2016).

Ten eerste: een financieel systeem zal altijd schokken kennen. Economische en financiële cycli gaan gepaard met perioden van collectief optimisme en pessimisme. Zoals Rien Nagel (oud-bestuurder van de Rabobank) het beeldend formuleerde: "Wij zijn als bank onderdeel van de kudde. Je kunt aan de rand van de kudde gaan lopen, maar niet te ver ernaast, daar is geen leven. Dus als iedereen dankzij gunstige economische ontwikkelingen opeens vijf keer een jaarsalaris gaat uitlenen als hypotheek, in plaats van de drie keer die jij nog als maximum hanteert, ga je vanzelf met de rest mee" (geciteerd in Keuning 2017).

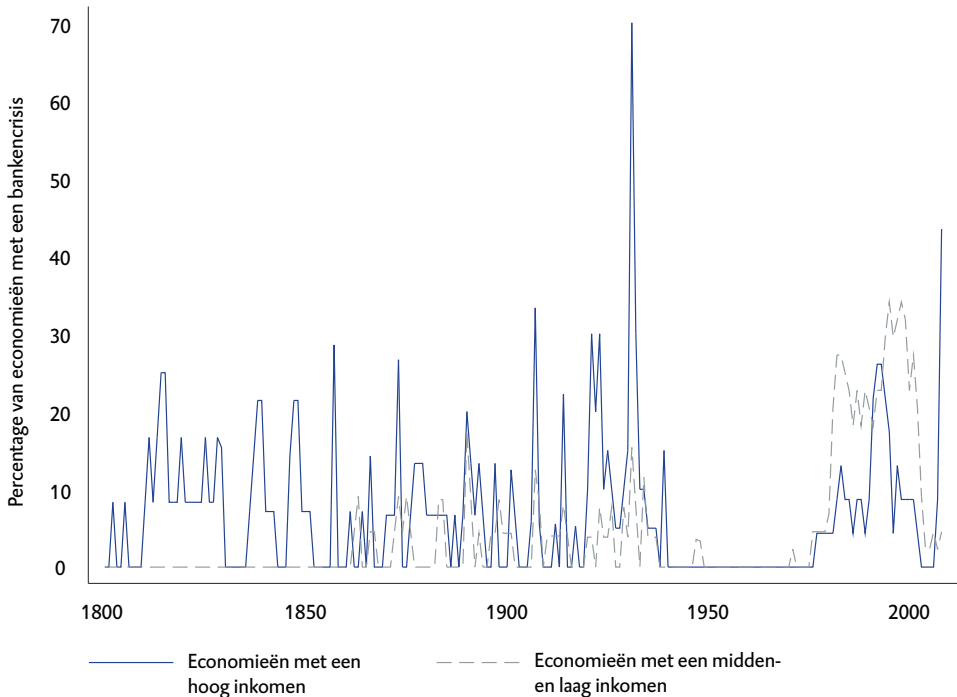
Toekomstverwachtingen van marktspelers zijn van groot belang voor het functioneren van het financiële systeem, zowel in aanloop naar een crisis als daarna. Wanneer een lening wordt verstrekt door een bank zit daar een element van verwachting in over toekomstige inkomstenstromen en, bij veel leningen, de waarde van het onderpand. De prijs van andere financiële instrumenten hangt ook af van verwachtingen over de toekomst. Een aandeel zakt in waarde als de verwachtingen over de winst de komende jaren naar beneden worden bijgesteld. Ook obligaties dalen in waarde wanneer de toekomst er minder rooskleurig uitziet.<sup>9</sup>

Deze verwachtingen zijn niet alleen gebaseerd op berekeningen van bekende risico's. Er is in de financiële wereld, zoals King in navolging van Knight en Keynes zegt, sprake van fundamentele onzekerheid (King 2016: 131). Risico's kunnen berekend worden en daar kan een gefundeerde beslissing uit volgen. Bij onzekerheid kan men zich voor een beslissing alleen baseren op intuïtie, verhalen en sociale normen. Dit betekent dat veranderingen in perceptie of afnemend vertrouwen kunnen leiden tot heel andere oordelen en verandering in de bereidheid om financiële bezittingen te kopen (King 2016: 150).

In tijden van groot vertrouwen in de toekomst worden toekomstige inkomens positief ingeschat, worden gemakkelijk leningen verstrekt (vanuit het perspectief van een individuele bank kan het zelfs irrationeel zijn om dat niet te doen, zoals uit bovenstaand citaat blijkt) en worden financiële bezittingen hoog gewaardeerd. De positieve verwachtingen zorgen ook bij burgers en bedrijven tot een grotere bereidheid om schulden op zich te nemen. Dit kan leiden tot een stijging van de waarde van bezittingen zoals huizen en aandelen, wat weer het optimisme en de waarde van het onderpand versterkt. Zo versterken de stijging van huizenprijzen en kredietgroei elkaar. Dit alles draagt bij aan hogere winsten en groei, wat de dynamiek nog verder versterkt. Er is sprake van hoogconjunctuur en een sterke groei van kredietverstrekking.

Relatief kleine, onverwachte veranderingen zoals tegenvallende winsten kunnen het algemene vertrouwen doen kantelen. Dit heeft mogelijk tot gevolg dat de waarde van de financiële bezittingen van alle banken afneemt, er minder kopers zijn voor bepaalde bezittingen en dat banken uiteindelijk in financiële problemen kunnen raken. Veel spelers twijfelen dan aan de houdbaarheid van hun investeringen en proberen bepaalde bezittingen te verkopen. Banken zullen in zo'n geval ook minder bereid zijn om leningen te verstrekken en burgers en bedrijven zullen minder snel een lening aangaan. Huiseigenaren zien de waarde van hun huis dalen maar hun hypotheekschuld niet. Zij voelen zich genoodzaakt de broekriem aan te trekken, wat een verder negatief effect kan hebben op de financiële situatie. In het ergste geval kan er paniek ontstaan; de voorheen positieve zelfversterkende effecten werken nu in omgekeerde richting, maar veel heftiger. Er is sprake van grote dalingen in de waarde van bezittingen in combinatie met het opdrogen van marktliquiditeit (Adrian en Shin 2008).<sup>10</sup> Financiële instellingen raken in de problemen omdat zij toegang tot financiering verliezen. Er ontstaat twijfel over de solvabiliteit van financiële instellingen. Kortom, de hoogconjunctuur is omgeslagen in een flinke crisis (Borio 2012; King 2016; zie WRR 2016).<sup>11</sup>

De afwisseling van collectief optimisme en pessimisme is een constante in de geschiedenis. Het is niet realistisch om te verwachten dat we het systeem ooit helemaal 'stormvast' kunnen krijgen. Wel moeten we ervan uit kunnen gaan dat het financiële systeem schokken van enige omvang kan opvangen (Borio en Drehmann 2009: 5). Door opgebouwde onevenwichtigheden en de structuur van de sector is het probleem van systeeminstabiliteit vergroot. Financiële instabiliteit is sinds de jaren zeventig een structureel probleem geworden, na decennia van afwezigheid (Taylor 2012; WRR 2016: 70-71; zie figuur 4.4). De kans op schokken is flink toegenomen, terwijl de schokabsorberende vermogens juist afnamen.

**Figuur 4.4 De frequentie van bankencrisis sinds 1800**

De onevenwichtigheden in het huidige systeem blijken vooral uit een sterke groei van schulden, zowel binnen de financiële als niet-financiële private sector (Schularick en Taylor 2012; WRR 2016). Zoals hierboven uiteengezet zijn private schulden flink gegroeid. Het beperkte eigen vermogen ten opzichte van deze schulden biedt minder ruimte om schokken op te vangen. In de vorige subparagraaf bespraken we al dat banken nog steeds weinig eigen vermogen hebben, ondanks verbeteringen sinds de crisis. Ook bij bedrijven en burgers is de schuld in verhouding tot het eigen vermogen de afgelopen decennia flink toegenomen (Schularick en Taylor 2012; WRR 2016). Dat betekent dat kleine economische schommelingen financiële instellingen, bedrijven en consumenten snel in de problemen kunnen brengen. Een financiële sector en een samenleving met weinig eigen vermogen zijn zeer gevoelig voor schokken in het systeem (Bezemer en Muysken 2015; WRR 2016).

Naast de toegenomen schulden, speelt ook de veranderende structuur een rol bij de toegenomen fragiliteit. Het gaat dan met name over de weggevallen schotten en toegenomen uniformiteit. Door de liberalisering van internationale kapitaalstromen en de ontmanteling van andere barrières zijn voorheen primair nationaal georiënteerde financiële systemen aanzienlijk geïnternationaliseerd. Deze financiële globalisering heeft belangrijke voordelen, maar zorgt wel voor een snelle vertaling van lokale naar mondiale problemen en vice versa.

Bovendien is sprake van een toename van verwevenheden tussen verschillende activiteiten. Waar in de naoorlogse periode financiële systemen nog waren gesegmenteerd in verschillende ‘compartimenten’, zijn scheidslijnen tussen verschillende typen financiële instellingen meer en meer verdwenen. Uiteenlopende financiële activiteiten staan op dezelfde balans en zijn zo met elkaar verweven geraakt. Hoewel op instellingsniveau deze spreiding van activiteiten het schok-absorberend vermogen kan vergroten, kan het systeem als geheel juist vatbaarder worden voor instabiliteit (Haldane 2009).<sup>12</sup> Het feit dat de dagelijkse beweging in de aandelenkoersen van banken meer samenhangen dan die van bedrijven in andere sectoren, is een indicatie dat beleggers zich ook van deze systeemrisico’s bewust zijn (De Vries 2005; Muns en Bijlsma 2015).<sup>13</sup> Daarnaast zijn financiële instellingen steeds meer met elkaar verweven geraakt. Het gaat hier niet alleen om banken onderling, maar ook over verwevenheid met andere financiële instellingen (zie box 4.2). Ten slotte zijn er instellingen ontstaan die zo omvangrijk of belangrijk zijn voor het functioneren van het systeem, dat problemen bij deze instellingen een grote bedreiging voor het geheel vormen.

#### **Box 4.2**      **Het schaduwbankwezen**

De crisis van 2007-2009 liet zien dat de bron van systeeminstabiliteit zich ook buiten het formele bankwezen kan bevinden. Volgens velen was in belangrijke opzichten sprake van een ‘*shadow banking crisis*’, waarbij de eerste problemen zich aandienen bij instellingen die strikt genomen geen bank waren (omdat ze geen bankvergunning hadden) en de problemen daarna pas oversloegen naar banken. Dit kan de suggestie wekken dat het gaat om een losstaand onderdeel binnen de financiële sector. Dat is echter niet het geval. Deze schaduwbankinstellingen waren nauw verweven met het bankwezen, doordat banken aan deze instellingen krediet of garanties hadden verstrekt, of doordat de instellingen juist banken financierden. Bovendien waren veel van de instellingen die tijdens de crisis in problemen raakten speciaal door banken opgezet om wet- en regelgeving te omzeilen.

Er zijn uiteenlopende definities van wat wel en niet behoort tot het schaduwbankwezen. Een brede definitie ziet het als alle financiële instellingen die niet behoren tot het bankwezen, pensioenfondsen en verzekeringsinstellingen (zie bijvoorbeeld ESRB 2018). Het nadeel van deze definitie is dat het veel verschillende instellingen op een hoop gooit die heel sterk van elkaar verschillen, zowel wat betreft activiteiten als wat betreft stabiliteitsrisico’s. De FSB (2015) hanteert dan ook een smallere definitie, waarin het alleen gaat om instellingen die activiteiten ontplooiën en risico’s lopen die sterk lijken op de activiteiten en risico’s van banken (zoals kredietverlening op basis van kortlopende schulden). Dan gaat het bijvoorbeeld om instellingen die zich bezighouden met securitisatie, ‘open-ended’ beleggingsfondsen en ‘broker dealers’.

Uiteraard heeft de gehanteerde definitie van het schaduwbankwezen veel invloed op de inschatting van de omvang ervan. Zo had met de brede definitie het Nederlandse schaduwbankwezen in 2014 een balansomvang van €5,552 miljard (826% ten opzichte van het bbp), terwijl het met de smallere definitie €207 miljard was (31% ten opzichte van het bbp) (zie Van der Veer et al. 2015). Dit enorme verschil komt vooral door de vele ‘bijzondere financiële instellingen’ die in Nederland staan geregistreerd – instellingen die door multinationals zijn opgezet vanwege het soepele belastingregime – maar niet binnen de smalle definitie van schaduwbankieren vallen en niet direct gelieerd zijn aan de bestaande banken.

Vanuit het oogpunt van financiële stabiliteit zijn er drie belangrijke vragen: (1) Wat zijn de kwetsbaarheden binnen het schaduwbankwezen?; (2) Hoe vertalen die kwetsbaarheden zich (mogelijk via het reguliere bankwezen) naar de samenleving?; en (3) Welk beleid is nodig om deze kwetsbaarheden weg te nemen?. Na de crisis hebben beleidsmakers veel aandacht besteed aan deze vragen. Toch zijn er nog veel open vragen. Veel instellingen vallen nog altijd buiten de reikwijdte van beleid en toezicht en het begrip over de mogelijke kwetsbaarheden van verschillende instellingen is nog steeds beperkt. Uiteraard kan de groei van niet-bancaire financiële intermediaatiedragen aan financiële stabiliteit en economische groei, maar de mogelijke risico's moeten niet worden onderschat.

Overigens zou een volgende financiële crisis ook uit een hele andere hoek kunnen komen. Denk bijvoorbeeld aan cyberaanvallen op cruciale onderdelen van het monetair-financieel systeem. Deze komen steeds vaker voor en worden gevaarlijker. Voor banken is cybersecurity inmiddels een topprioriteit (BIS 2014b: 1). Cyber-risico's kunnen een bedreiging vormen voor het totale systeem en net als financiële risico's worden deze risico's vergroot door de grote verwevenheden binnen het financiële systeem (Bank of England 2015).

### 4.3 RECHTVAARDIGHEID

Een belangrijke eis aan het monetair-financieel systeem is rechtvaardigheid. Rechtvaardigheid gaat over de verdeling van kosten, baten en risico's. Wie ontvangen de baten, bij wie slaan de kosten neer en hoe zijn de risico's verdeeld?

Een eerste vraag vloeit voort uit de instabiliteit van het financiële systeem. Er zijn zeer grote publieke kosten verbonden aan financiële crises. Dit betreft zowel *directe* kosten (bijvoorbeeld de kosten om financiële instellingen te redden) als *indirecte* kosten (werkloosheid, verslechtering van overheidsfinanciën). Een tweede vraag betreft de financiële voordelen die banken genieten door overheidsbeleid, de bijzondere positie die zij in het betalingsverkeer innemen en scheve concurrentieverhoudingen. Ten slotte zijn er vragen over de verdeling van de kosten, baten en risico's van toegenomen schulden.

#### 4.3.1 DE PUBLIEKE KOSTEN VAN EEN CRISIS

De winsten van voor de crisis zijn voor de bank, de kosten van de crisis voor de overheid en de burger, zo klonk het na de crisis.<sup>14</sup> In hoeverre klopt die bewering? We gaan eerst in op de kosten van een crisis en daarna op de baten in de periode voor de crisis.

Zoals in de vorige paragraaf beschreven hebben financiële crises grote economische en maatschappelijke gevolgen: denk aan verlies van vermogen, bedrijfsfaillissementen, toenemende werkloosheid en huisuitzettingen. Vandaar dat de overheid tijdens een crisis op verschillende manieren ingrijpt om het systeem overeind te houden en te zorgen dat de crisis niet verergert. Zij doet dat via liquiditeits- of kapitaalinjecties, het overnemen van probleemleningen, het afgeven van garanties of zelfs het nationaliseren van financiële instellingen.

Het idee dat een overheid tijdens een crisis dient in te grijpen om erger te voorkomen is niet nieuw. De garantie die de overheid daarmee, impliciet of expliciet, afgeeft is in de afgelopen decennia echter sterk in omvang gegroeid. Ten eerste is de omvang van banken als percentage van het bbp flink toegenomen (ESRB ASC 2014: 7). De groei van het schaduwbankwezen en de verwevenheid daarvan met banken betekent ook dat toezichthouders zich steeds meer zorgen moeten maken over de stabiliteit van financiële instellingen die strikt genomen geen bank zijn. Zo bleek de val van Lehman Brothers in september 2008 de aanleiding voor een wereldwijde crisis. Daarom heeft geen overheid daarna nog overwogen een belangrijke financiële instelling failliet te laten gaan.<sup>15</sup>

Tijdens de crisis zagen we welke enorme omvang deze garantstelling feitelijk had aangenomen. De overheid had praktisch geen andere keuze dan omvangrijke financiële steun te verlenen. Dat zijn de directe kosten van een crisis. De omvang van de door de Nederlandse staat verleende steun aan banken (in de vorm van kapitaalinjecties, overnemen van problematische financiële bezittingen en garanties) bedroeg 27,3 procent van het bbp (DNB 2011), wat ongeveer neerkomt op €174 miljard.

Vanzelfsprekend betekent staatssteun niet meteen *verliezen* voor de overheid: in het geval van de aankoop van aandelen of de overname van probleemleningen verkrijgt de overheid financiële bezittingen die op termijn iets kunnen opleveren. Op de garantstelling voor de ING heeft de staat bijvoorbeeld voordeel behaald (Algemene Rekenkamer 2016). Garanties hoeven bovendien niet altijd ingeroepen te worden. Toch zijn de *netto kosten* van steun vaak substantieel (IMF 2015). Dit was niet anders bij de crisis van 2007-2009. Tussen 2008 en 2014 liepen de *directe verliezen* van eurozone-overheden op hun steun aan financiële instellingen op tot een bedrag van 4,7 procent van het bbp, grofweg €470 miljard. Dit bedrag kwam dan bovenop de bestaande staatsschuld. Daarbij waren er overigens behoorlijke ver-

schillen tussen landen, met als uitschieters Ierland (30 procent bbp), Griekenland (22 procent bbp) en Cyprus (19 procent bbp). Nederland lag met verliezen van 4,8 procent van het bbp rond het gemiddelde (ECB 2015). De directe overheidssteun betekende dus een flinke verslechtering van de overheidsfinanciën in de vorm van een sterk oplopende staatsschuld.

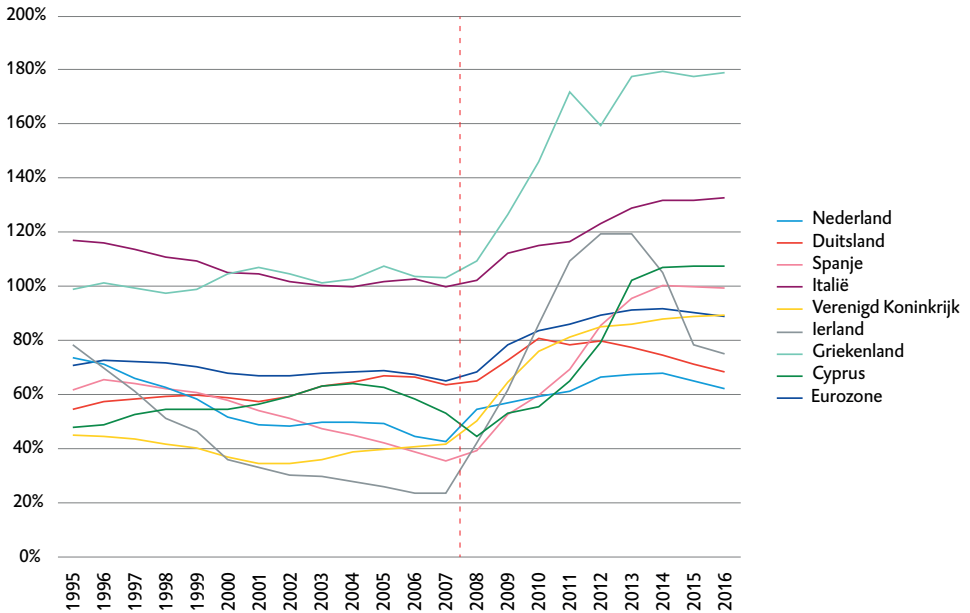
Naast de *directe* kosten brengt een crisis voor de overheid ook *indirecte* kosten met zich mee. Door een recessie, faillissementen en oplopende werkloosheid verslechteren de overheidsfinanciën, zowel vanwege misgelopen belastinginkomsten als door hogere socialezekerheidsuitgaven. Tijdens een recessie houden burgers en bedrijven hun hand stevig op de knip, waardoor de overheid kan besluiten tot het stimuleren van de economie door het vergroten van overheidsuitgaven, wat (in ieder geval op korte termijn) de overheidsfinanciën verslechtert.

Hoewel de directe kosten van het redden het meest zichtbaar zijn, zijn de indirecte kosten veel hoger (Turner 2015: 82; WRR 2016: 160; ECB 2015). De werkloosheid verdubbelde van 3,7% net voor de crisis (2008) naar 7,4% in 2014 (CBS). De Nederlandse overheidsschuld liep op van 260 miljard in 2006 naar 450 miljard in 2014 (CBS). Kijken we naar de landen uit de eurozone, dan nam van de schuld als percentage van het bbp toe met 27 procentpunten, waarvan dus slechts 4,7 procentpunten voortkwamen uit *directe* kosten.<sup>16</sup> In Nederland nam de totale overheidsschuld toe met ongeveer 25 procentpunten en lag daarmee rond het gemiddelde. Ierland (86 procentpunten), Griekenland (73 procentpunten), Spanje (62 procentpunten) en Cyprus (53 procentpunten) waren de negatieve uitschieters (ECB 2015). In figuur 4.5 zien we hoe ook in andere EU-landen de overheidsschulden flink toenamen na de financiële crisis.

De maatschappelijke onvrede over de hoge kosten van de crisis was – en is – hoog. Deze onvrede werd tevens gevoed door het gevoel dat een disproportioneel deel van de baten van de financiële hausse bij een relatief kleine groep lag, werknemers, managers en aandeelhouders in de financiële sector. Toch profiteren niet alleen bankiers van de hoogconjunctuur; ook overheden, bedrijven en burgers hebben profijt.<sup>17</sup> Het is lastig om precies te berekenen bij wie de baten van een financiële hausse terecht komen. Voor overheden is deze berekening wel gemaakt. Een hoogconjunctuur voorafgaand aan een financiële crisis heeft ook een *positief* effect op de overheidsfinanciën. De negatieve effecten van een financiële crisis overtreffen de daaraan voorafgaande positieve effecten echter substantieel. Per saldo zijn landen slechter af (IMF 2015: 13-15).

**Figuur 4.5** Overheidsschulden EU-landen

Percentage bbp



Bron: Eurostat data (2018)

Voor de crisis verdienden werknemers in de financiële sector (zelfs als gecorrigeerd wordt voor opleidingsniveau) substantieel meer dan werknemers in andere sectoren. Dit geldt helemaal als gekeken wordt naar de vergoedingen voor het management (Philippon en Reshef 2012; Denk 2015). Ook eigenaren van banken beleefden gouden tijden; door winstuitkeringen en de inkoop van eigen aandelen streken zij flinke bedragen op (zie ook Haldane et al. 2010). Het beeld dat winsten privaat zijn en de verliezen publiek is echter te zwart-wit: de baten reiken verder dan het bankwezen en ook direct betrokkenen hebben verliezen geleden. Toch zit er een kern van waarheid in het idee dat baten voor een belangrijk deel bij de sector terecht komen, terwijl de kosten breed gedragen worden (WRR 2016).

Na de crisis zijn diverse maatregelen genomen om deze problematiek te verminderen. De belangrijkste daarvan, de Europese *Bank Recovery and Resolution Directive* (BRRD), beoogt om in geval van crisis de *directe* kosten voor de overheid en dus de gehele bevolking te verlagen. De kosten voor het redden van een bank dienen voortaan hoofdzakelijk bij aandeelhouders, obligatiehouders en grote spaarders komen te liggen. Pas in allerlaatste instantie kan een beroep worden gedaan op publieke steun. Dit is een belangrijke maatregel, maar wel een die zich nog in de praktijk moet bewijzen (zie hoofdstuk 7).



#### 4.3.2 FINANCIËLE VOORDELEN VOOR BANKEN

De financiële sector heeft diverse financiële voordelen die andere sectoren niet toekomen. Volgens DNB (2015c: 31) profiteren Nederlandse banken “van een veelheid aan [...] subsidies, die in belangrijke mate voortkomen uit de fiscaliteit”. Volgens DNB leiden dergelijke subsidies tot “overaanbod en lagere welvaart”, aangezien activiteiten “alleen moeten worden gesubsidieerd wanneer zij anders minder worden aangeboden dan maatschappelijk wenselijk is.” De voordelen die banken genieten kunnen leiden tot een grotere financiële sector dan maatschappelijk wenselijk is.

Om wat voor soort steun gaat het? Doordat banken veel schuldfinanciering hebben (betaal- en spaartegoeden van mensen en bedrijven en andere schulden), hebben zij meer baat bij de renteaftrek op vreemd vermogen (schuld) dan gewone bedrijven dat hebben. Ook is de vraag naar leningen bij bedrijven groter dan deze zou zijn zonder de renteaftrek. Dit gaat niet per definitie om bankleningen. De hypotheekrenteaftrek zorgt ervoor dat mensen een hogere hypotheek kunnen nemen dan zij anders zouden kunnen betalen en zorgt dus ook voor een verhoogde vraag naar bankleningen. Dit is ook een indirecte steun voor de sector. De btw-vrijstelling die de financiële sector net als het onderwijs en de gezondheidszorg geniet, zorgt ervoor dat de vraag naar bancaire diensten groter is dan zonder die vrijstelling (Bettendorf en Cnossen 2014).<sup>18</sup> Fiscaal gefaciliteerd sparen, de overheids-garantie voor mkb-kredieten, de nationale hypotheekgarantie en de koopstarters-regelingen zijn andere vormen van indirecte steun aan de bankensector (zie DNB 2015c: 31-33). Hoewel deze zaken de banken indirect steunen, zijn zij niet met dit oogmerk ingesteld en dienen zij andere beleidsdoelen.

Daarnaast ontvangen banken impliciet of expliciet overheidssteun met het oog op het maatschappelijke belang van de sector. Zoals eerder beschreven heeft de financiële sector belangrijke functies op het gebied van betalen, financieren en verzekeren en heeft het omvallen van banken grote negatieve effecten. Sommige banken zijn hierdoor te groot om failliet te laten gaan. Tijdens een crisis worden banken dan ook op verschillende manieren ondersteund (zie vorige paragraaf). Ook worden de tegoeden van rekeninghouders tot een bepaald bedrag gegarandeerd.<sup>19</sup> Deze impliciete en expliciete overheidsgarantie betekent dat mensen en bedrijven bereid zijn een lagere rente op banktegoeden en andere leningen aan banken te accepteren dan wanneer zij meer risico zouden lopen (zie OESO 2012). Dit laatste punt raakt aan het bredere vraagstuk over de financiële voordelen voor commerciële banken vanwege hun rol als geldscheppende instellingen (zie box 4.3).

### Box 4.3 Geldscheppingsinkomen voor banken?

In de Kamer motie waarin de WRR wordt verzocht om onderzoek te doen naar geldschepping (Kamerstukken II, 2015-2016, 34346, nr. 19) wordt expliciet gevraagd om in te gaan op 'de omvang van de geldscheppingswinst'. Geldscheppingswinst (ook wel 'seigniorage' of 'sleischat' genoemd) wordt traditioneel gezien als het verschil tussen de productiekosten van geld en de waarde daarvan in het maatschappelijk verkeer. Wanneer de overheid een biljet van 10 euro maakt en de productiekosten zijn 10 cent, dan is de geldscheppingswinst bij de besteding ervan €9,90. Overigens ligt hieraan wel een beperkte opvatting over de kosten aan ten grondslag. De kosten van het genereren van het maatschappelijk vertrouwen dat nodig is om een stukje papier als geld te laten functioneren zijn veel breder dan enkel de productiekosten. Geld vereist immers tal van instituties, denk bijvoorbeeld aan een goed functionerend juridisch stelsel en een centrale bank (Giannini 2011: 14-15).

De traditionele benadering van geldscheppingswinst biedt weinig handvatten om de financiële voor- en nadelen van geldschepping in ons huidige stelsel te bepalen. Het heeft immers betrekking op een vorm van geldschepping – de overheid maakt geld en geeft het zelf uit – die binnen de EU verboden is. Geld wordt tegenwoordig door commerciële banken en centrale banken gecreëerd wanneer zij leningen verstrekken of financiële bezittingen aanschaffen, waarbij de commerciële banken doorgaans verreweg het meeste geld creëren. Zij besteden dit geld echter niet zelf, maar stellen het ter beschikking aan de lenende partij in de vorm van een banktegoed.

Omdat het traditionele perspectief dus weinig aanknopingspunten biedt is het interessant om te bezien of er ook andere manieren zijn om na te denken over de voordelen die deze spelers ontleenen aan het feit dat zij geldscheppende instellingen zijn. In de wetenschappelijke literatuur is er vooral aandacht voor geldscheppingswinst bij publieke instellingen (de centrale banken), maar weinig aandacht voor deze winst bij private instellingen (de commerciële banken). Volgens economen verbonden aan de New Economics Foundation en de Copenhagen Business School (Bjerg et al. 2017; Macfarlane et al. 2017) bestaat de private geldscheppingsopbrengst uit het financieringsvoordeel dat banken hebben doordat zij giraal geld kunnen creëren. De onderzoekers berekenen dit voordeel door de rente die banken betalen op girale tegoeden te vergelijken met de rente die banken zouden moeten betalen wanneer zij zich op een andere wijze zouden moeten financieren (de alternatieviekostenmethode).

Dit levert een relatief eenvoudige methode om de opbrengsten uit geldschepping te berekenen: we kijken naar de rente die banken betalen over de girale tegoeden en vergelijken die met de rente die banken anders zouden hebben moeten betalen (Bjerg et al. 2017). Er zijn echter drie belangrijke tekortkomingen aan deze methodiek. Ten eerste is het niet gemakkelijk te bepalen wat de rente is die banken 'anders hadden moeten betalen'. Kijken we naar rentes die banken op andere schulden moeten betalen? Of kijken we naar de rentes die andersoortige instellingen (financiële of zelfs niet-financiële) moeten betalen over hun schulden? En welke looptijd han-

teren we dan voor de schulden: kort of lang? Ten tweede houdt deze benadering maar zeer beperkt rekening met de kosten. Het feit dat banken voor financiering door middel van girale tegoeden een hele betaalinfrastructuur in de lucht moeten houden krijgt in deze benadering bijvoorbeeld geen aandacht. De kosten van deze financiering zijn hoger dan alleen de rentevergoedingen. Daar komt bij dat het aanbieden van bankrekeningen zo verweven is met de rest van de activiteiten, dat het lastig is om hier specifieke kosten aan toe te wijzen.<sup>20</sup> Ten slotte zegt het financieringsvoordeel nog niets over bij wie dat voordeel terecht komt: is het bij de kredietnemers van de bank (lagere rente op bankleningen), de werknemers (hoger loon) of de eigenaren (hoger dividend)?

Dit alles betekent uiteraard niet dat banken geen financiële voordelen behalen uit hun geldschepende rol. Voor de samenleving als geheel is de cruciale vraag echter niet zozeer welk deel van de bancaire inkomsten gezien moet worden als de 'geldscheppingsopbrengst', maar in hoeverre banken door hun onmisbare rol of door sterke concentratie in de sector een te groot deel van de 'taart' krijgen. Zoals uit diverse studies blijkt, laat de concurrentie in het Nederlandse bankwezen in een aantal opzichten te wensen over (zie DNB 2015c; ACM 2014). Volgens DNB (2015c: 41) vloeit dit voort uit de kenmerken van ons bankwezen, namelijk een "hoge marktconcentratie, toetredingsbarrières en moeilijk vergelijkbare producten". Banken hebben daarbij voordelen van verschillende impliciete en expliciete overheidsgaranties, zoals hierboven vermeld (ESRB ASC 2014; OESO 2015). Deze kenmerken suggereren dat sprake is van bancaire overwinsten (zie ook WRR 2016: 39). Een focus daarop lijkt logischer dan een focus op bancaire geldscheppingswinst.

Voor het bepalen van de opbrengst van publieke geldschepping (de uitgifte van bankbiljetten en centralebankreserves) wordt doorgaans niet gewerkt met deze 'alternatievekostenmethode'. Binnen de eurozone wordt gewerkt met het concept 'monetair inkomen'. Het gaat hier om de rente-inkomsten die de nationale centrale banken verdienen bij het implementeren van monetair beleid: het verschil in inkomsten op een deel van hun bezittingen en uitgaven op een deel van hun schulden. Wat betreft bezittingen gaat het om leningen aan commerciële banken en bepaalde waardepapieren, zoals obligaties die in het kader van kwantitatieve verruiming zijn aangekocht. Wat betreft schulden gaat het om centralebankreserves en contant geld. Het monetaire inkomen van alle nationale centrale banken wordt opgeteld en volgens een verdeelsleutel aan de centrale banken uitgekeerd. Voor DNB bedroegen de monetaire inkomsten over de periode 2002-2017 gemiddeld 770 miljoen euro per jaar (gemiddeld ongeveer 0,12 procent van het bbp).<sup>21</sup> Dit monetaire inkomen vormt samen met de inkomsten op andere uitzettingen het totale inkomen van DNB. Na aftrek van uiteenlopende kosten en voorzieningen wordt de winst uitgekeerd aan de Nederlandse overheid.

Banken en de diensten die zij aanbieden worden dus via een aantal kanalen ondersteund. Daarmee is echter nog niet gezegd bij wie die voordelen terecht komen. Het kan zijn dat de voordelen doorwerken in rente die consumenten betalen en

krijgen. Door sterke concentratie van veel financiële sectoren, met name die in Nederland, valt echter te betwijfelen in hoeverre financiële instellingen deze voordelen volledig doorgeven aan klanten. De OESO (2015) stelt dat hoge impliciete steun in belangrijke mate bijdraagt aan de “*financial sector wage premia*”, oftewel het feit dat medewerkers van financiële instellingen substantieel meer verdienen dan werknemers bij niet-financiële instellingen met een vergelijkbaar profiel (leeftijd, opleiding, etc.).

Daar komt bij dat ook *binnen* de financiële sector de baten ongelijk zijn verdeeld. De financieringsvoordelen komen vooral terecht bij systeemrelevante instellingen. Omdat de overheid feitelijk geen andere keuze heeft dan het redden van banken die cruciaal zijn voor het systeem, kunnen deze banken eigenlijk niet failliet gaan. Het gaat hier om het *too big to fail*-probleem. De omvang van dit voordeel voor systeembanken wordt door het CPB rond de 0,4 procent van het bbp geschat (Bijlsma en Mocking 2013). Dit komt neer op een jaarlijks bedrag van ongeveer €2,5 miljard. De OESO (2012) schat het nog hoger in, op ongeveer 0,5 procent van het bbp. Dit voordeel ontstaat bijvoorbeeld doordat kredietbeoordelingsbureaus de impliciete overheidssteun vertalen in een hogere kredietwaardigheid voor de systeeminstellingen, wat leidt tot lagere rentekosten (DNB 2018e: 47) en daarmee een financieringsvoordeel.

Het feit dat grote banken weten dat ze uiteindelijk gered worden, leidt er ook toe dat zij meer risico nemen (Adfonso et al. 2014; Carney 2014: 9). Zij durven risicovollere schulden aan te gaan en te opereren met een lagere hefboomratio. Dit kan een zelfversterkend effect hebben, waardoor deze cruciale instellingen steeds groter worden (Liikanen Report 2012: 23).

Beleidsmakers hebben sinds de crisis diverse maatregelen genomen om het *too big to fail*-probleem te reduceren. Zij kozen hierbij voor een ontmoedigingsbeleid: door heffingen of belastingen proberen zij de voordelen van systeemrelevantie tegen te gaan. Europese bankenregelgeving bepaalt dat toezichthouders systeemrelevante instellingen hogere kapitaaleisen kunnen opleggen, wat in de praktijk ook wordt toegepast. Het idee is dat banken dit ervaren als een ‘belasting’ op systeemrelevantie, en de hogere eis zou tegelijkertijd ervoor moeten zorgen dat het risico op het falen van deze instellingen vermindert. Beleidsmakers zijn een meer directe aanpak, bijvoorbeeld het opsplitsen van banken in verschillende onderdelen, uit de weg gegaan. Een Europees plan om bepaalde cruciale onderdelen van de bank te ‘omheinen’ zodat, in geval van nood, die delen eenvoudiger te redden zijn, is inmiddels van tafel. Wel stellen toezichthouders resolutieplannen op voor banken, wat het makkelijker moet maken om deze banken in geval van problemen af te wikkelen of een specifiek onderdeel in leven te houden. De *too big to fail*-problematiek is dus geadresseerd, maar niet verdwenen. Volgens G30-directeur Mackintosh (2014: 410): “*If a major international bank once again teeters on the brink of*

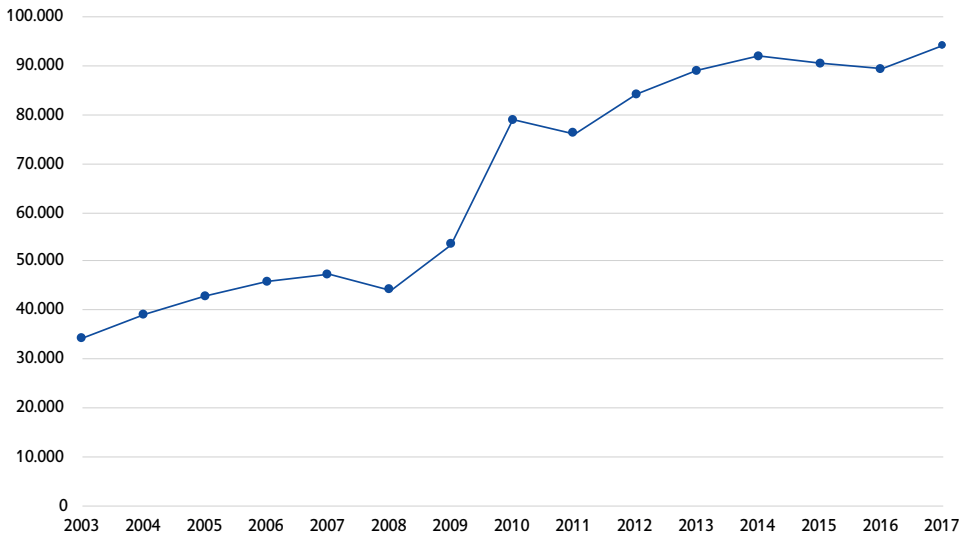
*collapse, no one in finance believes they would be allowed to fail.*” De recent uitgesproken voorkeur van ECB om nog grotere banken te creëren, helpt hier ook niet bij (Nouy 2018).

#### 4.3.3 BATEN EN LASTEN VAN TOEGENOMEN SCHULDEN

Ten slotte zijn er vragen over hoe de baten, kosten en risico's van toenemende financiering door schulden verdeeld worden. In theorie zou dit kunnen duiden op een 'democratisering van financiële dienstverlening', waarbij ook minder welvarende burgers de mogelijkheid krijgen om financiering aan te trekken en zo hun leven naar eigen inzicht vorm te geven (cf. Beck 2011). Uiteraard is goede toegankelijkheid van veilige en betaalbare financiële producten essentieel. In de praktijk zijn er echter ook risico's verbonden aan deze 'financialisering' van de samenleving. Diverse studies suggereren dat dit ook kan bijdragen aan toenemende economische ongelijkheid (OESO 2015). Om preciezer te zijn: toenemende economische ongelijkheid en een hoge groei van financiële dienstverlening kunnen elkaar wederzijds versterken (cf. Turner 2015: 119-124; OESO 2015).

De redenering gaat als volgt. Mensen met hoge inkomens en meer bezittingen profiteren aanzienlijk meer van de mogelijkheid tot lucratieve beleggingen en het aantrekken van goedkope financiering (OESO 2015: 24). Mensen met lagere inkomens en weinig bezittingen hebben daarentegen vaker hogere rentelasten (in verhouding tot hun inkomen), moeten zich dieper in de schulden steken en verliezen eerder hun baan en inkomsten tijdens een economische neergang. Wanneer mensen in de problemen komen met het afbetalen van leningen en meer moeten lenen om rond te kunnen komen, wordt het probleem alleen maar erger (Turner 2015: 123). Bovendien kunnen hoge schulden leiden tot meer stress en zorgen, met negatieve effecten op iemands gedrag en diens economische situatie. Dit draagt weer bij aan de schuldenproblematiek. Kortom, terwijl toegang tot krediet burgers kan helpen bij het naar eigen inzicht vormgeven van hun leven, doen problematische schulden hier juist afbreuk aan (Tiemeijer 2016; WRR 2017).

Deze schuldenproblematiek lijkt vooral te spelen in landen als het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten; in deze landen lenen relatief veel mensen voor private consumptie en zijn socialezekerheidsvoorzieningen sober (Mian en Sufi 2014). Toch is er ook in Nederland een groeiend aantal huishoudens met problematische schulden; inmiddels meer dan een half miljoen. Het komt geregeld voor dat mensen door problematische schulden onder het bestaansminimum uitkomen (Tiemeijer 2016). Het aantal aanvragen voor de schuldhulpverlening loopt nog altijd op (zie figuur 4.6). Het gaat hier niet zozeer om bancaire schulden, maar bijvoorbeeld om flitskredieten, deurwaarderskosten en belastingen. Dit alles vestigt de aandacht op de verdeling van rechten en plichten tussen schuldeisers en schuldenaars. Schuldenaars hebben een relatief zwakke positie ten opzichte van de schuldverstrekker op het moment dat zij in betalingsproblemen komen.

**Figuur 4.6** Aanvragen schuldhulpverlening geregistreerd bij de Nvvk<sup>22</sup>

Ook bij woningeigenaren zijn er vragen over de risicoverdeling tussen schuldeiser en schuldenaren. Dit speelt ook in Nederland. *Fitch Ratings* (2012; geciteerd in De Ruijter 2012) noemt Nederland (naast Engeland) zelfs het Europese land met “*the most lender friendly legal system*”. Dit zorgt ervoor dat hypotheeknemers er over het algemeen alles aan doen om hun betalingsverplichtingen na te komen. Wanneer een hypotheeknemer deze niet kan nakomen, kan de bank het huis verkopen. De eventuele restschuld is voor de rekening van de schuldenaar. De bank heeft in dit geval de mogelijkheid tot een claim op het inkomen van de schuldenaar. De schuldenaar komt alleen onder betalingsverplichtingen uit wanneer deze een persoonlijk faillissement aanvraagt, wat een zeer ingrijpende maatregel is (zie ook NVB 2014).

Het spreekt vanzelf dat schuldenaren hun verplichtingen dienen na te komen en daar alleen in uiterste nood onderuit kunnen. Maar er zijn hier ook kanttekeningen bij te plaatsen. Financiële producten zoals hypotheekleningen zijn langetermijnproducten waar de klant maar incidenteel mee in aanraking komt. Er is daardoor een groot informatie- en ervaringsprobleem bij de consument, terwijl de risico's substantieel zijn en grote en langdurige consequenties kunnen hebben (Europees Parlement 2014). In het geval van hypotheekschulden komt daar nog iets bij: de ontwikkeling van huizenprijzen is fundamenteel onzeker. Dynamiek op de woningmarkt is een optelsom van de acties van een grote hoeveelheid spelers: consumenten, vastgoedhandelaren, hypotheekverstrekkers en beleidsmakers. Het is twijfelachtig of we daadwerkelijk kunnen spreken van volledige ‘eigen schuld’ wanneer een huiseigenaar met een restschuld zit wanneer hij zijn huis moet verkopen door het

plotseling instorten van de huizenmarkt. Maatregelen die na de crisis zijn genomen verkleinen wel de kans dat een huiseigenaar met een restschuld blijft zitten, door een limiet te stellen aan de waarde van een lening ten opzichte van de waarde van het huis en door financieringsnormen die betrekking hebben op de verhouding tussen inkomen en hypotheeklasten.

#### **4.4 LEGITIMITEIT**

We bespraken in de inleiding al dat het voor het vertrouwen in het monetair-financieel systeem belangrijk is dat er wordt voldaan aan de gerechtvaardigde verwachtingen over het systeem en dat de mogelijkheid bestaat om onvrede te uiten en invloed uit te oefenen. Op dit gebied bestaat er een aantal problemen. Ten eerste schept het publiek-private karakter onduidelijkheid over wat er van banken precies verwacht kan worden. Ten tweede zijn de democratische sturingsmogelijkheden de afgelopen decennia sterk ingeperkt. Ten derde is de mogelijkheid voor burgers om directe invloed uit te oefenen op banken ook beperkt.

##### **4.4.1 HET PUBLIEK-PRIVATE KARAKTER VAN FINANCIËLE INSTELLINGEN**

Het is duidelijk dat een goed functionerend monetair-financieel systeem van groot belang is voor de samenleving als geheel. De Parlementaire Enquêtecommissie Financieel Stelsel (commissie-De Wit II), die voor de Tweede Kamer de financiële crisis heeft onderzocht, formuleert het als volgt: “De financiële sector is geen gewone sector en banken zijn geen gewone ondernemingen. De economie is sterk afhankelijk van de stabiliteit van het financiële stelsel. Het betalingsverkeer, het opbouwen van persoonlijke reserves in de vorm van spaargelden, pensioenen en verzekeringen, het stelsel van sociale voorzieningen en de kredietverlening aan het bedrijfsleven steunen op de financiële sector. Daarmee is het publieke belang bij een stabiele financiële sector groot” (Commissie-De Wit II 2012: 540). Er zijn dus verschillende publieke belangen in het geding: zaken die voor de samenleving als geheel wenselijk zijn en die de politiek zich om die reden aantrekt (SER 2010; WRR 2012).

Binnen de economische wetenschap zijn er verschillende redenen om iets aan te duiden als een publiek belang. Een daarvan is dat sprake is van een publiek goed of dienst. Er is sprake van een publiek goed (of dienst) als er is voldaan aan twee voorwaarden. Ten eerste moet niemand van een dergelijke dienst uit te sluiten zijn. De tweede voorwaarde is dat het gebruik van een publieke dienst door de een, het gebruik van deze dienst door een ander niet verhindert. Een voorbeeld van een publieke dienst is het stelsel van dijkbewaking dat iedereen in Nederland behoedt voor overstromingen. De betaalinfrastructuur heeft karakteristieken van een publiek goed. Van het gebruik van contant geld kan men niemand buitensluiten. Bij een girale infrastructuur kan dat wel, maar er is besloten dat we dat niet wenselijk vinden. Er is nu wetgeving die bepaalt dat iedereen in principe toegang zou

moeten hebben tot een bankrekening (4:71f Wft). Tevens verhindert het gebruik van de girale of contante betaalinstructuur door de een niet het gebruik door een ander (het bevordert dit eerder). Door het afnemende gebruik van contant geld is de girale infrastructuur steeds crucialer geworden voor het functioneren van de samenleving.

Kredietverlening is ook van groot publiek belang voor het functioneren van de samenleving. In economische termen: kredietverlening kent belangrijke positieve en negatieve externe effecten. Het draagt bij aan economische ontwikkeling, maar overkreditering of beperkte beschikbaarheid van krediet kunnen deze juist schaden. Juist vanwege deze externe effecten is het goed functioneren van kredietverlening belangrijk.

Wat banken fundamenteel anders maakt dan bedrijven in andere sectoren zijn de grote netwerkeffecten tussen het functioneren van individuele instellingen. Het functioneren van de ene bank heeft direct effect op het functioneren van een andere bank. Dat betekent dat het functioneren van individuele banken van groot belang is voor het functioneren van het bankwezen als geheel en daarmee ook voor de verwezenlijking van de publieke belangen. Zoals we in de vorige paragraaf hebben besproken, bedreigt een faillissement van een systeembank zowel het spaargeld van mensen, het betalingsverkeer als de kredietverlening. In andere sectoren is een (dreigend) faillissement van een privaat bedrijf doorgaans minder problematisch voor het functioneren van het systeem als geheel. Het functioneren van de bank gaat dus niet alleen de bank zelf en de directe belanghebbenden aan, maar heeft bredere maatschappelijke implicaties.

Dat betekent dat banken twee gezichten hebben. Aan de ene kant is een bank een organisatie met belangrijke publieke functies die essentieel zijn voor het functioneren van de samenleving. Niet voor niets is de sector uitgebreid gereguleerd en is de overheid geneigd om in geval van problemen de sector te redden. De bank heeft in dat opzicht kenmerken van een publieke organisatie, waarbij mensen verwachten dat zij in het publieke belang zal opereren en andere verwachtingen hebben over salarissen en bonussen. Aan de andere kant wordt een bank beschouwd als puur private organisatie, waar concurrentie en marktwerking leidend zijn en we kritisch vermogen van klanten verwachten bij de aankoop van financiële producten. Ook de juridische normen verschillen voor publieke en private organisaties. Van publieke organisaties wordt bijvoorbeeld een zorgvuldiger besluitvorming vereist (Jak 2014). Omdat er vanuit deze verschillende contexten wordt geredeneerd, is het begrijpelijk dat de verwachtingen over het handelen van een bank soms sterk kunnen botsen.



#### 4.4.2 DEMOCRATISCHE STURINGSMOGELIJKHEDEN

Publieke betrokkenheid bij het monetair-financieel systeem is met het oog op het belang en de aard daarvan onvermijdelijk. De overheid heeft zelfs een grondwettelijke opdracht om het geldstelsel te regelen (art. 106).<sup>23</sup> Het feit dat er publieke belangen in het geding zijn, betekent niet dat de uitvoering van dienstverlening in publieke handen hoeft te liggen, net als dit in bijvoorbeeld het onderwijs of de gezondheidszorg niet het geval is. Het betekent wel dat de keuze voor randvoorwaarden en doelen van beleid uiteindelijk democratisch moet worden bepaald. In het bijzonder mogen we verwachten dat publieke instanties die verantwoordelijk zijn voor de ontwikkeling en uitvoering van financieel en monetair beleid, handelen binnen een democratisch vastgesteld mandaat en verantwoording afleggen aan de politiek. Er is een aantal ontwikkelingen binnen het huidige monetair-financieel systeem die de ruimte voor democratische besluitvorming heeft ingeperkt.

Ten eerste is daar de internationalisering. Financiële instellingen zijn steeds internationaler gaan opereren, mede gefaciliteerd door het liberaliseren van internationale kapitaalstromen. Veel beleid wordt tegenwoordig op Europees of wijder internationaal niveau ontwikkeld. Zo speelt het Bazels Comité een belangrijke rol op het gebied van bankregulering. Dit is in een geïnternationaliseerde context belangrijk om te voorkomen dat er op het gebied van wetgeving een 'wedloop naar beneden' ontstaat. Het betekent ook dat het voor nationale overheden steeds moeilijker is geworden om van de internationale standaard af te wijken zonder dat dit gepaard gaat met (de dreiging van) de verplaatsing van financiële activiteiten (Pettifor 2017). Dit is mede het gevolg van een andere ontwikkeling: liberalisering. Sinds de jaren tachtig heeft de financiële sector veel meer vrijheid gekregen en zijn klassieke naoorlogse beleidsinstrumenten zoals scheiding van verschillende bankactiviteiten, kredietplafonds en beperkingen op kapitaalverkeer overboord gezet.

Daarnaast speelt technocratisering een rol in het beperken van de democratische invloed. Monetair en financieel beleid zijn ingewikkelde onderwerpen. Dit heeft ertoe geleid dat beleidsontwikkeling en -implementatie in steeds grotere mate zijn uitbesteed aan technocratische fora, zoals het Bazels comité. Het risico is dan dat afwegingen tussen verschillende politieke doelen onder een laag van expertise verdwijnen. Daar komt bij dat grote financiële spelers veel middelen hebben om beleidsontwikkeling op bovennationaal niveau te beïnvloeden, terwijl dit voor andere belanghebbenden (kleinere spelers, consumentenorganisaties of ngo's) veel moeilijker is (Pagliari 2012). Ten slotte zijn er in Europa ook veel afspraken vastgelegd in de Europese verdragen (constitutionalisering). Europese afspraken op het gebied van monetair en financieel beleid staan voor een belangrijk deel in het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie. Hierin staan onder andere het doel van het monetaire beleid (art. 127 lid 1 VWEU) en het verbod op monetaire financiering (art. 123 VWEU). Dat betekent dat wijzigingen op dit gebied slechts

kunnen plaatsvinden indien alle lidstaten instemmen. Overheden hebben zich hiermee zo sterk gebonden dat hun mogelijkheden om in de toekomst, op basis van voortschrijdend inzicht of veranderende economische omstandigheden, andere besluiten te nemen beperkt zijn (Van der Sluis 2017).

Internationalisering, liberalisering, technocratisering en constitutionalisering introduceren specifieke problemen op het gebied van democratische verantwoording en controle. Daarbij geldt dat belangrijke instellingen binnen monetair en financieel beleid op grote afstand van de politiek. Het beleid van centrale banken is formeel gezien vrij hermetisch afgesloten van parlementaire invloed. Dit geldt in het bijzonder voor de Europese Centrale Bank, maar ook voor nationale centrale banken. Deelname aan de Economische en Monetaire Unie vereist namelijk formele onafhankelijkheid van de centrale bank ten opzichte van de dagelijkse politiek, al heeft de politiek invloed via de benoemingen van het bestuur van centrale banken en bestaan er diverse verantwoordingsmechanismen. Daarnaast wordt veel financiëlesectorbeleid ontwikkeld binnen dezelfde beleidsfora die in grote mate onafhankelijk zijn van nationale en Europese politiek. De mogelijkheden tot politieke sturing en invloed zijn daarom beperkt (Stellinga 2015).

Een factor van iets andere orde is dat in een context van hoge schulden en beperkt eigen vermogen, veranderingen in financiële wet- en regelgeving sneller tot problemen kunnen leiden. Dit komt door het beperkte maatschappelijke vermogen om veranderingen op te vangen. Beleidsaanpassingen dienen dan met de nodige voorzichtigheid te gebeuren. Het afschaffen van de fiscale voordelen op schulden, is in zo'n situatie bijvoorbeeld lastiger. Zelfs als deze aanpassing op lange termijn voordelen heeft, kan het op korte termijn een groot effect hebben op huishoudens en instellingen met een hoge hefboom en gepaard gaan met meer onzekerheid en mogelijk instabiliteit. Ook bij banken geldt dat het moeilijker is vanuit een situatie van zeer lage eigen vermogens te komen tot verbeteringen. Een situatie van hoge schulden perkt dus eveneens de beleidsvrijheid in.

#### **4.4.3 POSITIE VAN DE BURGER**

Ten slotte dienen we ook aandacht te besteden aan de invloedsmogelijkheden van burgers. In hun rol als consument hebben zij via de exitoptie een belangrijke invloedsmogelijkheid: zij kunnen banken belonen dan wel straffen voor het door hen gevoerde beleid. Dit geldt zowel aan de betaalkant als aan de kredietzijde. De exitoptie in de financiële sector wordt echter door diverse zaken bemoeilijkt. Aan de betaalkant is overstappen van de ene naar de andere bank nog altijd een grote administratieve opgave. Met name het ontbreken van rekeningnummerbehoud bij overstap maakt het voor veel consumenten onaantrekkelijk om naar een andere bank te gaan. Er komt dus veel meer bij kijken dan bij bijvoorbeeld het overstappen naar een andere supermarkt. Ten tweede is het voor consumenten lastig te beoordelen of banken op een wenselijke manier handelen. Als het voor toezichthouders

en directbetrokkenen al lastig is om te snappen wat banken allemaal doen, is het voor een niet-ingewijde welhaast onmogelijk. Ten derde biedt het Nederlandse bankenlandschap door de sterke concentratie de consument weinig uitwijkmogelijkheden.

Burgers hebben ook een mogelijkheid om via *voice* invloed uit te oefenen op het functioneren van het financiële systeem. Een voorbeeld is wanneer zij zich organiseren in ngo's. Deze 'tegenmachten' hebben echter een moeilijke taak, al was het maar omdat ze beperkt zijn in middelen en mogelijkheden. De grote financiële spelers hebben veel middelen voorhanden om zich te organiseren en invloed uit te oefenen op politiek en beleid. Dit geldt in veel mindere mate voor ngo's. De 'versnippering' van beleid over veel verschillende fora is ook in het voordeel van de grote spelers; zij kunnen immers op tal van terreinen actief zijn, terwijl tegenmachten met minder capaciteit zich op slechts een beperkt aantal terreinen kunnen richten (Anheier 2013).

Deze afhankelijkheid en beperkte invloedsmogelijkheden krijgen nog een nieuwe dimensie als we kijken naar de grote verschillen in de belevingswereld van burgers en banken. Haldane (2016), hoofdeconoom bij de *Bank of England*, noemt het een "Great Divide". Het management van banken en andere financiële instellingen beleeft de post-crisisperiode als een waarin zij flink onder druk staan, overspoeld worden door nieuwe wet- en regelgeving en op de goede weg zijn om het vertrouwen van burgers te herwinnen. Veel burgers, daarentegen, associëren de periode met gebrek aan grote veranderingen en de financiële sector met hebzucht en zelfs corruptie (Haldane 2016). De ervaren werkelijkheid en dus ook de verwachtingen lopen sterk uiteen.

#### 4.5 CONCLUSIE

We zien dat binnen het huidige stelsel bij alle gewenste eigenschappen – dienstbaarheid, stabiliteit, rechtvaardigheid en legitimiteit – belangrijke tekortkomingen bestaan. Uit de bovenstaande analyse komen twee achterliggende kernproblemen naar voren: (1) er is sprake van een onevenwichtige en onbeheerste groei van geld en schuld; (2) er is een verstoorde balans tussen publieke en private belangen.

De excessieve groei van geld en schuld leidt allereerst tot problemen voor de dienstbaarheid. Hoewel kredietverlening belangrijk is voor economische ontwikkeling, is er een punt waarop meer kredietverlening niet meer bijdraagt aan passende financiering voor samenleving en economie. Ook vormen hoge schulden een risico voor de stabiliteit. Crises worden vaak voorafgegaan door een sterke schuldenopbouw. Bovendien duurt het herstel na een crisis langer wanneer de schulden hoog zijn. Een excessieve schuldengroei leidt ook tot belangrijke vragen op het gebied van rechtvaardigheid, onder andere door de relatief willekeurige ver-

mogenseffecten van een hausse en de crisis die daarop volgt. Ten slotte hangt deze problematiek ook sterk samen met legitimiteit: het beperkt de bewegingsruimte voor politici om beleidsaanpassingen te doen, omdat dan zelfs kleine veranderingen grote economische consequenties kunnen hebben.

Het tweede achterliggende probleem is de balans tussen publieke en private belangen. De financiële sector voorziet in cruciale publieke functies, te weten het faciliteren van betalen, sparen, financieren en verzekeren. Hierbij speelt het bankwezen een grote rol. Veel van de problemen die wij hierboven beschreven zijn ontstaan doordat in de afgelopen decennia de balans tussen private en publieke belangen is verschoven. Door het toenemende gebruik van giraal geld en het verdwijnen van een publieke optie voor giraal betalingsverkeer, zijn banken feitelijk semipublieke instellingen geworden. Deze verschuiving is maar mondjesmaat erkend. Een onbalans tussen private en publieke belangen brengt de dienstbaarheid van het monetair-financieel stelsel in gevaar. Tijdens de crisis bleek dat het behandelen van banken als private instellingen bijdroeg aan de instabiliteit en een onrechtvaardige verdeling van kosten en baten gaf. Ook leidde het tot legitimiteitsproblemen, omdat het voor zowel politiek als burgers onduidelijk was wat we precies van banken konden verwachten.

Dat wil niet zeggen dat al deze problemen linksom of rechtsom uiteindelijk allemaal te herleiden zijn tot de geldscheppende functie van banken. Dat is ook niet wat pleitbezorgers van een alternatief systeem van geldschepping suggereren. Wat zij wel beargumenteren is dat in een monetair-financieel stelsel waarin een harde scheiding wordt aangebracht tussen een betalingsdeel en financieringsdeel en waarin commerciële banken niet langer geld mogen scheppen, veel van de hierboven beschreven problemen worden opgelost of verminderd. In de volgende twee hoofdstukken analyseren we dit alternatieve systeem. In hoofdstuk 5 leggen wij uit hoe dit systeem eruit kan zien. In hoofdstuk 6 bespreken we vervolgens de mogelijke voor- en nadelen.

## NOTEN

- 1 De functie ‘verzekeren’ valt buiten de reikwijdte van dit rapport.
- 2 De betalingsinfrastructuur heeft kenmerken van een publiek goed.
- 3 In deze paragraaf staan private schulden centraal. In paragraaf 4.3 gaan we in op publieke schulden.
- 4 Securitiseren is het proces waarbij bankleningen worden ‘verpakt’ en doorverkocht aan andere financiële spelers. Dit creëert ‘ruimte’ op de bankbalans waardoor banken nieuwe leningen kunnen verstrekken.
- 5 In de economische wetenschap wordt hierbij gesproken over ‘the paradox of thrift’ (de spaarzaamheidsparadox), die vooral bekend is uit het werk van John Maynard Keynes en Irving Fisher.
- 6 De tegoeden op deze spaarrekeningen worden in geval van faillissement pas terugbetaald als alle andere schuldeisers zijn betaald.
- 7 Depositogarantiestelsels zijn in Europa pas vrij laat geïnstitutionaliseerd – bijvoorbeeld het Verenigd Koninkrijk: 1982; Duitsland: 1977; Frankrijk: 1979; België: 1985; Nederland: 1979. De Verenigde Staten waren de pionier: daar werd het al in 1933, tijdens de Grote Depressie, geïntroduceerd (Baltensperger en Dermine 1986: 14).
- 8 Het gaat hier om gegevens verzameld voor het IMF *Coordinated Compilation Exercise on Financial Soundness Indicators*.
- 9 Een uitzondering zijn staatsobligaties van betrouwbaar geachte overheden, omdat zij functioneren als een veilige haven in tijden van crisis en in zo’n geval dus juist in waarde kunnen stijgen.
- 10 Dat wil zeggen dat er geen kopers meer zijn voor bepaalde producten, waardoor er geen ‘markt’ meer is waarop deze producten verhandeld kunnen worden.
- 11 Deze dynamiek werd eerder herkend in werken van economen als Kindleberger (1978) en Minsky (1986).
- 12 Niet alleen gelijksoortige financiële bezittingen, maar ook gelijksoortige strategieën kunnen de systeeminstabiliteit vergroten. Een voorbeeld hiervan is de korte crisis van 1987. Doordat iedere grote institutionele belegger in de Verenigde Staten hetzelfde risicomanagement-systeem gebruikte en op een bepaald moment het automatisch gegenereerde advies kreeg om te verkopen, was er geen tegenpartij en zakte de beurs door haar hoeven.
- 13 Hartmann et al. (2004) laten zien dat de beurskoersen in de EU en de VS sterker reageren op bewegingen in een aandelenindex van banken dan op bewegingen van de algehele marktindex. Muns en Bijlsma (2015) vergelijken de samenhang tussen bankenkoersen met de samenhang in andere sectoren. Als het systeemrisico op deze manier wordt gemeten blijkt dat de bankensector het hoogste systeemrisico heeft. De Vries (2005) toont aan dat deze sterke samenhang voortkomt uit de hoge kans op grote uitschieters gecombineerd met het feit dat banken dezelfde soort activiteiten ondernemen.
- 14 Zie bijvoorbeeld <https://www.nemokennislink.nl/publicaties/winst-is-voor-de-bank-verlies-voor-de-burger/>

- 15 DNB betoogt overigens dat wanneer andere financiële spelers ook garantie blijken te krijgen, zij ook meer gereguleerd dienen te worden (DNB 2015c: 35).
- 16 Het gaat dus om het verschil tussen de initiële situatie (een schuld van  $x\%$  van het bbp) en de post-crisissituatie (een schuld van  $x+27\%$  van het bbp). Merk op dat omdat de schulden worden uitgedrukt als percentage van het bbp, een slinkend bbp door de crisis dit percentage ook ophoogt.
- 17 Dat betekent niet dat goede tijden voor de financiële sector ook automatisch goede tijden zijn voor het land als geheel. Hoewel een financiële sector cruciaal is voor economische groei, heeft met de huidige hoogte van schulden een verdere groei van de financiële sector – zelfs zonder dat effecten van een financiële crisis worden meegerekend – een remmend effect op het bbp (Cournède en Denk 2015).
- 18 De vrijstellingen voor financiële diensten staan omschreven in de Wet op de omzetbelasting 1968 art 11 lid 1 onderdeel i-k, dit in navolging van art 135 lid 1 van de Europese btw-richtlijn. Omdat het bij bancaire diensten lastig is te bepalen of het gaat om eindgebruik of intermediair gebruik, is het moeilijk om btw te berekenen over bancaire diensten.
- 19 Officieel is het depositogarantiestelsel een garantie van banken onderling, maar verwacht wordt dat de staat uiteindelijk garant staat.
- 20 Hoe worden de kosten van gezamenlijke productie volgens accountingmethoden geboekt? Er zijn hiertoe een aantal arbitraire methoden. Arbitrair omdat de gemaakte kosten niet één op één relateren aan de specifieke producten uit het gezamenlijke productieproces. Om deze reden kunnen de toegewezen kosten volgens de accountingtheorie niet gebruikt worden om de exacte winst per specifiek product vast te stellen.
- 21 DNB rapporteert dit bedrag in de jaarverslagen.
- 22 De NVVK is de branchevereniging voor schuldhulpverlening en sociaal bankieren.
- 23 Dit artikel luidt: “De wet regelt het geldstelsel.”



## 5 HOE WERKT HET PUBLIEKGELDSYSTEEM?

In het vorige hoofdstuk bespraken we de mate waarin het huidige monetair-financieel systeem in overeenstemming is met de vier belangrijke doelen: dienstbaarheid, stabiliteit, rechtvaardigheid en legitimiteit. De vele problemen die in dit opzicht werden geïdentificeerd zijn een reden voor onder andere Stichting Ons Geld om te pleiten voor een fundamentele hervorming van het geldsysteem. Hoewel er verschillende varianten van een dergelijke hervorming bestaan, wordt in al deze varianten gepleit voor een systeem waarin al het geld direct of indirect volledig publiek is. Vanwege dit kenmerk spreken we in dit rapport van het ‘publiekgeldsysteem’.<sup>1</sup> Dit betekent dat het geld in dit systeem niet gecreëerd kan worden door commerciële banken, maar alleen door de centrale bank.<sup>2</sup> Het betekent ook dat de instellingen die krediet verlenen (wij noemen ze financieringsinstellingen) strikt zijn gescheiden van het betaalverkeer (zie ook Van der Linden 2015).

Stichting Ons Geld is niet de eerste of enige die een publiekgeldsysteem bepleit. In de jaren dertig schreven Amerikaanse economen het zogeheten *Chicago Plan* (zie box 5.1). Milton Friedman – ontvanger van de ‘Nobelprijs voor de economie’ – was eveneens een pleitbezorger van een dergelijk systeem (Friedman 1948).<sup>3</sup> Ook de Amerikaanse econoom James Tobin (1985) bepleitte een variant van dit idee in de jaren tachtig. Sinds de financiële crisis krijgt het plan weer meer aandacht. Recent hebben economen (destijds werkzaam voor het IMF) de voordelen van een moderne variant van het *Chicago Plan* onder de aandacht gebracht (Benes en Kumhof 2013). Laurence Kotlikoff, Amerikaans hoogleraar economie aan de *Boston University*, stelt iets vergelijkbaars voor (Kotlikoff 2010). In het Verenigd Koninkrijk pleiten de *Financial Times*-columnist Martin Wolf (2014) en de econoom John Kay (2009) voor een dergelijk systeem. Ook zijn er in verschillende landen burgerinitiatieven en politieke partijen actief die voor een publiekgeldsysteem pleiten. In het Verenigd Koninkrijk is dat *Positive Money* (Dyson et al. 2016; Huber 2017). In IJsland is er een politieke partij die hiervoor pleit en in Zwitserland werd er in juni 2018 een referendum over dit onderwerp gehouden, waarbij het voorstel is verworpen.

### Box 5.1 Het Chicago plan

Recente pleidooien voor een publiekgeldsysteem leunen vooral sterk op ideeën die in de jaren dertig werden ontwikkeld en uitgedragen door een aantal vooraanstaande Amerikaanse economen verbonden aan de *University of Chicago*, in het bijzonder Frank Knight en Henry Simons.<sup>4</sup>



Tegen de achtergrond van de Grote Depressie en beleidshervormingen geïmplementeerd door de Roosevelt-regering, pleitten zij voor een nog radicalere hervorming van het bankwezen en voor hervorming van het monetaire beleid. Deze ideeën zijn later het Chicagoplan gaan heten.

De context waarin het plan werd ontwikkeld was er een van ongekeerde economische krimp, deflatie, werkloosheid en een zeer grote hoeveelheid bankfaillissementen. De banken waren veelal door bankruns ten onder gegaan. In maart 1933 werden alle banken gesloten en doorge-licht: een deel bleef gesloten, een deel werd geherkapitaliseerd en een deel werd geacht op eigen kracht voort te kunnen. De regering bood tijdelijk een ongelimiteerde garantie van girale tegoeden bij de banken die mochten heropenen, om zo paniek weg te nemen. Met de *Banking Act* van juni 1933 werd een formeel depositogarantiestelsel geïntroduceerd, waarbij het verzekerde bedrag werd vastgesteld op \$2.500. Hiermee werden ongeveer 97 procent van de rekeninghouders en ongeveer 23,7 procent van de totale waarde van de girale tegoeden verzekerd. De *Banking Act* bepaalde ook dat commerciële banken zich niet langer met effectenhandel mochten bezighouden (de *Glass-Steagal Act*), waarmee de verwevenheid tussen het bankwezen en effectenmarkten werd gelimiteerd.

Rond dezelfde tijd als de *Banking Act* van 1933 stuurden Knight, Simons en zes andere economen de eerste versie van het Chicagoplan onderhands aan een aantal leden van de Amerikaanse regering. Zij bepleitten hierin een grondige herziening van het bankenlandschap via de oprichting van een nieuw soort bank die alle girale tegoeden volledig diende af te dekken met centrale bankreserves. Kredietverlening zou door aparte instellingen worden verstrekt, maar die mochten niet langer opereren op basis van zelfgecreëerde girale tegoeden. Kortom, zij beoogden een splitsing in het banksysteem in een betaal- en financieringsdeel. In de jaren daarop werd dit idee ook opgepakt door Irving Fisher, die in 1935 het boek *100 percent money* publiceerde. Fisher stelde dat “*it is important that there should be a further separation of functions and that the banks which have slow assets [...] should not have demand deposits against them*” (geciteerd in: Phillips 2015 [1995]: 50). Dit om de looptijdtransformatie tegen te gaan.

De uitdragers van het *Chicago Plan* hadden echter ogenschijnlijk hun kans al gemist – in ieder geval wat betreft bankhervormingen, waarvan de belangrijkste al in 1933 waren doorgevoerd. In de periode daarna ging de beleidsdiscussie vooral over de vraag hoe monetair beleid kon worden aangepast zodat het zou bijdragen aan economische groei en werkgelegenheid. De *Banking Act* van 1935 had dan ook vooral betrekking op de organisatie en het beleid van het Federal Reserve System. Bij één element hiervan speelde het *Chicago Plan* op de achtergrond nog wel een rol, namelijk bij de regelingen met betrekking tot de reserves die commerciële banken bij de FED moesten aanhouden. Het idee hiervan was dat de FED kredietverlening zou kunnen afremmen dan wel stimuleren door deze eisen te variëren. Een van de opstellers van deze *Act* – Lauchlin Currie – was echter aanhanger van het *Chicago Plan* en had de regels zodanig geformuleerd dat de FED de mogelijkheid zou krijgen om 100-procentreserves te eisen tegen banktegoeden.

Anders gezegd, met deze reserveregels zou de weg naar *full reserve banking* openliggen. Bij de wetsbehandeling in het Congres werd echter bepaald dat de FED nooit hoger dan 30 procent zou mogen gaan, waarmee deze weg weer werd geblokkeerd (Phillips 2015 [1995]: 115-135).

In dit hoofdstuk bespreken we aan de hand van recent gepresenteerde voorstellen hoe zo'n publiekgeldsysteem er in grote lijnen uitziet (Benes en Kumhof 2013; Dyson et al. 2016; Kotlikoff 2010; Huber 2017; Sigurjónsson 2015; Ons Geld 2015; Ons Geld 2016; Kay 2009). We zullen de verschillende voorstellen niet een voor een bespreken. In plaats daarvan verkennen we de plannen aan de hand van de vier belangrijkste kenmerken. Dat betekent dat niet alle details van de plannen aan bod kunnen komen.

Allereerst bespreken we hoe het betalingsdeel eruitziet (paragraaf 5.1). Daarna zullen wij ingaan op hoe investeren en lenen werkt in deze alternatieve voorstellen (paragraaf 5.2). In paragraaf 5.3 gaan wij in op de overheidstaken en -verantwoordelijkheden in het nieuwe systeem. Hier bespreken we ook hoe geld wordt gecreëerd en hoe het in de samenleving komt. Tot slot bespreken we de transitiepaden die in de voorstellen worden geschetst (paragraaf 5.4). Waar de voorstellen duidelijk van elkaar verschillen, zullen wij de verschillende varianten bespreken. In het volgende hoofdstuk gaan wij in op de voor- en nadelen van dit systeem.

## 5.1 HET BETALINGSDEEL

In het publiekgeldsysteem is al het geld direct of indirect publiek geld. Het geld staat ofwel direct bij de centrale bank, ofwel bij betaalbanken die deze betaaltegoeden voor honderd procent afdekken met tegoeden bij de centrale bank. Dat is anders dan in het huidige systeem. Op dit moment is alleen contant geld publiek geld: het wordt uitgegeven door de centrale bank. Banktegoeden zijn feitelijk een schuld van een private partij (de bank) aan de rekeninghouder. De huidige geldhoeveelheid bestaat voor meer dan negentig procent uit banktegoeden. Bredere gelddefinities rekenen ook nog financiële instrumenten mee die gemakkelijk in geld kunnen worden omgezet.

Dat het geld voor een belangrijk deel bestaat uit tegoeden bij banken is niet zonder risico. Zoals we in hoofdstuk 2 bespraken, staat een bank bloot aan faillissementsrisico's en liquiditeitsrisico's. Bij faillissementsrisico's gaat het om de mogelijkheid dat een bank zoveel verlies lijdt op diens bezittingen (hypotheekleningen, bedrijfsleningen, obligaties, aandelen, derivaten) dat het totale eigen vermogen verdampt. Dan is de bank technisch failliet. Bij liquiditeitsrisico's gaat het om de mogelijkheid dat veel rekeninghouders tegelijkertijd hun tegoeden willen omzetten in contanten of willen overmaken naar een andere bank (bankrun). Omdat de

bank slechts een fractie van deze tegoeden afdekt met centralebankreserves en andere liquide middelen, kan het zijn dat de bank hieraan niet kan voldoen. Ook dan komt de bank in problemen (zie figuur 5.1).<sup>5</sup> Als het gaat om een relatief kleine bank, hoeft dit alles nog niet direct een groot gevaar te vormen voor het betalingsverkeer. Gaat het echter om een systeemcrisis waarbij een zeer grote bank of veel banken tegelijkertijd in de problemen komen, dan bestaat het gevaar dat het betalingsverkeer wordt ontwricht.

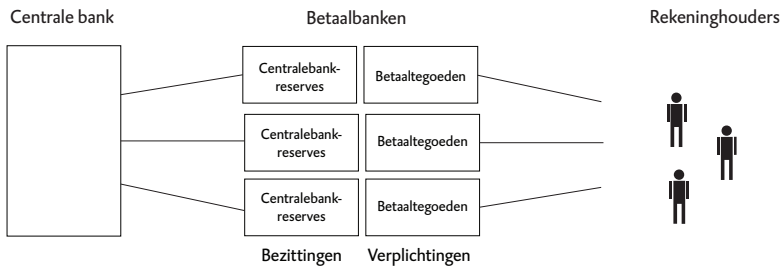
**Figuur 5.1** Gesimplificeerde bankbalans



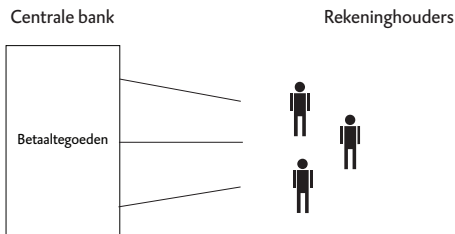
Het betalingsdeel is dus in grote mate afhankelijk van de andere, risicovolle activiteiten van banken. De voorstanders van een alternatief systeem willen van deze situatie af. In de voorstellen worden betaaltegoeden voortaan helemaal publiek geld of worden zij volledig gedekt door publiek geld (Benes en Kumhof 2013; Kay 2009; Kotlikoff 2010; Dyson et al. 2016; Huber 2017; Ons Geld 2016). Daartoe dient het betalingsdeel te worden afgescheiden van de rest van het financiële systeem. Hoe het betalingsdeel precies vorm krijgt verschilt per voorstel. We kunnen grofweg twee varianten onderscheiden: (1) betaalrekeningen bij banken die volledig worden gedekt door centralebankreserves of eventueel staatsobligaties (subparagraaf 5.1.1) en (2) betaalrekeningen direct bij de centrale bank (publiek geld; subparagraaf 5.2.2) (zie figuur 5.2).

**Figuur 5.2 Opties betalingsdeel****Optie 1**

Klanten hebben een betaalrekening bij een betaalbank

**Optie 2**

Klanten hebben een betaalrekening bij de centrale bank

**5.1.1 BETAALREKENINGEN BIJ BETAALBANKEN**

In deze optie komen er aparte (of op zijn minst afgescheiden) banken voor betaaldiensten. Het geld staat, net als nu, op de balans van de bank als schuld aan de rekeninghouder. Het verschil is dat de bezittingen die hier tegenover staan zijn ingeperkt: de tegoeden moeten volledig gedekt worden door centralebankreserves of eventueel staatsobligaties (Benes en Kumhof 2013; Kotlikoff 2010; Kay 2009).

Deze betaalrekeningen kunnen worden ondergebracht bij een specifiek daarvoor in het leven geroepen dochteronderneming van een financiële instelling die ook andere activiteiten ontplooit, of bij een zelfstandige instelling. In het eerste geval zouden de betaaltegoeden dus worden afgescheiden *binnen* een bank. De meer risicovolle activiteiten van een bank worden dan in andere dochterondernemingen ondergebracht. Dat kan leiden tot een efficiëntere wisselwerking tussen het beta-

lings- en financieringsgedeelte van het financiële systeem dan wanneer betaalbanken helemaal zelfstandige instellingen zijn. Door de schotten tussen de dochterondernemingen is er in principe geen risico dat problemen bij andere activiteiten van banken problemen voor het betalingsverkeer veroorzaken.

De andere optie is om het betalingsgedeelte helemaal neer te leggen bij zelfstandige instellingen. Deze betaalbanken bieden alleen betaaltegoeden die voor honderd procent gedekt worden door centralebankreserves. Deze betaaltegoeden hoeven dan niet gegarandeerd te worden door een depositogarantiestelsel. Het verdienmodel van de banken kan eruit bestaan dat de rekeninghouders betalen voor het gebruik van de bank (een vaste vergoeding of per transactie). Dit zou dan de prijs zijn die rekeninghouders betalen voor de veiligheid van hun digitale betaalmiddel. Eventueel zou het ook kunnen bestaan uit het vermarkten van de gegevens van de klant, maar financiële gegevens genieten niet zonder reden over het algemeen bijzondere bescherming. Een andere mogelijkheid is dat de inkomsten bestaan uit de rente die de centrale bank betaalt over de centralebankreserves.<sup>6</sup>

In de meeste voorstellen voor het publiekgeldsysteem is sprake van volledige dekking door centralebankreserves en eventueel contant geld (bijv. Benes en Kumhof 2013). Een iets minder vergaande variant is het *narrow banking*-voorstel van Kay (2009). In dit voorstel zijn betaaltegoeden volledig gedekt door veilige en liquide bezittingen, voornamelijk staatsobligaties. Hoewel Kay de mogelijkheid openhoudt dat de bank naast staatsobligaties ook nog andere (relatief) veilige bezittingen op de balans mag hebben, acht hij het zowel haalbaar als wenselijk om het toch te beperken tot staatsobligaties (Kay 2009: 31). De mate waarin het plan van Kay voldoet aan de eisen van het publiekgeldstelsel hangt daarbij wel af van de vraag of het hierbij alleen gaat om staatsobligaties van het thuisland van de banken en van de vraag of de overheid de mogelijkheid heeft om indien nodig de 'geldpers' aan te zetten. Voor de landen die onderdeel zijn van het eurogebied (dus ook Nederland) geldt dat op dit moment niet, aangezien zij hun monetaire bevoegdheden volledig hebben overgedragen. Kay is echter niet expliciet op dit punt, waardoor het onduidelijk is of het moet worden gezien als een variant van een publiekgeldsysteem.

### 5.1.2 BETAALREKENINGEN BIJ DE CENTRALE BANK

Een tweede optie is dat alle betaalrekeningen zijn ondergebracht bij de centrale bank (Dyson et al. 2016; Huber 2017; Ons Geld 2016). Private banken mogen dan geen betaalrekeningen meer aanbieden. Het geld op de nieuwe centralebankrekeningen kan beschouwd worden als een digitale vorm van contant geld: dat wordt immers ook uitgegeven door de centrale bank. Dyson et al. (2016) pleiten ervoor dat het geld op de betaalrekeningen bij de centrale bank het juridisch eigendom is van de rekeninghouder.

De *praktische* uitvoering van het betalingsverkeer in deze tweede optie kan vervolgens op een aantal manieren. De centrale bank kan zelf hiervoor de verantwoordelijkheid nemen. Het alternatief is dat het betalingsverkeer wordt overgelaten aan private betaalbanken. Het verschil met het idee van zelfstandige betaalbanken is dat het geld niet op de balans van de betaalbank staat, maar dat zij slechts een administratief tussenpersoon zijn. Het achterliggende idee is dat een centrale bank niet zit te wachten op de klantenservice aan miljoenen individuele klanten en dat deze service door private instellingen kan worden aangeboden. Deze instellingen beheren dan de betaalrekeningen en zouden verantwoordelijkheid hebben voor de zaken die in het huidige systeem door banken worden uitgevoerd: het openen van de rekening, het checken van de identiteit van klant, de uitvoering van antiwitwasregulering, het uitgeven van betaalpassen en het onderhouden van de betaalinfrastructuur, waaronder het geldautomatennetwerk. Klanten moeten dan wel betalen voor deze diensten: per rekening, per transactie of met een vast bedrag. Concurrentie tussen verschillende betaalbanken zou deze kosten zo laag mogelijk moeten houden (Dyson et al. 2016: 20).

Zelfs als de betaalbank om welke reden dan ook failliet zou gaan, zou het geld nog steeds bij de centrale bank staan. De betaalbank mag niets doen met het geld, tenzij hier nadrukkelijk opdracht toe wordt gegeven door de rekeninghouder. Wederom kan deze betaalbank zowel een zelfstandige instelling zijn als een dochteronderneming van een financiële instelling. Bij de keuze voor het laatste dienen dan wel extra veiligheidskleppen te worden ingebouwd: de dochteronderneming dient juridisch en financieel gescheiden te zijn van de risico's van de andere activiteiten binnen de moederonderneming (Dyson et al. 2016: 19).

Ons Geld (2016) pleit ervoor om het geld niet op de balans van een centrale bank te zetten, maar in een basisregistratie (vergelijkbaar met het kadaster) van een moneitaire autoriteit. Op deze manier, zo beargumenteren zij, vertegenwoordigt geld geen schuld meer en is geld veilig voor financiële risico's. Gezien het speciale karakter van een centrale bank is het praktische verschil met het wel registeren op de balans van een centrale bank echter beperkt (zie box 5.2).

### **Box 5.2 De balans van een centrale bank**

Het speciale karakter van een centrale bank komt tot uitdrukking in de balans. Op de rechterzijde van de balans van een centrale bank staat in het nieuwe systeem digitaal publiek geld (zoals in het huidige systeem contant geld). Hoewel de conventie is dat dit geld boekhoudkundig als schuld wordt geregistreerd, is het in het economische verkeer geen schuld. Het hoeft niet te

worden terugbetaald, en er kan niet iets anders voor worden opgeëist. De andere bijzonderheid aan de verplichtingszijde is dat een centrale bank negatief eigen vermogen kan hebben, zonder dat dit betekent dat de centrale bank de deuren moet sluiten.<sup>7</sup>

Op de linkerzijde van de balans van een centrale bank staan de bezittingen. Hoewel de conventie is dat er in het huidige systeem nieuwe centralebankreserves worden gecreëerd wanneer daar bezittingen van commerciële banken voor worden overgedragen, kan de centrale bank ook centralebankreserves of geld creëren zonder dat hier bezittingen met een reële waarde tegenover staan. In een publiekgeldsysteem kan een centrale bank dus ook nieuw geld creëren door bezittingen zonder reële waarde (zoals een ‘geldscheppingscertificaat’) hiertegenover in de boekhouding te registreren.<sup>8</sup>

Door dit bijzondere karakter van een centralebankbalans maakt het voor de veiligheid van het geld niet uit of het op de balans van een centrale bank staat geregistreerd of in een ander soort accountingsysteem. Het grootste gedeelte van de schulden (contant of digitaal geld) is niet opeisbaar en een centrale bank kan niet failliet gaan (tenzij zij veel buitenlandse schulden heeft). Dit bijzondere karakter betekent ook dat het niet uitmaakt voor de vraag of er schuldenvrij geld kan worden gecreëerd. Hoewel geld dat op de balans van een centrale bank staat, boekhoudkundig als schuld wordt geregistreerd, is het in het economisch verkeer geen schuld.

### 5.1.3 TOT SLOT

Al deze voorstellen gaan dus uit van een nieuw betalingsdeel waarbij geld voor honderd procent publiek geld is. De wijze waarop dat precies gebeurt verschilt, maar dat heeft geen grote praktische consequenties. Het logische gevolg is dat de centrale bank de volledige verantwoordelijkheid krijgt voor de creatie van *nieuw* geld. In de voorstellen zijn de betaalrekeningen veilig en stabiel. Als geld niet bloot staat aan financiële risico's, is er geen garantiestelsel nodig (Van Dixhoorn 2013a: 15; Dyson et al. 2016: 19), al wordt mogelijk technisch falen (bijvoorbeeld door cybercriminaliteit of simpelweg falende ICT-systemen) daarbij buiten beschouwing gelaten. Het uitgangspunt is dat op deze betaalrekeningen geen rente wordt betaald en dat er waarschijnlijk betaald moet worden voor deze diensten. Gegarandeerde spaarrekeningen met een rentevergoeding bestaan in het alternatieve systeem niet meer.

## 5.2 HET FINANCIERINGSDEEL

Naast het betalen, is het financieren van economische activiteit een belangrijke functie van het financieel systeem. Financiële instellingen spelen hierbij een belangrijke rol. In deze paragraaf bespreken wij hoe de voorstellen het functione-

ren van deze financiële instellingen voor zich zien. Een belangrijk vraagstuk hierbij is hoe financiële instellingen *zelf* gefinancierd worden. In ons huidige systeem zijn banken voor een belangrijk deel gefinancierd met banktegoeden. Een bank kan deze banktegoeden creëren bij het verstrekken van een lening. In het nieuwe systeem mogen financieringsinstellingen dit niet. Zij moeten eerst geld ophalen, voordat zij geld kunnen uitlenen.

Hoe zij precies gefinancierd zijn, verschilt per voorstel. Grofweg zijn er twee mogelijkheden: financiering op basis van eigen vermogen of op basis van schulden (zie box 5.3). We bespreken eerst de optie van financieringsinstellingen die voornamelijk functioneren op basis van schulden (subparagraaf 5.2.1). De tweede mogelijkheid is dat zij functioneren op basis van eigen vermogen (subparagraaf 5.2.2). Daarnaast verschillen de voorstellen in hoeverre publieke kredietverlening een rol speelt (subparagraaf 5.2.3).

### **Box 5.3      Financieren: eigen vermogen en schulden**

Het verstrekken van financiering aan een onderneming kan grofweg op twee verschillende manieren: door middel van eigen vermogen en door middel van schuld. Bij de eerste vorm koopt de financier een aandeel (in het geval van een nv of een bv).<sup>9</sup> Hiermee krijgt de financier een bepaalde mate van invloed op de beslissingen van de gefinancierde onderneming en deelt de aandeelhouder via dividend mee in de gemaakte winsten. De financier kan het ingelegde geld niet zomaar terugkrijgen. Daarvoor moet hij zijn aandeel, voor zover mogelijk, verkopen: aan een ander of terug aan de onderneming. De waarde van het aandeel kan fluctueren. Wanneer de onderneming failliet gaat, staat de aandeelhouder achter in de rij bij het verdelen van wat er nog aan waarde in de onderneming resteert. De schuldenaren moeten eerst worden betaald.

Bij het verstrekken van een lening (schuldfinanciering) maken de kredietgever en -nemer een overeenkomst met daarin bepalingen over de termijn van terugbetaling van het geld en over de rentebetalingen. De financier krijgt het ingelegde geld dus in principe terugbetaald, al is dit niet gegarandeerd. Bij faillissement van de onderneming kan het zijn dat de verkoopopbrengst van haar bezittingen nodig is om de schulden af te betalen. Of de opbrengst voldoende is, valt niet op voorhand te zeggen. Voor sommige schulden geldt dat zij verhandelbaar zijn; dan spreken we in het algemeen over obligaties. Banktegoeden zijn een bijzondere vorm van schuld omdat zij in principe te allen tijde opeisbaar zijn en zeer eenvoudig, ook in specifieke bedragen, overdraagbaar zijn.

In deze paragraaf bespreken we hoe financieringsinstellingen zouden werken in het nieuwe systeem. Dat neemt niet weg dat ook directe financiering van bedrijven en burgers mogelijk zal zijn, net als in het huidige systeem. Uiteraard kunnen hierbij

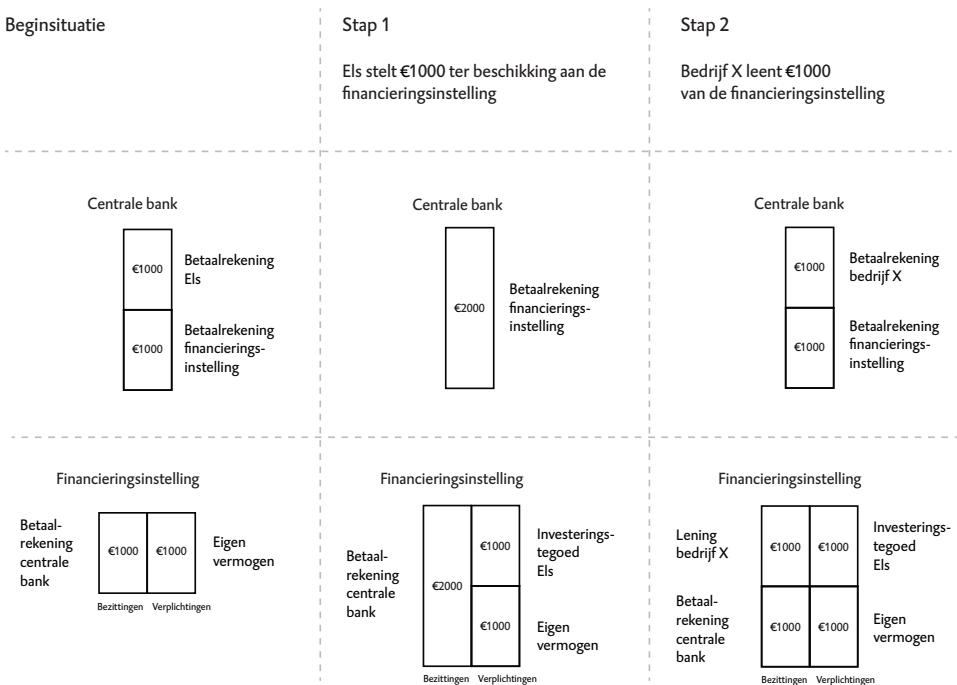


ook financiële intermediairs een rol spelen; zij kunnen vragers en aanbieders van financiering bij elkaar brengen. In deze paragraaf gaat het over instellingen die zelf financiering verstrekken.

### 5.2.1 FINANCIERINGSINSTELLINGEN OPEREREND OP BASIS VAN VREEMD VERMOGEN

In deze variant opereren private financieringsinstellingen in belangrijke mate op basis van vreemd vermogen (schulden) en deels op basis van eigen vermogen (om eventuele verliezen op te kunnen vangen). Deze instellingen lenen eerst geld van burgers en bedrijven die dit ter beschikking stellen, om het vervolgens uit te lenen aan andere burgers en bedrijven. Als een bedrijf of particulier een lening krijgt, maakt de financieringsinstelling geld aan hen over, in ruil voor een schuldcontract. Aan de andere kant zijn er mensen die geld lenen aan de financieringsinstelling en hiervoor een schuldtitle krijgen. Financieringsinstellingen hebben dan schulden aan degenen die geld hebben ingelegd. Het kan hierbij gaan om schulden op naam (investeringstegoeden) of om verhandelbare schulden (obligaties). In tegenstelling tot ons huidige systeem, zijn deze schulden echter niet direct opvraagbaar. In figuur 5.3 zien we met behulp van balansen hoe dit proces werkt.

**Figuur 5.3 Kredietverlening in het publiekgeldsysteem**



We gebruiken in dit voorbeeld schulden op naam (investeringstegoeden), maar in principe werkt dit hetzelfde voor verhandelbare schulden (obligaties). Voor het gemak gaan we ervan uit dat het betalingsdeel bij de centrale bank is ondergebracht en dat financieringsinstellingen hier ook een rekening hebben. We zien hoe het proces werkt wanneer Els €1.000 ter beschikking stelt aan de financieringsinstellingen, die vervolgens €1.000 uitleent aan Bedrijf X. Uiteraard gaat het om een vereenvoudigde voorstelling van zaken: het gaat in de figuur om de *veranderingen* als gevolg van kredietverlening.

Deze gang van zaken heeft een aantal consequenties. De belangrijkste daarvan is dat financieringsinstellingen *bestaand* geld lenen en vervolgens uitleenen. Zij opereren nu dus als echte intermediairs. De geldhoeveelheid groeit of krimpt niet door deze activiteiten; in het voorbeeld blijft deze geldhoeveelheid onveranderd op €2.000. Gelijktijdig gebeurt er ook iets in het financieringsdeel: er worden *nieuwe* vorderingen gecreëerd. Els heeft nu een vordering van €1.000 (plus rentebetalingen) op de financieringsinstelling; deze instelling heeft een vordering van €1.000 (plus rentebetalingen) op bedrijf X. Deze vorderingen verdwijnen weer als het bedrijf zijn schuld aflost en de financieringsinstelling vervolgens het geld terugbetaalt aan Els. Ten slotte is het belangrijk om te zien dat hoewel de kredietverlening geen invloed heeft op de *geldhoeveelheid*, deze natuurlijk wel invloed heeft op de omvang van vorderingen in het financieringsdeel. Als een lenend bedrijf iets koopt van een ander bedrijf, kan dit andere bedrijf het verkregen geld weer beschikbaar stellen aan een financieringsinstelling. Dan kunnen er vervolgens nieuwe leningen worden verstrekt. De hoeveelheid krediet ligt dus niet vast (zie ook paragraaf 6.1).

Wanneer de financieringsinstellingen opereren op basis van schulden (obligaties of investeringstegoeden) is een cruciale vraag welke looptijd deze schulden hebben: even lang of korter dan de verstrekte leningen? In sommige voorstellen hoeven de schulden niet dezelfde looptijd te hebben als de leningen die de financieringsinstelling heeft uitstaan. Er is dus sprake van looptijdtransformatie, vergelijkbaar met het huidige systeem. Een financieringsinstelling kan uitstaande kredieten hebben met een gemiddelde looptijd van tien jaar op basis van schulden met een gemiddelde looptijd van één jaar. In elk geval zijn de schulden niet direct opvraagbaar. Ook in het geval van investeringstegoeden hebben deze ofwel een vooraf vastgestelde looptijd of er is een bepaalde kennisgevingstermijn om deze tegoeden om te mogen zetten in centralebanktegoeden (Dyson et al. 2016; Huber 2017).

Wanneer financieringsinstellingen op basis van schulden opereren (investeringstegoeden of obligaties) en deze een kortere looptijd hebben dan de bezittingen, zijn bankruns op financieringsinstellingen en faillissementen nog steeds mogelijk. Als veel mensen tegelijkertijd hun investeringstegoeden aan het eind van de looptijd of na de kennisgevingstermijn willen omzetten in centralebanktegoeden, kan de financieringsinstelling daar lastig aan voldoen. Ook wanneer de financierings-

instelling geen nieuwe obligaties weet uit te zetten, heeft zij een probleem. De financieringsinstelling moet in dat geval haar langlopende leningen verkopen. Wanneer dit in een recessie onder de kostprijs gebeurt, valt de financieringsinstelling om. Er is dan sprake van een bankrun in slow motion. In de voorstellen wordt dat gezien als onderdeel van het spel; investeringstegoeden of obligaties bij een financieringsinstelling worden niet gegarandeerd (zie bijvoorbeeld Dyson et al. 2016: 24). Dyson et al. (2016: 25) geven wel aan dat het wenselijk is om het nieuwe financieringsdeel te laten functioneren op basis van gedeelde verliezen, waarbij houders van investeringstegoeden verliezen kunnen lijden zonder dat de instelling gelijk failliet is.

### 5.2.2 FINANCIERINGSINSTELLINGEN OPEREREND OP BASIS VAN ALLEEN EIGEN VERMOGEN

In een andere variant, bijvoorbeeld het plan van *Limited Purpose Banking* van Kotlikoff (2010), worden financieringsinstellingen alleen met eigen vermogen gefinancierd. Zij geven enkel verhandelbare *aandelen* uit. Anders geformuleerd: zij bieden beleggingsfondsen aan. Er kunnen veel verschillende typen beleggingsfondsen worden gecreëerd, met elk een verschillend risicoprofiel en looptijd: hypotheekfondsen, bedrijfsleningfondsen, etc. (zie ook Chamley et al. 2012).<sup>10</sup>

Het belangrijkste verschil met de eerste variant is dat winsten en verliezen op investeringen gelijkmatig worden verdeeld over alle financiers. In het Kotlikoffplan is iedereen aandeelhouder. Wanneer de waarde van portefeuille daalt, daalt ook de waarde van het aandeel. Er vindt geen risicotransformatie binnen het beleggingsfonds plaats: mensen die aandelen hebben in deze beleggingsfondsen delen dus in alle winsten, maar ook in alle verliezen. Er vindt binnen deze fondsen ook geen looptijdtransformatie plaats. Fondsen kunnen worden gedifferentieerd naar de *aard* van de looptijd van de investeringen. Een fonds met een looptijd van dertig jaar wordt dan geliquideerd na dertig jaar. Op dat moment krijgen de aandeelhouders de opbrengst van de 'liquidatie' van de portefeuille (Kotlikoff en Goodman 2009: 8; Van Dixhoorn 2013a: 28). Aandeelhouders kunnen wel te allen tijde proberen hun aandelen te verkopen.

Het verschil met de eerste variant lijkt misschien niet zo fundamenteel, maar is dat wel. De verdeling van risico's in een systeem waarin financieringsinstellingen opereren op basis van schulden is wezenlijk anders dan in een systeem waarin zij volledig opereren op basis van eigen vermogen. In het tweede geval kan er geen bankrun plaatsvinden op financieringsinstellingen en zijn er geen herfinancieringsrisico's. Daar staat tegenover dat beleggers direct blootstaan aan verliezen op de beleggingen: de waarde van het aandeel kan fluctueren.

### 5.2.3 PRIVATE EN PUBLIEKE KREDIETVERLENING

Een ander vraagstuk is wat de rol is van de overheid bij kredietverlening. Ook op dit punt verschillen de voorstellen. Een mogelijkheid die expliciet in het plan van Benes en Kumhof (2013) wordt gepresenteerd is dat private financieringsinstellingen deels worden gefinancierd door de centrale bank. De centrale bank leent dan geld aan de financieringsinstelling tegen een bepaalde rente. Het interessante van deze optie is dat centrale banken zo in principe de rentes in het financieringsdeel kunnen beïnvloeden. Wanneer de centrale bank vindt dat er niet genoeg krediet beschikbaar is of tegen een te hoge prijs, kan die extra geld beschikbaar stellen tegen een lage rente. Omgekeerd kan het reduceren van centralebankleningen of het verhogen van de prijs ervan overmatige kredietverlening remmen.

Andere varianten zien hier ook wel de voordelen van (zie Huber 2017), maar zij zijn terughoudender dan Benes en Kumhof. In normale omstandigheden dient kredietverlening een puur private aangelegenheid te zijn. Publiek geld lenen aan financieringsinstellingen dient een uitzondering te zijn. Deze terughoudende positie is te begrijpen vanuit de wens dat financieringsinstellingen geen geld meer mogen creëren door leningen te verstrekken. We kunnen ons de situatie voorstellen waarbij zij ‘geld tekort komen’ om aan de kredietvraag te voldoen. Wanneer de centrale bank dan nieuw geld creëert om aan de instellingen uit te lenen, komt dit dicht in de buurt van de huidige situatie waarin geld wordt gecreëerd als antwoord op de vraag naar krediet.

## 5.3 MONETAIR EN FINANCIËEL BELEID

Een ingrijpende herordering van het monetair-financieel systeem heeft ook gevolgen voor de taken van de overheid. We bespreken eerst het creëren, alloceren en vernietigen van geld, en daarna financiële regulering. Ten derde gaan wij in op de onafhankelijkheid en legitimiteit van de centrale bank.

### 5.3.1 HET CREËREN, ALLOCEREN EN Vernietigen van Geld

De in dit hoofdstuk besproken voorstellen hebben met elkaar gemeen dat nieuw geld *alleen* door een publieke instelling kan worden gecreëerd. De verplichtingen van private financieringsinstellingen fungeren niet langer als geld; dat is althans wat deze voorstellen beogen. In de meeste voorstellen wordt deze taak aan een onafhankelijke publieke instelling of commissie toebedeeld (Huber 2017: 147; Ons Geld 2016). Dit orgaan wordt in diverse voorstellen een vierde macht genoemd; een geldscheppende macht, naast de wetgevende, uitvoerende en rechtsprekende macht (Dyson et al. 2016; Ons Geld 2016).

We zullen in deze tekst voor het gemak aannemen dat deze taak bij de centrale bank wordt gelegd. Om misverstanden te voorkomen: in het huidige systeem kunnen centrale banken *ook* geld creëren, zowel contant geld als (indirect via commer-

ciële banken) giraal geld. Het cruciale verschil is echter dat zij dat in het huidige systeem alleen doen in ruil voor financiële bezittingen van andere instellingen. In het nieuwe voorstel kunnen zij dit ook ‘uit het niets’ doen, terwijl private instellingen geen geld meer creëren. Er zijn tal van vragen die moeten worden beantwoord wat betreft de vormgeving van het geldscheppingsbeleid: Welke doelen moeten centraal staan in beleid?; Hoe weet de centrale bank hoeveel geld er moet worden gecreëerd of vernietigd?; Wie bepaalt de *allocatie* van het nieuw gecreëerde geld?; en Voeren centrale banken ook nog een rentebeleid? We behandelen deze vragen hieronder beknopt.

Voor wat betreft de doelen die centrale banken bij geldschepping moeten nastreven geldt feitelijk wat ook voor ons huidige systeem geldt: dit is uiteindelijk een politieke beslissing. In de eerdere beschrijving van de geschiedenis van het monetair-financieel stelsel zagen we dat de doelen van monetair beleid niet een vaststaand gegeven zijn, maar door de tijd heen veranderen (of zelfs heen en weer bewegen). In reactie op de hoge inflatie in de jaren zeventig hebben veel Europese landen besloten dat centrale banken primair prijsstabiliteit dienen na te streven, doorgaans gedefinieerd als een stabiele inflatie van ongeveer 2 procent. In de VS heeft de FED nog additionele formele doelstellingen, namelijk bijdragen aan maximale werkgelegenheid en een lage langetermijnrente. Vaak hebben centrale banken ook nog diverse andere doelen: financiële stabiliteit, een efficiënt en betrouwbaar betalingsverkeer en de bescherming van rekeninghouders. Hoe dan ook, in de nieuwe situatie zou de geldscheppende autoriteit meerdere doelen kunnen nastreven of zich beperken tot de huidige hoofddoelstelling van de ECB: prijsstabiliteit (Dyson et al. 2016).

Hoe kan de centrale bank bepalen hoeveel nieuw geld er gecreëerd moet worden? Een mogelijkheid is dat zij een bepaalde regel volgt en daar niet van afwijkt, bijvoorbeeld door de geldhoeveelheid even hard laten stijgen als de nominale economische groei (dat wil zeggen, de reële groei plus de prijsstijging). Een andere mogelijkheid, die dichterbij de huidige situatie ligt, is om de centrale bank discretionaire ruimte te geven bij de besluitvorming. Hoewel zij dan bijvoorbeeld een vuistregel kan hanteren (‘Laat de geldhoeveelheid stijgen in lijn met de economische groei.’) bestaat de mogelijkheid om hiervan af te wijken. Omdat de dynamiek en wisselwerking tussen consumentenprijzen, de prijzen van bezittingen, rente, wisselkoers en volume van schuld ingewikkeld en variabel is en omdat economische cycli door meer dan alleen de geldhoeveelheid worden beïnvloed, beargumenteert Huber (2017: 157) dat er niet een vaste regel kan worden gevolgd. De geldscheppende autoriteit dient zowel in het plan van Huber (2017) als in het plan van Ons Geld (2016) dan ook discretionaire bevoegdheden te hebben.

Dit alles raakt aan het transmissiemechanisme van geldschepping: het effect van de acties van de centrale bank op de uiteindelijke doelen van het beleid. De *allocatie* van het nieuwe geld speelt hierbij een belangrijke rol. Het nieuwe geld kan op een aantal manieren ingezet worden (zie bijvoorbeeld Huber 2017: 162; Dyson et al. 2016: 28; Wortmann 2017):

- het verhogen van overheidsuitgaven (of het op peil houden van overheidsuitgaven met een gelijktijdige verlaging van belastingen);
- het verminderen van uitstaande overheidsschuld;
- het direct geld overmaken aan burgers (helikoptergeld);
- het geld lenen aan financieringsinstellingen.

De wijze waarop nieuw geld in de economie komt, maakt uit voor de macro-economische effecten. Geld direct aan burgers overmaken heeft bijvoorbeeld een ander effect op prijsstabiliteit dan geld eerst uitlenen aan financieringsinstellingen. Volgens Dyson et al. (2016: 51) zal het voor de centrale bank nooit exact te voorspellen zijn wat de uitwerking zal zijn van het nieuw gecreëerde geld. Mensen kunnen het geld voor meerdere zaken aanwenden. Worden er consumenten-goederen van gekocht dan kan dat direct prijsdruk geven, maar burgers kunnen ook besluiten om te sparen. Geldschepping beïnvloedt de koopkracht, maar het hangt uiteindelijk van de beslissingen van een veelheid van actoren af hoe dit zich vertaalt naar bredere doelen als werkgelegenheid, economische groei en inflatie.

Een belangrijke vraag is wie uiteindelijk beslist over de allocatie van nieuw geld. De meeste voorstellen gaan uit van een duidelijke scheiding. Zo stellen Dyson et al. (2016: 30) voor dat de politiek bepaalt hoe het nieuw gecreëerde geld wordt besteed. Vervolgens bepaalt de centrale bank, met inachtneming van de doelstellingen van monetair beleid en het veronderstelde transmissiemechanisme, welke *hoeveelheid* geld hierbij past.

We zien dus dat geldscheppingsbeleid en budgettair beleid dicht bij elkaar komen: de centrale bank dient goed op de hoogte te zijn van politieke beslissingen over de allocatie van het geld. Overleg tussen centrale banken en de politiek is niets nieuws. Ook in het huidige systeem heeft het monetaire beleid invloed op budgettair beleid, via rentebeleid, inflatie (die de waarde van overheidsschuld vermindert) en het opkopen van staatsobligaties. Naar verwachting zal de verhouding tussen centrale bank en de politiek in een publiekgeldsysteem wel veranderen. In het volgende hoofdstuk gaan wij hier nader op in.

De voorstellen besteden hoofdzakelijk aandacht aan de vraag hoe nieuw gecreëerd geld in de economie terecht komt. De vraag wat er moet gebeuren als de centrale bank oordeelt dat er *te veel* geld in omloop is en dat inflatie dreigt, krijgt niet of nauwelijks aandacht. Ons Geld (2016) zegt hierover: “De overheid krijgt de macht om de vraag naar en verdeling van dit geldmiddel bij te sturen. Herverdeling ver-

loopt traditioneel via belastingen. Evengoed zijn instrumenten in stelling te brengen die de vraag naar overheidsgeld afremmen of doen toenemen.” In Huber (2017), Dyson et al. (2016) en Benes en Kumhof (2013) wordt niet ingegaan op deze kwestie. Of dreigende inflatie dus alleen tegen moet worden gegaan met *minder* geldschepping of ook vergt dat geld ‘uit omloop moet worden gehaald’ (bijvoorbeeld door belastingverhoging), is niet duidelijk.

### 5.3.2 REGULERING VAN HET FINANCIERINGSDEEL

De meeste voorstellen benadrukken dat in het nieuwe systeem de overheid het financieringsdeel veel minder intensief hoeft te reguleren dan in het huidige systeem. Omdat het betalingsdeel veilig is voor de risico's van het financieringsdeel, zou de overheid zich veel minder druk hoeven te maken om het reilen en zeilen van dit laatstgenoemde systeem. De verschillende plannen benadrukken dus vooral wat *niet* meer hoeft: geen depositogarantiestelsel, geen duizenden pagina's financiële wetgeving, geen *bail-outs* (cf. Dyson et al. 2016: 12-13; Kotlikoff 2010: 132). Wel onderkennen de meeste voorstellen dat een zekere mate van overheidsbetrokkenheid wenselijk is. Wat is de overheidstaak in het nieuwe financieringsdeel?

Kotlikoff (2010) geeft aan dat de overheid een belangrijke rol heeft bij de toetsing van de risico's van leningen. Hij bepleit de oprichting van een nieuwe toezichthouder, de Financiële Autoriteit, die alle financiële instrumenten doorlicht, van ratings voorziet en die publiceert. Dat betekent dat mensen die hun geld willen investeren weten dat er een publieke autoriteit naar heeft gekeken en van een risico-inschatting heeft voorzien. Indien de financieringsinstelling dat graag wil, zou nog een privaat ratingbureau kunnen worden ingeschakeld. Het is ook mogelijk dat de Financiële Autoriteit deze private spelers inschakelt om te helpen bij het uitvoeren van de risicoanalyses, mits deze spelers geen financieel belang hebben in de bedrijven die worden beoordeeld. De overheid heeft dus primair een certificerings- en verificatietaak om het financieringsdeel soepel te laten lopen.

Het verschilt per voorstel of de financieringsinstellingen zelf aan regulering onderhevig zijn. In het systeem van Kotlikoff zijn alle financieringsinstellingen georganiseerd als beleggingsfondsen: ze opereren volledig op basis van eigen vermogen. Door deze opzet is het beleid dat we nu hebben op het gebied van kapitaal en liquiditeit overbodig. Er zou dan wel iets kunnen worden opgezet dat lijkt op wat de Autoriteit Financiële Markten (AFM) doet: erop toezien dat investeerders niet worden misleid (bijvoorbeeld met valse beloftes over het rendement, of verkeerde informatie over de investeringsportfolio) en dat er geen fraude wordt gepleegd. Ook zou mededingingswetgeving natuurlijk nog een rol spelen.

In de alternatieve mogelijkheid waarbij financieringsinstellingen zich financieren op basis van een combinatie van eigen vermogen en schulden is meer behoefte aan financiële regulering. Dyson et al. (2016: 25-6) noemen expliciet de wenselijkheid van kapitaalregulering. Omdat financieringsinstellingen schuldverplichtingen hebben, is het van belang dat er een veiligheidsmarge is die schuldeisers een zekere mate van bescherming biedt tegen faillissement en de daaruit volgende verliezen. Daarom stellen de auteurs voor om ook in het nieuwe systeem kapitaalregels op te leggen aan financieringsinstellingen. Beleidsmakers kunnen kiezen uit verschillende opties: ze kunnen kiezen voor een variant op de huidige *risicogewogen* kapitaaleisen, of juist voor ongewogen kapitaaleisen (een minimum hefboomratio), of een combinatie van beide (Dyson et al. 2016).

Bij een financieringsdeel waar looptijdtransformatie is toegestaan, dus waar de bezittingen van de bank een langere looptijd hebben dan de verplichtingen, zal mogelijk ook een vorm van liquiditeitsregulering nodig zijn. Cruciaal is dat erop wordt toegezien dat financieringsinstellingen geen direct opvraagbare tegoeden uitgeven. Die zouden namelijk verdacht veel lijken op de huidige girale tegoeden en deze tegoeden zouden als geld kunnen gaan functioneren. De consequentie daarvan zou zijn dat er een parallel privaat betalingsdeel ontstaat (schaduwgeld), wat de voorstellen in het algemeen juist proberen te vermijden. De overheid moet dus afdwingen dat de tegoeden die de financieringsinstellingen uitgeven een minimum looptijd of opzegtermijn hebben, om te voorkomen dat zij als schaduwgeld gaan functioneren.

Een belangrijke open vraag is hoe de overheid omgaat met instabiliteit en crises in het financieringsdeel. Een onderliggende wens van de voorstellen is dat de overheid zich niet langer garant stelt voor de risico's die daar gelopen worden. De overheid zou zich niet langer gedwongen voelen om private instellingen te redden van de ondergang, aangezien het betalingsdeel te allen tijde veilig is. De verschillende voorstellen geven dan ook aan dat de overheid niet moet interveniëren in het financieringsdeel als het daar misgaat. Er is in deze visie geen noodzaak om *lender of last resort*-acties te ondernemen: de instellingen moeten gewoon failliet kunnen gaan. Aangezien het betalingsgedeelte veilig is, zou de overheid het financieringsdeel kunnen laten voor wat het is, zo is het algemene uitgangspunt. We bespreken in hoofdstuk 6 of dit een houdbaar standpunt is.

### 5.3.3 ONAFHANKELIJKHEID EN VERANTWOORDING

In het nieuwe systeem kan alleen de centrale bank nieuw geld creëren.<sup>11</sup> De verschillende voorstellen gaan in op de onafhankelijkheids- en legitimiteitsvragen die dit oproept. Omdat het een publieke instelling geheel verantwoordelijk maakt voor geldschepping, hameren de voorstellen op het belang van voldoende onafhankelijkheid van de politiek. Hoewel parlement en kabinet wel de doelen van monetair beleid kunnen bepalen en invloed moeten hebben op de allocatie van



nieuw geld, zouden zij geen zeggenschap mogen hebben over de *hoeveelheid* geld. De centrale bank zou, zoals nu ook al deels het geval is, een onafhankelijke macht moeten zijn, net als de rechterlijke macht. Huber (2017) stelt voor om het hoofd en de leden van de centrale bank te benoemen voor een vaste tijd (met een mogelijke herbenoeming), in tegenstelling tot constitutionele of hoogste rechters die vaak voor het leven worden benoemd. Tijdens deze periode zou de positie van de centrale bankier niet op het spel staan: de politiek kan deze niet ontslaan. Deze onafhankelijkheid dient echter wel gepaard te gaan met een bepaalde mate van verantwoording aan de politiek (Huber 2017).

## 5.4 TRANSITIE NAAR HET NIEUWE SYSTEEM

De in dit hoofdstuk besproken voorstellen pleiten voor een financieel systeem waarin al het geld volledig is gedekt door publiek geld (centralebankreserves) of zelf publiek geld is. Een belangrijke kwestie is langs welke weg die situatie daadwerkelijk bereikt kan worden. Er zijn twee elementen van de transitie: enerzijds moet ervoor worden gezorgd dat het betalingsdeel wordt afgescheiden. Anderzijds dienen veranderingen te worden doorgevoerd in het financieringsdeel. We bespreken beide elementen.

### 5.4.1 NAAR EEN NIEUW BETALINGSDEEL

Hoe komen we tot het nieuwe betalingsdeel? De eerste vraag is welke banktegoeden in aanmerking komen voor omzetting in publiek geld. De voorstellen verschillen op dit punt. Dyson et al. (2016: 40) bepleiten een relatief smalle inkadering, waarin alleen girale tegoeden (*sight deposits*) in aanmerking komen, maar geen spaartegoeden (*customers' savings and time deposit accounts*). Ons Geld (2016: 15) hanteert een ruimere definitie, waarbij het gaat om “alle spaar- en betaalsaldi (bancaire geldtegoeden) die rekeninghouders thans als hun geld beschouwen, dus ongeacht de looptijd”. De afbakening van de tegoeden die worden omgezet is een belangrijk aandachtspunt. Zoals tabel 5.1 blijkt gaat het in Nederland om een verschil van €600 miljard (het verschil tussen €449 en €1.048 miljard).

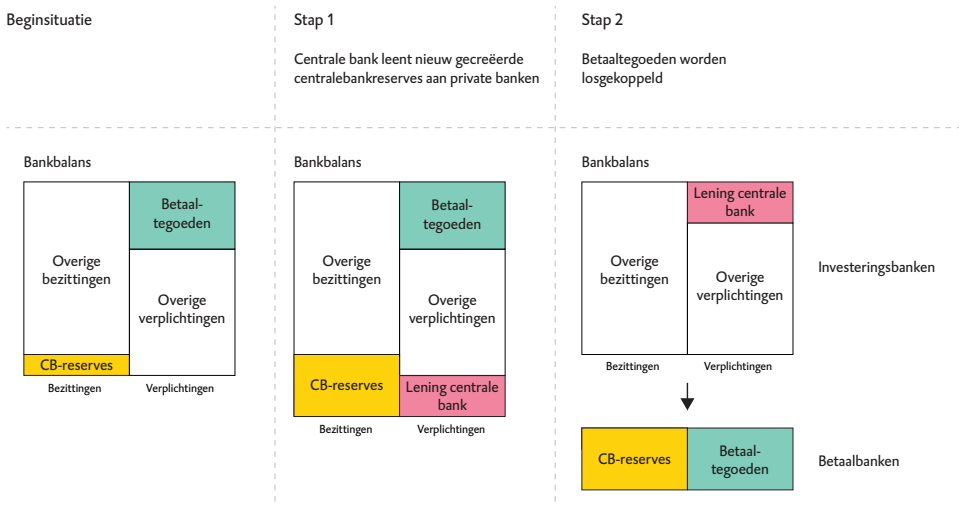
**Tabel 5.1 Omvang betaal- en spaartegoeden op balans van Nederlandse banken (in miljarden euro's; augustus 2018)**

	Betaal- tegoeden	Spaar- tegoeden	Spaartegoeden met vaste looptijd	Totaal	Totaal als % bankbalans
Nederlandse rekeninghouders	273	406	88	768	32%
Rekeninghouders eurogebied overig	58	8	10	76	3%
Rekeninghouders buiten eurogebied	118	27	60	205	8%
Totaal	449	441	159	1048	43%
Totaal als % bankbalans	18%	18%	7%	43%	

Bron: DNB-tabel 5.2.5

Ook moet een keuze worden gemaakt over hoe het nieuwe betalingsdeel eruit moet gaan zien. Zoals we in paragraaf 5.2 bespraken zijn er twee opties. De eerste is dat alle betaaltegoeden worden ondergebracht bij zelfstandige betaalbanken, die deze tegoeden voor 100 procent moeten afdekken met centralebankreserves. In het huidige systeem worden banktegoeden echter slechts voor een fractie gedekt door centralebankreserves. Om tot het nieuwe systeem te komen, dient de centrale bank dus net zoveel reserves te creëren en aan de banken uit te lenen dat de in aanmerking komende banktegoeden volledig zijn gedekt. Vervolgens wordt het betalingsdeel van de instelling afgescheiden van de rest – ofwel als zelfstandige onderneming, ofwel als dochteronderneming van de bredere financiële instelling. In figuur 5.4 laten we zien hoe deze transitie eruitziet.

**Figuur 5.4 Naar een betalingsdeel met gescheiden betaalbanken en financieringsinstellingen**



*Opmerking bij figuur: De verhoudingen op de bankbalans zijn slechts een indicatie. Zoals hierboven opgemerkt hangen deze af van de afbakening van 'betaaltoegoeden'.*

De tweede optie is dat betaalrekeningen bij de centrale bank worden ondergebracht. Dit betekent dat de in aanmerking komende banktegoeden bij de commerciële banken worden overgeheveld naar de centrale bank. Dit gaat gelijktijdig gepaard met nieuwe leningen van de centrale bank aan deze banken, als vervanging van overgeheveldte tegoeden.

De transitie kan ofwel geleidelijk plaatsvinden, of (na een bepaalde voorbereidingstijd) van de een op de andere dag. In de geleidelijke variant kan de centrale bank burgers de mogelijkheid geven om een rekening bij haar te openen. Wanneer burgers geld overmaken van een commerciële bank naar de centralebankrekening

kan de centrale bank dit bedrag terug lenen aan deze bank in de vorm van een centralebanklening, om de commerciëlebankbalans te stabiliseren. Op die manier worden banktegoeden geleidelijk vervangen door centralebankrekeningen en ontstaat een parallel *publiek* betalingsdeel. Dit is dan een hybride (volgens de voorstellen ‘incompleet’) systeem: gelijktijdig zijn er ook nog niet volledig door centralebankreserves gedekte betaalrekeningen en kunnen banken nog steeds bij kredietverlening nieuw geld creëren.

Om van dit hybride systeem naar het gewenste eindpunt te komen dient er dus een einddatum te zijn waarop alle betaalrekeningen naar de centrale bank zijn overgeheveld. Na die datum worden de banktegoeden (behalve de centralebankleningen) omgezet in investeringstegoeden, obligaties of aandelen en kunnen de banken niet langer betaalrekeningen aanbieden. Bij de verandering van de een op de andere dag dient de overheid eerst iedereen op de hoogte te stellen van het plan, de beleidsmatige kaders te ontwikkelen en dienen banken zich voor te bereiden. Daarna zou het nieuwe systeem in één klap kunnen worden ingevoerd (Dyson et al. 2016: 38-40).

#### 5.4.2 NAAR EEN NIEUW FINANCIERINGSDEEL

Als de bovenstaande transitie is voltooid, is een tweede kwestie welke aanpassingen in het financieringsdeel nog nodig zijn. Zoals in figuur 5.4 afgebeeld, hebben financieringsinstellingen na de transitie een flinke schuld aan de centrale bank. Hoe wordt deze schuld afgebouwd? Financieringsinstellingen kunnen de staatsobligaties die zij in het bezit hebben gebruiken om een deel van deze schuld af te lossen (Benes en Kumhof 2013). De rest van deze schuld kan op langere termijn worden afgelost op basis van de rentebetalingen en aflossingen van burgers en bedrijven op de uitstaande bankleningen. Dit zou dus een vrij lange tijd in beslag kunnen nemen (denk bijvoorbeeld aan hypotheekleningen). Benes en Kumhof (2013) gaan nog verder: de overheid zou kunnen besluiten via publieke geldschepping iedereen een burgerdividend uit te keren waarmee schulden moeten worden afgelost, om zo de private schuld in één keer flink te verlagen.

Daarnaast is er de vraag wat er precies gebeurt met de andere schuldverplichtingen (spaartegoeden en obligaties) van de financieringsinstelling. In het *Limited Purpose Banking*-model zouden alle uitstaande schuldverplichtingen moeten worden omgezet in aandelen (Kotlikoff 2010: 152). De schuldverstrekkers van de bank worden hierdoor aandeelhouder. In het geval dat financieringsinstellingen nog steeds mogen opereren op basis van schulden, worden de spaartegoeden omgezet in investeringstegoeden (Dyson et al. 2016) of in obligaties.

Dyson et al. (2016) besteden specifiek aandacht aan de vraag of het financieringsdeel blijft functioneren in en vlak na de transitieperiode. Het idee is immers dat financieringsinstellingen eerst geld moeten ophalen voordat zij het kunnen uit-

lenen; en in het begin hebben ze dit geld misschien niet of nauwelijks. Dyson et al. (2016) houden de optie open van een tijdelijke fase waarin financieringsinstellingen nieuw geld kunnen lenen van de centrale bank om aan de kredietvraag te kunnen voldoen. Tegelijkertijd kunnen zij hun geldvoorraad vergroten door de rente-inkomsten van uitstaande leningen en het aantrekken van geld vanuit het 'betalingsdeel'. Op termijn moet het financieringsdeel volgens hen wel volledig op private basis kunnen functioneren en hoeft de centrale bank niet langer financiering te verstrekken.

## 5.5 CONCLUSIE

In dit hoofdstuk behandelden wij de plannen om het monetair-financieel systeem fundamenteel te herordenen. Deze plannen beogen allemaal een scheiding van het systeem in een betalingsdeel en een financieringsdeel. In het betalingsdeel is al het geld direct of indirect publiek geld. Nieuw geld kan niet langer gecreëerd worden door private instellingen; alleen de centrale bank kan dit. Kredietverlening door financieringsinstellingen dient te gebeuren op basis van *bestaand* geld. Zij moeten eerst geld ophalen bij burgers en bedrijven alvorens zij dit kunnen uitlenen. In dit hoofdstuk spraken we over het 'publiekgeldsysteem' als gemeenschappelijke noemer voor deze ideeën.

Ondanks de overeenkomsten zijn er ook verschillen tussen de plannen, en laten deze plannen verschillende opties open. Geld kan worden ondergebracht bij betaalbanken, die hiertegen 100 procent centralebankreserves dienen aan te houden. Een alternatief is dat betaalrekeningen rechtstreeks worden aangehouden bij de centrale bank. De plannen laten meerdere opties open voor hoe nieuw geld in de economie kan worden gebracht. Ook de doelstellingen van monetair beleid en de relatie tussen de centrale bank en de politiek zijn geen vaststaand gegeven. Daarnaast verschillen de voorstellen wat betreft de vormgeving van het financieringsdeel. In sommige plannen mogen financieringsinstellingen alleen op basis van eigen vermogen opereren, terwijl zij in andere plannen ook schuldbewijzen mogen uitgeven. Bovendien verschillen de voorstellen in het soort beleid en toezicht waaraan financieringsinstellingen onderhevig zijn. Ten slotte zijn er meerdere transitieopties, waarbij gekozen kan worden voor een geleidelijke of een snelle transitie. Tabel 5.1 geeft een overzicht van de gemeenschappelijke elementen en de variatiemogelijkheden.

**Tabel 5.2 De kern en variaties van het publiekgeldsysteem**

	<b>De kern van het publiekgeldsysteem</b>	<b>Variaties van het publiekgeldsysteem</b>
<b>Geld</b>	Al het geld is direct of indirect publiek.	Het geld wordt direct op de rekening gezet bij de centrale bank of bij een betaalbank gestald die daartegen honderd procent centralebankreserves aanhoudt.
<b>Geld-schepping</b>	Geld kan niet gecreëerd worden door commerciële banken, maar alleen door de centrale bank.	Er zijn verschillende manieren waarop het nieuw gecreëerde geld ingezet kan worden: (1) door uitgaven van de overheid, (2) door de afbetaling van de staatsschuld, (3) door het direct over te maken aan burgers (helikoptergeld) en (4) door kredietverlening, direct dan wel indirect via financieringsinstellingen.
<b>Krediet-verstrekking</b>	De instellingen die krediet verlenen (financieringsinstellingen) zijn duidelijk gescheiden van de betaalbanken (of de centrale bank) waar het geld staat. Deze financieringsinstellingen kunnen geen nieuw geld creëren voor het verstrekken van leningen, zij dienen daarvoor eerst geld op te halen.	De voorstellen verschillen in hoeverre de looptijd van de leningen en de looptijd van de financiering van de instelling anders kan zijn (Mag de instelling geld dat van klanten kort is geleend, lang uitlenen?). Een tweede vraag is hoe de instelling zich financiert. Gaat de financiering door middel van tegoeden met een vaste waarde (een schuldcontract tussen instelling en financier) of stijgt en daalt de waarde van die tegoeden met het functioneren van de instelling (eigen vermogen – zoals aandelen in een beleggingsfonds)?

In dit hoofdstuk bespraken wij de variaties in de *vormgeving* van het publiekgeldsysteem, maar gingen we nog niet in op de mogelijke voor- en nadelen. Volgens de pleitbezorgers scoort dit systeem veel beter op het gebied van dienstbaarheid, stabiliteit, rechtvaardigheid en legitimiteit dan ons huidige systeem. In het volgende hoofdstuk gaan wij in op hun argumenten en op tegenwerpingen van critici, om zo een beeld te kunnen vormen van de mogelijke voor- en nadelen van het publiekgeldsysteem.

## NOTEN

- 1 Het is ook onder andere namen bekend, zoals: *full reserve banking*, *100%-money*, *limited purpose banking*, *Vollgeld*.
- 2 Het gaat in de voorstellen om een onafhankelijke publieke instelling. 'Ons Geld' spreekt over een monetaire autoriteit. Veel andere voorstellen spreken echter over de centrale bank. Om het overzichtelijk te houden zullen wij in deze tekst ook spreken over de centrale bank. Wij gebruiken deze term omdat die het meest gebruikelijk is. Het staat voor ons los van de vraag of deze instelling een balans moet hebben of leningen moet verstrekken.
- 3 Het is niet helemaal juist om te spreken over 'Nobelprijs' aangezien die voor de economische wetenschap niet bestaat. Het gaat hier om de Prijs van de Zweedse Rijksbank voor Economische Wetenschappen ter nagedachtenis aan Alfred Nobel.
- 4 Volgens Benes en Kumhof (2013: 17) en Laina (2015) ontleenden de Chicago-economen dit idee op hun beurt echter aan de Engelse Frederick Soddy (Nobelprijswinnaar in de scheikunde en econoom) die hierover reeds in de jaren twintig publiceerde.
- 5 Zoals we in hoofdstuk 2 aangaven, vormen kortlopende leningen die de bank aangaat op financiële markten een andere bron van mogelijke liquiditeitsproblemen. Normaliter worden deze leningen telkens vernieuwd of vindt de bank nieuwe schuldestrekkers, maar als de verstrekkers van deze leningen twijfelen aan de degelijkheid van de instelling, kunnen zij de doorrol stopzetten, waarmee de bank een groot financieringsprobleem heeft.
- 6 Dit gaat uit van een 'normale' situatie van monetair beleid waarbij de rente die de ECB betaalt op centralebankreserves niet negatief is.
- 7 Uiteraard kunnen er wel problemen ontstaan wanneer een centrale bank veel verplichtingen heeft in buitenlandse valuta. Hoewel een centrale bank negatief eigen vermogen kan hebben, kunnen centrale bankiers huiverig hiervoor zijn, omdat zij vrezen dat dit de legitimiteit van de centrale bank aantast. Zie voor een discussie hierover Cohen-Setton (2015).
- 8 Dyson et al. (2016: 30) stellen voor dat het nieuw gecreëerde geld 'gedekt' wordt door eeuwigdurende renteloze obligaties uitgeschreven door de overheid en gekocht door de centrale bank.
- 9 In het geval van een coöperatie ligt het ingewikkelder. In principe zijn de leden aansprakelijk voor het functioneren van de coöperatie en is op die manier de solvabiliteit van de onderneming gewaarborgd. In de praktijk wordt deze aansprakelijkheid bijna altijd in de statuten uitgesloten of beperkt tot een bepaald bedrag. Eigen vermogen kan dan op verschillende manieren opgebouwd worden. Sommige coöperaties hebben ledenrekeningen waarop geld gestort wordt door de leden. Coöperaties kunnen ook eigen vermogen opbouwen door ingehouden winsten. Ook zijn vermogenstitels mogelijk, aan te kopen door de leden of zelfs door externen – al is dat laatste uitzonderlijk (Van der Sangen 2012).
- 10 In het voorstel van Kotlikoff zijn er ook geldfondsen: dit zijn feitelijk de betaalbanken. Deze fondsen mogen alleen staatsobligaties of centralebankreserves aanhouden, waardoor de waarde stabiel blijft. Men kan met een aandeel uit dit geldfonds een aandeel in een investeringsfonds kopen. Omgekeerd krijgen mensen die een lening willen geld van een financieringsinstelling, dit in de vorm van nieuwe aandelen in de geldfondsen.

- 11 De vraag is of schuldbewijzen en aandelen uitgegeven door private partijen als geld gaan functioneren. In hoofdstuk 6 gaan we hier nader op in. De voorstellen verschillen in of zij dit zien als een positieve of negatieve ontwikkeling. Wel zijn de voorstellen het erover eens dat de overheid dit private geld op geen enkele manier zou moeten ondersteunen.

## 6 VOOR- EN NADELEN VAN HET PUBLIEKGELDSYSTEEM

De afgelopen jaren hebben verschillende partijen gepleit voor een publiekgeldsysteem, zoals besproken in het vorige hoofdstuk. In dit hoofdstuk gaan wij in op de voor- en nadelen van zo'n systeem. We doen dit aan de hand van de vier doelstellingen die in hoofdstuk 4 centraal staan: dienstbaarheid (paragraaf 6.1); stabiliteit (paragraaf 6.2); rechtvaardigheid (paragraaf 6.3); en legitimiteit (paragraaf 6.4). In paragraaf 6.5 bespreken wij de internationale dimensie, de transitie en het vraagstuk van dynamiek en innovatie. Paragraaf 6.6 vat dit hoofdstuk samen.

Bij de bespreking van de voor- en nadelen is enige voorzichtigheid geboden. Het systeem heeft nooit volledig in de praktijk gefunctioneerd. Dat betekent dat er geen of slechts indirect empirisch bewijs voorhanden is over de voor- en nadelen van een alternatief geldscheppingsysteem. Macro-economische modellen die de verwachte effecten analyseren (bijv. Benes en Kumhof 2013; Flaschel et al. 2010; Chiarella et al. 2011; Yamaguchi 2011; Van Egmond en De Vries 2016) dienen met de nodige slagen om de arm te worden bezien. Het is ook belangrijk om in het achterhoofd te houden dat er ook binnen het huidige systeem onduidelijk bestaat over bepaalde economische verbanden; dat maakt het nog lastiger om uitspraken te doen over de werking van een ander systeem. Ten slotte bestaan er verschillende varianten van een publiekgeldsysteem. Vooral de inrichting van het financieringsdeel verschilt per voorstel. Deze varianten komen uiteraard met verschillende voor- en nadelen.

### 6.1 DIENSTBAARHEID

De eerste vraag is of een publiekgeldsysteem leidt tot een verbetering op het gebied van dienstbaarheid aan de samenleving. In hoofdstuk 4 beschreven we deze dienstbaarheid aan de hand van twee belangrijke functies van de financiële sector: betalen en financieren. De functie van het betalen wordt binnen het huidige systeem goed vervuld, al zijn er zorgen over veiligheid van het betaalverkeer tijdens crises. Wat betreft financieren is het de vraag of deze functie op een manier wordt vervuld die dienstbaar is aan de samenleving. De volatiliteit van de kredietverlening en de hoogte van de schulden leveren problemen op. Wat zou het effect in deze zijn van een publiekgeldsysteem? We bespreken in deze paragraaf: (1) de werking van het betalingsverkeer; (2) de versterking van conjuncturele schommelingen; (3) de beschikbaarheid en prijs van krediet; en (4) de mogelijkheid van een eenmalige schuldenreductie.



### 6.1.1 DE WERKING VAN HET BETALINGSVERKEER

Van een publiekgeldsysteem is niet direct een veel betere of minder goede werking van het betalingsverkeer te verwachten. Sommige auteurs zijn bezorgd dat het centraliseren van betalingsverkeer zou kunnen leiden tot minder innovatie op dit gebied, omdat de centrale bank geen noodzaak voelt om aanpassingen te doen (zie bijv. Van Dixhoorn 2013a: 33; Swiss National Bank [SNB] 2018). Dit gaat echter niet op voor de variant van een publiekgeldsysteem waarbij er zelfstandige betaalbanken zijn die met elkaar concurreren om de gunst van de klant. Bovendien is het niet evident dat publieke instellingen minder zouden innoveren dan private instellingen. In Nederland werden tot aan de jaren zeventig de belangrijkste innovaties op het gebied van betalingsverkeer, zoals pinautomaten en het elektronische betalingsverkeer, door publieke instellingen geïntroduceerd; terwijl private banken vooral een volgende rol hadden (zie hoofdstuk 3).

Er is niet direct een reden om te verwachten dat de totale kosten voor het betalingsverkeer omhoog of omlaag zullen gaan; wel is het de vraag *wie* de kosten betaalt in een publiekgeldsysteem. Nu gebruiken banken een deel van de inkomsten uit hun bezittingen en het voordeel dat zij behalen uit relatief goedkopere financiering voor het bekostigen van het betalingsverkeer; in het nieuwe systeem is dit niet mogelijk. Betaalbanken hebben immers alleen centralebankreserves als bezittingen op de balans staan, waardoor de rente-inkomsten voor de bank beperkt of helemaal afwezig zullen zijn. Wanneer de rente op centralebankreserves niet kostendekkend is voor banken, zal dit naar verwachting leiden tot hogere kosten voor de consument (KPMG 2016: 14). Het is ook mogelijk dat de overheid de kosten van het betalingsverkeer voor zijn rekening neemt; ook dan is sprake van een andere verdeling van de kosten. Kortom, op het gebied van betalen zijn in normale tijden geen grote veranderingen te verwachten.

Een belangrijk verschil met het huidige systeem is echter dat betaalrekeningen niet langer zijn blootgesteld aan financiële risico's. Een financiële crisis beïnvloedt in een publiekgeldsysteem niet direct het betalingsverkeer. Wanneer zich in het financieringsdeel schaduwgeld ontwikkelt, zou dat alsnog een bedreiging kunnen vormen voor het betalingsverkeer, we komen hier in paragraaf 6.2 op terug. Wel bestaan er, net als in het huidige systeem, cyberrisico's.

### 6.1.2 VERSTERKING VAN CONJUNCTURELE SCHOMMELINGEN

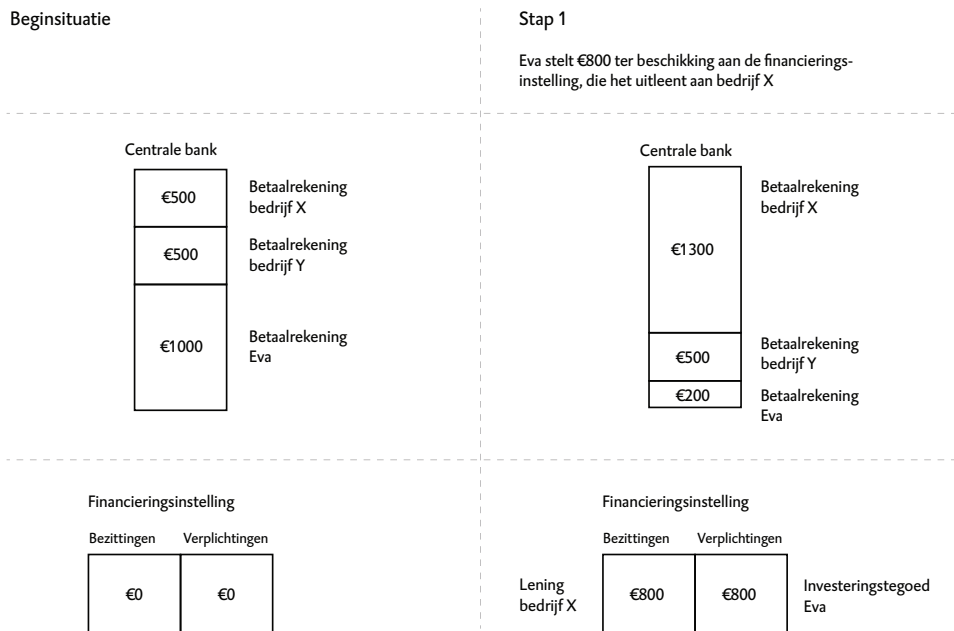
Voorstanders van een publiekgeldsysteem stellen dat in het nieuwe systeem perioden van collectief optimisme en pessimisme niet zo worden versterkt als binnen het huidige systeem (Benes en Kumhof 2013; Dyson et al. 2016; Ons Geld 2016). Dit omdat er een grotere rem is op kredietverstrekking door financieringsinstellingen. Dit vergt enige uitleg.

In het huidige systeem kan aan een groeiende vraag naar krediet relatief eenvoudig worden voldaan. Banken kunnen tegelijkertijd een lening en nieuw geld creëren. Zoals we in hoofdstuk 2 lieten zien, worden banken hierbij door verschillende factoren geremd, maar er is geen sprake van een harde begrenzing. In goede tijden kan de kredietverlening dus relatief snel stijgen. Evenzo daalt ten tijde van een crisis de waarde van de bezittingen van de bank en zal de bank kredietverlening juist sterk terugschroeven om een gezonde balans te krijgen.

In een publiek geldsysteem moeten financieringsinstellingen voordat zij een lening kunnen verstrekken eerst geld ophalen. De geldhoeveelheid kan niet worden vergroot door financieringsinstellingen; alleen de centrale bank kan dat. Dit betekent dat kredietverlening minder hard kan stijgen dan in het huidige systeem. Tegelijkertijd is het een minder harde begrenzing van krediet dan op het eerste gezicht lijkt. Krediet kan ook doorgroeien zonder dat de geldhoeveelheid stijgt.

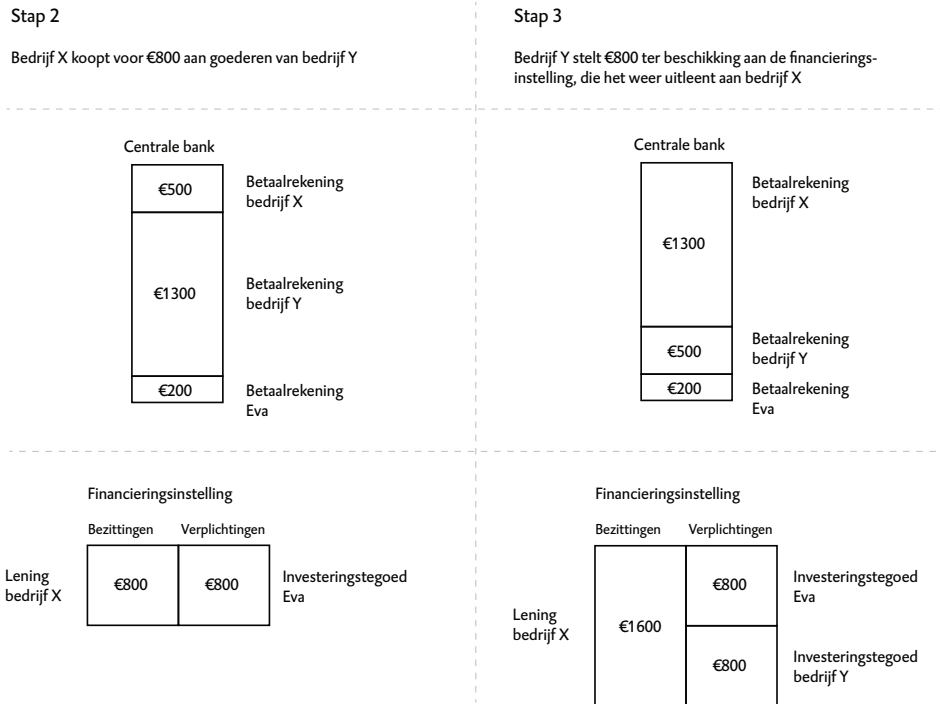
Een voorbeeld: Eva stelt €800 beschikbaar aan een financieringsinstelling die werkt op basis van investeringstegoeden, die dit bedrag vervolgens uitleent aan bedrijf X (zie figuur 6.1).

**Figuur 6.1 Opbouw van schulden in publiek geldsysteem deel I**



Bedrijf X koopt hiervan goederen bij bedrijf Y. Bedrijf Y stelt vervolgens het geld (€800) ter beschikking aan de financieringsinstelling, die het vervolgens weer uitleent aan bedrijf X (zie figuur 6.2). Zo kan met een vaste hoeveelheid geld, het bedrag aan schulden toch toenemen. In ons simpele voorbeeld zijn de schulden met €1600 gestegen.

**Figuur 6.2 Opbouw van schulden in publiekgeldsysteem deel II**



Hoewel het begrenzen van de geldhoeveelheid niet betekent dat ook de hoeveelheid krediet vastligt, is het toch reëel om te verwachten dat kredietverlening in een publiekgeldsysteem eerder geremd zal worden dan in het huidige systeem. De snelheid van netto kredietgroei (nieuwe kredietverstrekking min de schulden die worden afgelost) wordt begrensd door de mate waarin mensen bereid zijn hun geld om te zetten in een investeringstegoed. Financieringsinstellingen zullen mensen die hun geld aanhouden als veilig betaalgoed, proberen te verleiden om het ter beschikking te stellen voor financiering, wat betekent dat zij risico lopen. Dit zal alleen lukken tegen een hogere vergoeding, wat uiteindelijk zal doorwerken in een hogere rente op verstrekte leningen: financieringsinstellingen moeten immers rendabel blijven. Deze hogere kredietprijs kan vervolgens de vraag drukken, wat een remmend effect heeft op kredietgroei. Volgens voorstanders is dit een effectieve

manier om kredietzeepbellen te voorkomen (bijvoorbeeld Benes en Kumhof 2013; voor meer informatie, zie Van Dixhoorn 2013a; Sustainable Finance Lab 2015; Dommerholt en Van Tilburg 2016).

Daarbij moet in het achterhoofd worden gehouden dat de combinatie van geldschepping en kredietverlening zeker niet de enige factor is die zorgt voor schommelingen in kredietverlening en conjunctuur. Een aantal elementen die de conjuncturele cyclus versterken is immers inherent aan financiële markten. Zo hangt de vraag naar krediet sterk af van marktsentimenten (collectief optimisme of pessimisme). Financiële bezittingen hebben bovendien geen ‘objectieve’ waarde: de prijs is afhankelijk van vraag en aanbod, die weer sterk wordt bepaald door toekomstverwachtingen en het gedrag van andere marktspelers. Daarnaast is er ten tijde van financiële instabiliteit meer behoefte aan snel opneembare (liquide) middelen dan in goede tijden. Deze elementen die de conjunctuur versterken zijn ook in het publiek geldsysteem aanwezig (Dow et al. 2015).

### 6.1.3 PRIJS EN BESCHIKBAARHEID VAN KREDIET

De beschikbaarheid van krediet is belangrijk voor de economische ontwikkeling. In hoofdstuk 4 hebben we gezien dat hierbij sprake is van een omgekeerde U-vorm. Zowel te weinig als te veel krediet kan negatieve economische consequenties hebben. Hoeveel krediet tegen welke prijs er in een publiek geldsysteem beschikbaar zal zijn, is uiteraard niet exact te voorspellen. Dit hangt voor een belangrijk deel af van de manier waarop het financieringsdeel functioneert. Daarbij zal er een zekere uitruil bestaan tussen de stabiliteit van het financieringsdeel en de beschikbaarheid van krediet.

Wanneer financieringsinstellingen opereren op eigen vermogen (zoals in het voorstel van Kotlikoff) en er geen verschil in looptijd en risico bestaat tussen de bezittingen en de financiering van de instellingen, zal de waarde van de aandelen fluctueren en zelfs kunnen instorten wanneer zij massaal worden verkocht, maar bestaat er geen risico op bankruns. Het is dan echter wel de vraag of er genoeg mensen bereid zijn om geld beschikbaar te stellen voor kredietverlening. Een financieringsdeel waarin looptijdtransformatie wel is toegestaan en waar financieringsinstellingen opereren op basis van schulden, kan aantrekkelijker zijn voor investeerders. Het betekent echter ook een groter risico op instabiliteit (zie box 6.1 over de voor- en nadelen van looptijdtransformatie). Minder stabiele financieringsinstellingen worden geaccepteerd in ruil voor naar verwachting een grotere beschikbaarheid van krediet.

**Box 6.1 De voor- en nadelen van looptijdtransformatie**

De varianten van het publiekgeldscheppingsstelsel verschillen in of zij looptijdtransformatie in het financieringsdeel toestaan. Looptijdtransformatie betekent dat er verschillen mogen zijn in de looptijd tussen de ingelegde tegoeden en de looptijd van de verstrekte leningen. Zo kunnen bijvoorbeeld de ingelegde tegoeden een looptijd van een maand hebben, terwijl de verstrekte leningen een looptijd hebben van tien jaar.

Looptijdtransformatie heeft een belangrijke economische functie. Voor de economie als geheel is het van groot belang dat er langlopende financiering beschikbaar is. Dit geeft bedrijven en burgers zekerheden die hen in staat stellen om economische risico's te nemen, wat bijdraagt aan economische ontwikkeling. Voor individuele financiers is het verstrekken van langlopende financiering echter risicovol: je bent je geld langere tijd kwijt en je weet niet of je het in de tussentijd nodig zal hebben. Als iedere financier individueel de afweging moet maken, zal dit een belemmering vormen voor de beschikbaarheid van langlopende financiering.

Wanneer looptijdtransformatie is toegestaan, kunnen financiële instellingen hiervoor een oplossing bieden: zij kunnen langetermijnfinanciering verstrekken op basis van kortlopende financiering. De instellingen maken hierbij gebruik van de 'wet van de grote aantallen'; onder normale omstandigheden is de in- en uitstroom van de financiering ongeveer gelijk, dus kan de instelling langlopende leningen verstrekken. Dit looptijdsverschil heeft dus belangrijke economische voordelen. Tegelijkertijd brengt het ook stabiliteitsrisico's met zich mee. Wanneer mensen massaal hun geld willen opnemen, kan de instelling hier niet aan voldoen en moet deze de deuren sluiten.

Wanneer geen looptijdtransformatie is toegestaan, zal dit de beschikbaarheid van langetermijnfinanciering beperken. Volgens Boonstra (2015: 30) is "de kans dat consumenten of bedrijven hun spaargeld voor ettelijke jaren, laat staan decennia, willen vastzetten (...) nihil". Wanneer financieringsinstellingen worden gefinancierd op basis van verhandelbare obligaties of aandelen neemt dat een deel van het probleem weg, omdat men deze instrumenten op ieder moment kan verkopen. Wel zal men dan een grotere onzekerheid hebben over de opbrengst daarvan bij verkoop, wat de bereidheid om geld voor financiering beschikbaar te stellen kan verminderen.

De voorstellen verschillen zozeer in hoe het financieringsdeel eruit zal zien, dat er geen eenduidig antwoord kan worden gegeven op de vraag of er in een publiekgeldstelsel voldoende betaalbaar krediet beschikbaar zal zijn. Wel is het waarschijnlijk dat er minder krediet beschikbaar zal zijn dan in het huidige stelsel. In het publiekgeldstelsel verschuift de het risico van kredietverstrekking ten minste ten dele van de bank naar het individu (die zijn geld ter beschikking van de

financieringsinstelling stelt). Dit kan betekenen dat men minder geneigd is om geld beschikbaar te stellen voor financiering, of dit alleen wil doen tegen een hoge vergoeding.

Waar dat door voorstanders wordt gezien als een positieve ontwikkeling, waar- schuwen anderen juist hiervoor. Verschillende auteurs (Pettifor 2017; Fontana en Sawyer 2016; Goodhart en Jensen 2015; SNB 2018) stellen dat de prijs van krediet *structureel* omhoog zal gaan en de beschikbaarheid *permanent* zal afnemen. Zij benadrukken dat dit slecht zal zijn voor economische ontwikkeling en dat nieuwe, veelbelovende initiatieven op deze manier geen financiering kunnen krijgen. Volgens Pettifor (2017) zouden onzekere, maar potentieel maatschappelijk waardevolle activiteiten snel in de kiem gesmoord worden als het kredietaanbod beperkt wordt. Ook kan minder toegang tot krediet grote sociale gevolgen hebben. Zoals gezegd heeft de relatie tussen kredietverlening en economische ontwikkeling het karakter van een omgekeerde U-vorm. Te weinig kredietverlening is ongunstig en te veel ook. Van tevoren is lastig vast te stellen waar de omvang van de kredietver- lening in het publiekgeldsysteem zich op de omgekeerde U-vorm zou bevinden. Overigens kan, los van het langetermijneffect, een terugval in de beschikbaarheid en stijging van de prijs van krediet op de korte termijn problematisch zijn. We komen hier bij de transitie op terug.

Volgens voorstanders is de vrees voor te weinig en te duur krediet om twee re- denen overdreven (Laina 2015; Dyson et al. 2016).<sup>1</sup> Ten eerste zou het onwaarschijn- lijk zijn dat een herordening van de financieringsrisico's zou leiden tot een explo- sive groei van rentes, omdat er momenteel zoveel kapitaal is in de wereld. Dyson et al. (2016: 47) stellen: “*the economic context at the moment is one of large pools of capital and a ‘search for yield’, implying that rather than there being a shortage of credit, there is a shortage of useful projects to invest in*”. Ten tweede zou de centrale bank altijd kunnen interveniëren in het geval dat de rentestanden te hoog worden bevonden: “*the central bank would always be able to create money and inject it into key markets to bring interest rates down*” (Dyson et al. 2016: 47). Zoals we in het vorige hoofdstuk bespraken is een financieringsdeel denkbaar waarbij financie- ringsinstellingen geld mogen lenen van de centrale bank voor kredietverlening. Wanneer de centrale bank meent dat krediet te schaars en te duur is, zou zij geld kunnen uitlenen aan financieringsinstellingen om zo de prijs en beschikbaarheid van krediet te sturen. Daarvoor is het wel nodig dat de centrale bank de krediet- behoefte goed kan peilen. Pettifor (2017) meent dat daarmee te veel verwacht wordt van de vooruitziende blik van de centrale bank. Dyson et al. (2016) stellen dat dit niet noemenswaardig anders is dan de huidige verwachtingen van de cen- trale bank op het gebied van inflatiemanagement (we komen hierop terug in para- graaf 6.3).

Tot dusver hebben we gekeken naar de omvang van krediet geredeneerd vanuit de beslissingen die mensen nemen over het stallen dan wel investeren van hun geld. Voorstanders van het publiekgeldsysteem hebben nog een andere reden om te denken dat er in het alternatief minder schulden zullen bestaan (zie bijv. Dyson et al. 2016: 14). In het huidige systeem wordt er over het algemeen op het moment van geldschepping tegelijkertijd een schuld gecreëerd. In het publiekgeldsysteem kan, zo stellen de pleitbezorgers, de overheid nieuw geld creëren zonder dat tegelijkertijd schuld wordt gecreëerd.<sup>2</sup> Dat betekent dat de geldhoeveelheid kan stijgen, zonder dat de omvang van schulden stijgt. Die redenering gaat er echter vanuit dat de stijging van de geldhoeveelheid de drijvende factor is voor de stijging van de schuld in plaats van andersom. Uit figuur 3.6 blijkt dat krediet sterker is gestegen dan de geldhoeveelheid. Het is daarom lastig om op basis van deze argumentatie te zeggen dat het ontkoppelen van geld en schuld noodzakelijkerwijs leidt tot minder schulden.

Tot nu toe hebben we gesproken over de gevolgen voor kredietverlening. Het is ook belangrijk om na te denken over wat het publiekgeldsysteem betekent voor andere financiële producten, zoals opties en andere derivaten. Hoewel kredietverlening en de verkoop van financiële producten door veel meer partijen dan alleen banken worden ontplooid, spelen banken wel een belangrijke rol op deze terreinen. Het valt dan ook te verwachten dat er ook voor deze markten gevolgen zullen zijn, maar welke precies en wat het effect daarvan zou zijn op de samenleving zijn lastig in te schatten. Dit vraagstuk wordt in de meeste voorstellen niet expliciet behandeld.

#### **6.1.4 EENMALIGE SCHULDENREDUCTIE**

Het nieuwe systeem biedt volgens voorstanders de mogelijkheid tot een eenmalige grote reductie in schuldenniveaus, zowel publiek als privaat (Benes en Kumhof 2013; Dyson et al. 2016; Sustainable Finance Lab 2015; Wortmann 2017). In het vorige hoofdstuk (paragraaf 5.4) legden we uit dat de transitie naar een publiekgeldsysteem gepaard zou gaan met omvangrijke leningen van de centrale bank aan het commerciële bankwezen. Deze leningen op de balans van de nieuwgevormde financieringsinstellingen zijn bedoeld ter vervanging van de betaaltegoeden die zijn verplaatst. Voorstanders zien hierin een mogelijkheid om private en publieke schulden fors te reduceren, met positieve gevolgen voor financiële stabiliteit en economische ontwikkeling.

De centrale bank kan deze leningen aan banken deels wegstrepen tegen de staatsobligaties die de banken op de balans hebben staan.<sup>3</sup> Dit kan voor zover de staatschuld in handen is van de commerciële banken die bij de transitie betrokken zijn. Een staatsschuld als de Nederlandse is echter over veel nationale en internationale instellingen verspreid.<sup>4</sup> Dit beperkt de mogelijkheden om de publieke schuld weg

te strepen tegen de leningen die door de centrale bank verstrekt worden. Visser (2015) wijst daarnaast op het belang van staatsobligaties voor risicoverdeling binnen beleggingsportefeuilles.

Benes en Kumhof (2013) gaan nog een stap verder. Zij stellen voor burgers tijdens de transitie een dividend te geven waarmee zij hun private schulden dienen af te lossen. De commerciële banken kunnen met het verkregen geld vervolgens hun leningen bij de centrale bank aflossen. Wanneer dit burgerdividend alleen wordt uitgekeerd aan mensen met schulden, leidt dat tot grote herverdelingseffecten. Wanneer iedereen een gelijk bedrag krijgt, kunnen burgers, voor zover zij geen of lagere schulden hebben, dit dividend vrij besteden. Bij een laag bedrag, zal de daling van de private schulden uiteindelijk beperkt zijn. Bij een hoog bedrag is de kans op inflatie zeer groot.

#### 6.1.5 **SAMENVATTING**

In deze paragraaf hebben we gekeken naar de mogelijke voor- en nadelen van een publiekgeldsysteem op het gebied van dienstbaarheid. We hebben hierbij zowel gekeken naar het betalingsverkeer als naar financiering. Er zijn weinig aanwijzingen dat onder normale omstandigheden het betalingsverkeer meer of minder goed zou functioneren. Wel zouden de kosten anders zijn verdeeld: waar in het huidige systeem banken het betalingsverkeer deels bekostigen op basis van de inkomsten op hun bezittingen, is dat niet of beperkter mogelijk in het alternatief (afhankelijk van de rente op centralebankreserves). De directe kosten voor rekeninghouders zouden dus kunnen oplopen. Wanneer er sprake is van rekeningen bij de centrale bank, is een optie dat deze kosten publiek gedragen worden.

Op het gebied van kredietverlening zal waarschijnlijk wel veel veranderen. Het is goed mogelijk dat de volatiliteit in kredietverlening afneemt, aangezien een stijgende vraag naar krediet sneller doorwerkt in de rente, wat de kredietvraag ontmoedigt. De rem op kredietverstrekking in het publiekgeldsysteem is wel minder strikt dan op het eerste gezicht lijkt: het begrenzen van de hoeveelheid geld impliceert geen absolute begrenzing van de hoeveelheid krediet. Toch kan ook in een publiekgeldsysteem de conjunctuur door de financiële sector versterkt worden. Bepaalde elementen die in ons huidige systeem bijdragen aan volatiele kredietverlening verdwijnen in het publiekgeldsysteem niet, zoals het feit dat financiële bezittingen niet objectief zijn te beprijzen, markt sentiment daarbij dus altijd een rol speelt en ook de vraag kan fluctueren.

Hoeveel krediet er in een publiekgeldsysteem beschikbaar is en tegen welke prijs is lastig te zeggen. Het is sterk afhankelijk van de manier waarop het financieringsdeel gereguleerd is en zich gaat ontwikkelen. Er is daarbij sprake een uitruil tussen de stabiliteit van financieringsinstellingen en de beschikbaarheid van krediet: hoe meer risico's de financiers van deze instellingen moeten dragen, hoe stabielere de



instellingen, maar hoe minder mensen geneigd zullen zijn om geld beschikbaar te stellen voor financiering of hoe hoger de vergoeding is die zij hiervoor wensen. Dus indien de overheid van financieringsinstellingen eist dat zij volledig opereren op eigen vermogen, of wanneer zij de looptijd van hun schulden moeten matchen met de looptijd van hun bezittingen, zullen individuele instellingen stabielere zijn, maar zullen burgers en bedrijven wellicht terughoudender zijn bij het beschikbaar stellen van krediet. Verhandelbaarheid van de schulden van of aandelen in deze financiële instellingen neemt slechts een deel van dit probleem weg.

Minder kredietverlening hoeft op de lange termijn niet schadelijk te zijn: er kan immers ook sprake zijn van te veel krediet. Zowel te veel als te weinig kredietverlening heeft negatieve gevolgen voor de economische ontwikkeling. Het is lastig om te voorspellen waar het publiekgeldsysteem zich op deze as precies zal bevinden. Een sterke afname van de beschikbaarheid van krediet kan op korte termijn, los van het langetermijneffect, sterke negatieve gevolgen hebben.

Het nieuwe systeem zou kunnen leiden tot een eenmalige verlaging van schulden door de leningen van de centrale bank aan financieringsinstellingen weg te strepen tegen de schulden die op de balans van deze instellingen staan. Bij publieke schulden is dit voorstelbaar. Bij private schulden spelen vele politieke vragen over de implementatie, met name mogelijke herverdelingseffecten en het risico op inflatie. Hoewel in een model deze schulden gemakkelijk tegen elkaar weggestreept kunnen worden, is de praktijk weerbarstiger.

## **6.2 STABILITEIT**

De problematiek van financiële instabiliteit betreft zowel het financiële systeem als geheel, als individuele instellingen – en de wisselwerking daartussen. In hoeverre zou een publiekgeldsysteem deze problematiek verminderen? We bespreken eerst de stabiliteit van individuele instellingen, daarna gaan we in op de stabiliteit van het systeem als geheel.

### **6.2.1 DE STABILITEIT VAN INDIVIDUELE INSTELLINGEN**

Zal het publiekgeldsysteem leiden tot stabielere instellingen? Die vraag dient apart beantwoord te worden voor instellingen in het betalingsdeel (betaalbanken) en instellingen in het financieringsdeel (financieringsinstellingen). In het nieuwe systeem zullen betaalbanken stabiel zijn; zij opereren immers op basis van volledige reserves en zullen dan ook niet ten onder kunnen gaan door een bankrun.<sup>5</sup> Mocht er in het financieringsdeel overigens schaduwgeld ontstaan (schulden van financieringsinstellingen die als betaalmiddel gaan functioneren), dan kan dat nog steeds betekenen dat niet al het geld veilig is. We komen hier in paragraaf 6.5 op terug.

In hoeverre financieringsinstellingen stabiel worden is een veel ingewikkelder vraagstuk. Het hangt deels af van wet- en regelgeving: wat is wel en niet toegestaan bij financieringsinstellingen? Wanneer deze instellingen volledig op basis van eigen vermogen opereren (zoals in het Kotlikoff-plan) is er geen risico op een bankrun en is het risico op faillissement veel kleiner. Net zoals bij onze huidige aandelenmarkten, kan dan nog wel sprake zijn van grote verliezen voor investeerders, met mogelijk macro-economische consequenties. Wanneer het financieringsinstellingen is toegestaan om grotendeels op basis van schulden te opereren, en er verschil bestaat tussen de looptijd van bezittingen en schulden, zijn stabiliteitsrisico's groter. In geval van waardedaling van de bezittingen, kan er een bankrun plaatsvinden of kunnen zij problemen ondervinden met herfinanciering. Dit kan weer kan bijdragen aan instabiliteit bij andere financieringsinstellingen. Kapitaalregulering, overheidsbeleid op het gebied van het eigen vermogen van banken zoals die nu ook gelden, zou hier deels een antwoord op kunnen vormen.

Volgens voorstanders zal een publiek geldsysteem ook leiden tot stabielere instellingen in het financieringsdeel, omdat er vanuit de financiers een sterke disciplinerende werking zal uitgaan. Deze marktdiscipline is het gevolg van het wegvallen van de overheidsgaranties die het huidige systeem kenmerken. Dit vergt enige uitleg. In het een publiek geldsysteem is het betalingsdeel afgeschermd van de risico's in het financieringsdeel. Volgens voorstanders reiken de voordelen hiervan verder dan alleen een veilig betalingsdeel; financieringsinstellingen hoeven dan niet gered te worden om het betalingsverkeer veilig te stellen. Hierdoor zou een belangrijke marktverstoring factor – impliciete en expliciete overheidssteun voor private instellingen en rekeninghouders leidt tot risicovoller gedrag – verdwijnen. De afwezigheid van overheidsgaranties in het financieringsdeel is een belangrijke voorwaarde voor de voorstanders van een publiek geldsysteem. Ons Geld (2016: 30) stelt dat “[onwrikbaar] moet vast staan dat voor verliezen op zelf verkozen risicovolle posities van overheidswege geen garantie of compensatie wordt geboden.”

Nu investeerders daadwerkelijk risico lopen, zullen zij, zo redeneren de voorstanders, de financieringsinstellingen veel beter controleren en eisen dat zij goed gekapitaliseerd zijn. Dit kan een disciplinerend effect hebben op instellingen. Voorstanders verwachten veel van het versterken van marktdiscipline: “Transparantie en goede inschatting van risico's wordt dan beloond. Banken kunnen gaan excelleren in de wijze waarop ze risico's transparant maken en met de aan hen toevertrouwde middelen omgaan. Banken die daar onvoldoende bekwaam of concurrerend in zijn verdwijnen door marktwerking van het toneel” (Ons Geld 2016: 27). Kortom, omdat de financieringsinstellingen nu onderhevig zijn aan echte marktwerking, zullen zij stabiel worden.

De vraag is allereerst of het realistisch is om te verwachten dat er daadwerkelijk geen overheidsgaranties meer zullen bestaan, dit behandelen we in de volgende paragraaf. Daarnaast is de vraag wat we mogen verwachten van de tucht van de markt. Zal marktdiscipline versterkt worden en zal dit bijdragen aan financiële stabiliteit? Is het reëel om aan te nemen dat investeerders de financieringsinstellingen goed kunnen disciplineren? De ervaringen van voor de financiële crisis stemmen daarover niet hoopvol. Ook professionele investeerders kochten financiële producten, zoals gesecuritiseerde hypotheekpakketten, waarvan zij de risico's niet goed kenden en verkeerd inschatten. De *credit rating agencies* die de financiële producten moesten beoordelen, bleken in veel gevallen veel positievere ratings af te geven dan gerechtvaardigd was (FSA 2009). Als het voor professionele partijen al lastig is om deze risico's goed in te schatten, is het zeer de vraag of dit wel van een gemiddelde burger verwacht kan worden.

Kotlikoff bepleit daarom in zijn voorstel voor *Limited Purpose Banking* voor één nationaal ratingbureau dat alle ratings openbaar maakt: een *Federal Financial Authority* (Kotlikoff en Goodman 2009). Een aantal van de perverse prikkels in de huidige vormgeving van de creditratingsector zou verdwijnen. Financiële instellingen kunnen dan niet shoppen tussen verschillende *credit rating agencies*.<sup>6</sup> Het blijft echter inherent lastig om objectieve financiële waarderingen te geven, ook omdat de waarderingen zelf effect hebben op de waarde van de financiële bezittingen (Stellinga en Mügge 2017).

Ten slotte is het belangrijk om voor ogen te houden dat stabiliteit voor individuele instellingen, net als in het huidige systeem, niet automatisch leidt tot stabiliteit op systeemniveau. Het vergelijken van *individuele* instellingen kan niet voorkomen dat financiële bezittingen door de hele markt verkeerd geprijsd zijn en dat er een verkeerde risico-inschatting aan hangt. Bovendien is het voor individuele spelers moeilijk om niet mee te gaan met het algemene sentiment. De beroemde uitspraak van Citibank-CEO Prince is hiervoor illustratief: “*As long as the music is playing, you’ve got to get up and dance*”. Versterking van de stabiliteit van individuele instellingen door een versterking van het markmechanisme hoeft dus niet te leiden tot systeemstabiliteit op macroniveau (White 2008; Turner 2015; King 2016; Warwick Commission 2009; Goodhart 2016).

### 6.2.2 SYSTEEMRISICO'S

Volgens voorstanders zal een publiekgeldsysteem niet alleen leiden tot stabielere instellingen, maar ook tot meer stabiliteit op systeemniveau. De eerste reden hiervoor is de sterkere rem op kredietverlening, zoals we in de vorige paragraaf bespraken. Financieringsinstellingen kunnen minder eenvoudig aan een stijgende kredietvraag voldoen. Hierdoor zullen kredietzeepbellen, een belangrijke bron van instabiliteit, eerder worden geremd. Daar komt volgens hen nog een cruciaal voordeel bij: *zelfs als* instabiliteit zich aandient, zal dit beperkt blijven tot het financie-

ringsdeel. Het betalingsdeel is immers veilig. Er zullen daarin ook geen bankruns plaatsvinden. Al het geld staat direct bij de centrale bank of wordt volledig gedekt door centralebankreserves. Wanneer veel mensen tegelijkertijd hun geld willen omzetten in contanten of overschrijven naar een andere betaalbank leidt dat niet tot problemen. Het is de essentie van het systeem dat geld veilig is en het geen risico loopt (Benes en Kumhof 2013; Kotlikoff 2010).

Het feit dat er aan de ene kant een veilig betalingsdeel bestaat en aan de andere kant een risicovol financieringsdeel zonder publieke garanties, kan ertoe leiden dat bij zorgen over de financiële situatie, mensen willen vluchten naar het betalingsdeel. Dit zou volgens critici juist bijdragen aan instabiliteit. De mate waarin dit kan, hangt sterk af van de werking van het financieringsdeel. Wanneer dit functioneert op basis van eigen vermogen of obligaties, zullen deze instrumenten sterk in waarde dalen, wordt het moeilijk voor financieringsinstellingen om nieuw geld op te halen en zullen zij daardoor geen nieuw krediet kunnen verlenen. Wanneer financieringsinstellingen zijn gefinancierd op basis van investeringstegoeden met een opzegtermijn, zal er mogelijk een systemische bankrun in slow motion plaatsvinden (Goodhart en Jensen 2015).

Tevens kan de stabiliteit van het financieringsdeel bedreigd worden door (nieuwe) financiële producten die niet worden gebruikt voor de investeringen in de reële economie. Een voorbeeld zijn de CDS-producten (*credit default swaps*) die obligatiehouders verzekeren tegen het risico dat een obligatie niet wordt afbetaald. Tijdens de kredietcrisis had de verzekeraar AIG daar zoveel van verkocht dat zij drie dagen na de val van Lehman Brothers moest worden gered. Ook deze vormen van instabiliteit kunnen in een publiekgeldsysteem nog bestaan.

### 6.2.3 SAMENVATTING

Zal een publiekgeldsysteem bijdragen aan financiële stabiliteit of juist het monetair-financieel systeem volatieler maken? Het grote voordeel van het alternatieve systeem is dat betaalbanken stabiel zijn. Of financieringsinstellingen ook stabiel zullen zijn is de vraag. Het hangt onder meer af van wettelijke eisen met betrekking tot de financiering van deze instellingen: zij zullen stabiel zijn wanneer zij volledig (of voor een groot deel) moeten opereren op basis van eigen vermogen, of wanneer zij aan strikte looptijdmatching moeten voldoen tussen hun verstrekte krediet en hun schulden. Waarschijnlijk zou dit dan wel op gespannen voet staan met de beschikbaarheid van krediet en dus de dienstbaarheid aan de economie, zoals we in de vorige paragraaf bespraken.

Volgens voorstanders zal de stabiliteit van de financieringsinstellingen beter zijn dan die van de huidige commerciële banken door de versterking van marktdiscipline. Aangezien overheden financieringsinstellingen niet langer zullen redden in geval van nood, zullen de financiers van deze instellingen hen dwingen voorzichti-

ger en alerter te gaan opereren. Het is echter niet zeker dat dit het geval zal zijn. Ten eerste is de vraag of overheidssteun inderdaad zal verdwijnen. Ten tweede moeten de mogelijkheden voor investeerders om deze instellingen goed te monitoren en te disciplineren niet worden overschat. Daarnaast is marktdiscipline binnen de financiële sector slechts beperkt in staat om de opbouw van systeemrisico's tegen te gaan. De financiële crisis van 2007-2009 liet zien dat investeerders en banken collectief op een dwaalspoor konden raken. Banken deden erg hun best om even goed of beter te presteren dan hun collega's, maar dit leidde juist tot de opbouw van systeemrisico's; iedereen deed mee met de hype. Kortom, investeerders kunnen individuele financiële instellingen afrekenen op onderpresteren, maar dit houdt de opbouw van systeemrisico's niet noodzakelijkerwijs tegen en kan het zelfs versterken.

Daar valt tegenin te brengen dat in een publiekgeldsysteem deze systeemrisico's waarschijnlijk minder snel ontstaan. Het is aannemelijk dat er een grotere rem zou bestaan op kredietverlening, waardoor kredietverlening minder procyclisch wordt. Instabiliteit zou bovendien minder problematisch zijn omdat het betalingsdeel veilig is. Critici plaatsen daar weer tegenover dat juist het hanteren van een strakke scheiding tussen het betalingsdeel en het financieringsdeel bijdraagt aan systeemrisico's: in goede tijden zullen mensen verleid worden om hun geld te investeren, maar als er iets mis dreigt te gaan zal men naar het veilige betalingsdeel willen vluchten. Dit kan het financieringsdeel ontwrichten.

## 6.3 RECHTVAARDIGHEID

In hoofdstuk 4 bespraken we problemen op het gebied van de rechtvaardige verdeling van kosten, baten en risico's in het huidige monetair-financieel systeem. Wat zouden de effecten hierop zijn van een publiekgeldsysteem? We bespreken drie onderwerpen (1) afschaffing van impliciete en expliciete overheidssteun; (2) de baten van geldschepping; en (3) baten en lasten van schulden.

### 6.3.1 AFSCHAFFEN VAN IMPLICIETE EN EXPLICIETE PUBLIEKE STEUN

In hoofdstuk 4 beschreven we twee problemen die samenhangen met het feit dat er expliciete en impliciete garanties bestaan voor de financiële sector. Ten eerste de ervaring dat de winsten in de financiële sector privaat zijn, maar de kosten van een crisis voor een belangrijk deel publiek. Ten tweede het feit dat overheids garanties banken, in het bijzonder grote banken, veel voordelen geven boven kleinere banken of gewone bedrijven. In een publiekgeldsysteem zullen volgens de voorstanders door de scheiding tussen het betalingsdeel en het financieringsdeel impliciete of expliciete overheids garanties niet meer bestaan.

Omdat het geld in het betalingsdeel veilig is, zou er geen depositogarantiestelsel meer nodig zijn. Hoewel het huidige depositogarantiestelsel in Nederland in eerste instantie een wettelijk afgedwongen vangnet tussen banken onderling is, is het uiteindelijk ook een overheidsgarantie. Zeker bij een systeemcrisis of het omvallen van een van de grote banken zal er naar de overheid gekeken worden. In het nieuwe systeem is het betalingsverkeer veilig en hoeft de overheid deze garantie niet meer te geven, zo stellen de voorstanders.

Aangezien faillissementen in het financieringsdeel niet langer het betaalsysteem in gevaar brengen, zou in geval van een grote crisis de overheid de financieringsinstellingen ook niet langer financieel hoeven te steunen. Het probleem van ‘private opbrengsten, publieke verliezen’ zou voorbij zijn; vanaf nu is het ‘private opbrengsten, private verliezen’. Daarmee zijn ook meteen de financieringsvoordelen voor voorheen systeemrelevante instellingen verdwenen (instellingen die zo groot zijn dat investeerders weten dat de overheid hen zal moeten redden, kunnen tegen lagere rente aan financiering komen). De overheid redt simpelweg geen enkele financieringsinstelling meer (Benes en Kumhof 2013; Kotlikoff 2010; Dyson et al. 2016; Ons Geld 2016).

Dat expliciete en impliciete overheidssteun voor banken belangrijke schaduwzijden heeft, wordt breed onderkend. De vraag is echter of de afwezigheid van overheids garanties ooit onwrikbaar kan vaststaan. Door een aantal zaken kan men daar niet vanzelfsprekend vanuit gaan.

Allereerst het feit dat politici zich het lot aantrekken van hun achterban: wanneer veel mensen financieel worden geraakt door omvallende financieringsinstellingen, staat de overheid onder druk om hen uit de brand te helpen. Hoewel we ervaringen uit het huidige systeem niet direct kunnen toepassen op het nieuwe systeem, illustreert de *bail-in*-problematiek hoe moeilijk het is voor de politiek om in geval van problemen banken geen steun te verlenen. De discussie rondom het redden van de Italiaanse banken *Popolare di Vicenza* en *Veneto Banca* laat zien hoe lastig het is om de schuldeisers van een bank op te laten draaien voor alle kosten van een redding. Uit angst om het bredere vertrouwen te schaden, koos de Italiaanse overheid ervoor een belangrijk deel van de kosten van de redding voor haar rekening te nemen.

Een tweede reden is dat ook bij het financieringsdeel publieke belangen in het geding zijn die in gevaar kunnen komen door faillissementen van financieringsinstellingen. In hoofdstuk 4 zagen we al dat zelfs bij het veiligstellen van het betalingsverkeer, de economische en maatschappelijke schade van een financiële crisis groot is. Ook kredietverlening is van groot publiek belang. Als in het nieuwe systeem sprake is van een geïsoleerd faillissement van een financieringsinstelling, hoeft dit natuurlijk geen gevaar te vormen voor de kredietverlening. Bij een

systeemcrisis is dit wel mogelijk en kan ingrijpen van de staat wenselijk zijn (Bachetta 2017). Als een groot deel van de burgers hun investeringen ziet verdampen en bedrijven toegang verliezen tot doorlopend krediet, kan de schade groot zijn. Door verlies aan welvaart en toenemende onzekerheid zullen burgers hun hand op de knip houden. Dit zou tot een negatieve spiraal kunnen leiden van bedrijfsfaillissementen, faillissementen van financieringsinstellingen en burgers die hun bezittingen zien verdampen.

Ten derde is het de vraag in hoeverre er in het financieringsdeel ‘schaduwgeld’ zal ontstaan dat van fundamenteel economisch belang is. Het is mogelijk dat men op termijn met de investeringstegoeden en financiële instrumenten uitgegeven door financieringsinstellingen toch betalingen gaat doen en het dus als geld gaat functioneren (Goodhart en Jensen 2015; Laina 2015; Dow et al. 2015). Zoals we in hoofdstuk 3 hebben gezien, ontstond er na de nationalisatie van bankbiljetten in het Verenigd Koninkrijk, Zwitserland en de VS, al snel een steeds grotere rol voor giraal geld. Wanneer dit schaduwgeld een grote rol speelt in de economie, zal de overheid in geval van een crisis hier toch garanties verlenen (zie ook Murau 2017).

Naast de vraag of het realistisch is om ervan uit te gaan dat er geen impliciete of expliciete publieke garanties zullen bestaan in het financieringsdeel, is het ook de vraag of het wenselijk zou zijn. Garanties kunnen ook onzekerheid wegnemen, waardoor mensen risico’s durven nemen en stabiliteit wordt ondersteund. Deze kunnen privaat zijn, zoals onderpandemissen en verzekeringen door derde partijen. Maar er kunnen publieke garanties nodig blijken om voldoende vertrouwen te geven om geld te investeren en te zorgen dat er niet bij de geringste twijfel paniek ontstaat.

### 6.3.2 GELDSCHEPPIGSWINST

Volgens de voorstanders is een belangrijk voordeel van een publiekgeldsysteem dat de financiële baten van geldschepping ten gunste zullen komen van de overheid. Volgens hen plukken in het huidige systeem de commerciële banken de vruchten van geldschepping. Het geld dat wordt gecreëerd bij het verstrekken van een lening kunnen banken niet zelf uitgeven; het is geld op de rekening van de persoon die de lening heeft afgesloten. Banken maken hierop dus geen klassieke geldscheppingswinst (seigniorage), het verschil tussen de productiekosten van geld en de waarde daarvan in het maatschappelijk verkeer. Wel hebben banken een financieringsvoordeel, omdat zij hun financiering zelf kunnen creëren en daarover in het algemeen een relatief lage rente betalen. Hier staan overigens ook kosten tegenover voor het onderhouden van het betalingsverkeer (Huber 2017, zie ook box 4.3).

Pleitbezorgers van een publiekgeldsysteem stellen dat de winst van geldschepping ten principale niet aan private bedrijven maar aan de overheid ten goede zou moeten komen (Ons Geld 2016; Dyson et al. 2016; Huber 2017). Aangezien in het

nieuwe systeem de centrale bank nagenoeg kosteloos geld kan creëren en uitgeven, zou er in het nieuwe systeem sprake zijn van klassieke geldscheppingswinst en zou deze publiek zijn.<sup>7</sup> Volgens Dommerholt en Van Tilburg (2016) zou het extra geld dat jaarlijks gecreëerd wordt neerkomen op ongeveer €20 miljard.<sup>8</sup> Dit kan voor overheidsuitgaven worden gebruikt en bedraagt ongeveer zeven procent van de huidige rijksbegroting. Het gaat hierbij dus om monetaire financiering; de overheid hoeft geen extra schulden te maken of belastingen te verhogen om het door de centrale bank gecreëerde bedrag uit te kunnen geven. Waaraan de overheid het geld uitgeeft is vervolgens een politieke keuze, zoals het huidige budgettaire beleid dat ook is. Verschillende groepen in de samenleving zullen daarin waarschijnlijk verschillende keuzes willen maken. Het kan ook rechtstreeks aan burgers worden overgemaakt (helikoptergeld).

Het feit dat in het nieuwe systeem de overheid geld ‘uit het niets’ kan creëren en kan uitgeven zien sommige auteurs juist als het grootste gevaar van het publiekgeldsysteem (zie bijv. Boonstra 2018). Zij betwisten niet dat de overheid in het publiekgeldsysteem geldscheppingswinst kan incasseren, maar benadrukken vooral het risico hiervan. Nieuw geld kan niet zonder gevolgen worden bijgevoerd; het vergroot de claim op de huidige en toekomstige productie. Voor zover geldschepping dan leidt tot inflatie, kunnen we dit zien als een indirecte belasting.

Volgens critici zou de mogelijkheid voor de overheid om geld te scheppen misbruik kunnen uitlokken; onder politieke druk zou de centrale bank zo veel geld creëren dat te hoge inflatie het gevolg is. In het slechtste geval zou het zelfs zodanig uit de hand kunnen lopen dat sprake is van hyperinflatie, waarin de creatie van nieuw geld en oplopende prijzen elkaar wederzijds versterken. Voor het gevaar van publieke geldschepping wordt dan ook vaak gewezen op een aantal negatieve historische ervaringen met hyperinflatie, zoals in de Weimarrepubliek (Duitsland, begin jaren twintig), in Hongarije (na de Tweede Wereldoorlog) en in Zimbabwe (vanaf medio jaren 2000). Dan zijn de ‘winsten’ voor de overheid en de ‘verliezen’ voor de samenleving, in de vorm van een hoge inflatietaks (Boonstra 2015; Mujagic 2015).

Volgens voorstanders van een publiekgeldsysteem is hier echter sprake van selectief gebruik van historische ervaringen (Ryan-Collins 2015). Hyperinflatie komt vooral voor in uitzonderlijke situaties, dus net na een oorlog of in dysfunctionele dictaturen. Veel goed functionerende staten (waaronder Nederland) hebben in het verleden gebruikgemaakt van monetaire financiering zonder dat hierbij sprake was van hyperinflatie. Dyson wijst erop dat in ons huidige systeem monetaire financiering ook technisch mogelijk is, maar de overheid zichzelf bewust heeft ingeperkt. Monetaire financiering, met de daarbij behorende voordelen en gevaren, zou inder-



daad ook binnen het huidige systeem mogelijk zijn, al is daar in Europa wel een wijziging van het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie voor nodig.

Volgens voorstanders is het dus vooral zaak om te zorgen dat publieke geldschepping op een verantwoorde manier gebeurt. De overheid dient zich tot op zekere hoogte ‘aan de mast te binden’, bijvoorbeeld door een onafhankelijke centrale bank te laten bepalen hoeveel nieuw geld er mag worden gecreëerd. Het komt er volgens voorstanders dan ook vooral op aan om de juiste *checks and balances* te organiseren (Dyson et al. 2016).

### 6.3.3 BATEN EN LASTEN VAN SCHULDEN

Ten derde is de vraag hoe in het nieuwe systeem baten en lasten van schulden verdeeld zullen zijn. Voorstanders van een publiekgeldsysteem menen dat hun voorstel leidt tot minder schulden en dat dat minder ongelijkheid tot gevolg heeft. Het lagere schuldenniveau impliceert netto lagere rentelasten en leidt volgens Dyson et al. (2016: 16) ertoe dat “*less income is transferred upwards to the top 10% of the population*”. Daarbij moet wel worden opgemerkt dat een lager schuldenniveau niet noodzakelijkerwijs leidt tot lagere rentelasten. Als de rente omhooggaat omdat er minder krediet beschikbaar is, kunnen de rentelasten ook toenemen.

Pettifor (2017) meent dat het juist voor mensen met lagere inkomens of bezittingen moeilijker wordt om leningen af te sluiten, waarmee hun mogelijkheden zullen afnemen om zich onafhankelijk van hun vermogensposities te ontwikkelen. Het gaat niet zozeer om de *gemiddelde* rentes die schuldenaars betalen, maar om de rente die mensen met een laag inkomen en weinig vermogen betalen. Die is in het huidige systeem al hoger dan voor andere mensen en dat zou in het alternatieve systeem wanneer er minder krediet beschikbaar is, alleen nog maar versterkt kunnen worden (Pettifor 2017). Er is dus niet op voorhand iets zinnigs te zeggen over het effect van het alternatieve systeem op ongelijkheid. Daarvoor spelen te veel verschillende factoren een rol.

### 6.3.4 SAMENVATTING

Zullen in het nieuwe systeem kosten, baten en risico’s beter zijn verdeeld? We bespraken drie zaken: (1) de mate waarin publieke garanties ontmanteld kunnen worden en het systeem daarmee leidt tot ‘private winsten, private verliezen’; (2) geldscheppingswinst; en (3) baten en lasten van schulden.

Voorstanders verwachten dat het nieuwe systeem leidt tot grotere rechtvaardigheid omdat private verliezen eindelijk echt ‘privaat’ zijn. Financieringsinstellingen hoeven niet langer met belastinggeld gered te worden. Het is echter de vraag of dat onder alle omstandigheden geldt. Ook bij het financieringsdeel zijn publieke belangen in het geding die in gevaar kunnen komen wanneer private financierings-

instellingen slecht functioneren of failliet gaan. Wanneer er een systeemcrisis plaatsvindt in het financieringsdeel, zijn ook zonder dat het betalingsverkeer in het geding komt de maatschappelijke gevolgen groot. In dat geval zal de overheid naar verwachting toch interveniëren. Dat is niet alleen omdat politici hun ‘achterban’ willen vrijwaren van verliezen, maar ook simpelweg omdat er ook positieve kanten zitten aan overheidsgaranties en -interventies. Een goed functionerend financieringsdeel is immers essentieel voor het functioneren van de samenleving. Het zou dus zeker zo kunnen zijn dat private instellingen minder snel gered worden dan in het huidige systeem, maar het is de vraag of in het nieuwe systeem verliezen in alle gevallen daadwerkelijk ‘privaat’ blijven.

In een publiekgeldsysteem valt geldscheppingswinst aan de overheid toe. Voor zover het extra gecreëerde geld leidt tot inflatie, kan het gezien worden als een indirecte vorm van belastingheffing. Overigens, voor zover geldschepping leidt tot inflatie, geldt dat ook in het huidige systeem. Daarbij bestaat er bij monetaire financiering het gevaar dat de ruimte voor geldcreatie wordt misbruikt door de overheid. In het ergste geval kan dit tot hyperinflatie leiden. Daarom zijn adequate *checks and balances* op geldschepping onontbeerlijk.

Ook bij het beoordelen van de baten en lasten van schulden is het lastig om definitieve uitspraken te doen. Voorstanders verwachten dat een lagere omvang van schulden zal leiden tot minder ongelijkheid. Tegenstanders verwachten dat het duurder worden van krediet juist zal leiden tot meer ongelijkheid.

## 6.4 LEGITIMITEIT

Hoe pakt een publiekgeldsysteem uit op het gebied van legitimiteit? We bespreken drie onderwerpen: (1) scheiding van publieke en private activiteiten; (2) publieke sturing en democratische controle; en (3) de positie van de burger.

### 6.4.1 DE SCHEIDING VAN PUBLIEKE EN PRIVATE ACTIVITEITEN

De overgang naar een publiekgeldsysteem leidt volgens pleitbezorgers tot een heldere indeling van het monetair-financieel systeem in een publiek deel (het betalingsdeel) en een privaat deel (het financieringsdeel). Dit zou duidelijkheid creëren over de status van financiële instellingen: het zijn private instellingen die gewoon failliet kunnen gaan en op geen enkele manier worden gesteund door de overheid. De voordelen hiervan gaan volgens hen verder dan enkel het aspect van kosten en baten; ook op het gebied van publieke controle en legitimiteit leidt dit tot een verbetering. Omdat het goed functioneren van banken en het betalingsverkeer van groot belang is voor het functioneren van de economie, zijn politici en beleidsmakers snel geneigd om de belangen van banken te vereenzelvigen met het publieke belang. Wanneer het publieke belang van het betalingsverkeer is veiliggesteld, voelt de overheid zich niet langer impliciet verantwoordelijk voor het

functioneren van financieringsinstellingen, zo is de verwachting. Daarmee verdwijnt een belangrijke bron van invloed van de private instellingen op publieke besluitvorming.

We hebben hierboven echter al vraagtekens geplaatst bij deze verwachting. Het meest fundamentele bezwaar is dat ook *financiering* van publiek belang is. Wanneer een kleine financieringsinstelling in de problemen komt en failliet gaat hoeft dit nog geen probleem te zijn. Wanneer dit echter geldt voor een systeeminstelling of voor veel instellingen tegelijk, dan komt het publieke belang van voldoende krediet voor de samenleving in gevaar. In dat opzicht lijkt het onrealistisch om te verwachten dat het financieringsdeel ooit helemaal ‘privaat’ kan zijn: financiering blijft altijd van cruciaal maatschappelijk belang.

#### 6.4.2 PUBLIEKE STURING EN DEMOCRATISCHE CONTROLE

Voorstanders verwachten dat de overheid in een publiek geldsysteem beter kan sturen op inflatie en andere macro-economische uitkomsten. Benes en Kumhof (2013: 56), die uitgaan van een strikte inflatiedoelstelling, beargumenteren dat de overheid hierdoor de mogelijkheid heeft om de inflatie op nul te houden. Ook Ons Geld (2016: 23) is optimistisch over de overheidsinvloed op de waarde van de munt: “In de publieke geldsfeer wordt een dergelijke monetaire doelstelling [een constante betaalkracht van de munt] ook denkbaar. De monetaire overheidsmacht kan de publieke geldhoeveelheid immers direct en in elke richting aan- en bijsturen. Zowel inflatie als deflatie kan hij gericht en effectief bestrijden”.

Andere pleitbezorgers zijn voorzichtiger. Dyson et al. (2016) betwisten dat er sprake zal zijn van perfecte controle over macro-economische uitkomsten. Het transmissiemechanisme van geldschepping naar prijsstabiliteit is gecompliceerd en in zekere mate onvoorspelbaar. Inflatie wordt net als ieder ander macro-economisch doel door tal van factoren beïnvloed en is niet perfect te plannen door de overheid. Huber (2017: 190-192) schrijft: “*the higher degree of exposure to foreign influences, including exposure to foreign monetary influences, [...] the lower the degree of national ‘autonomy’*” (Huber 2017: 190). Voor een land als Nederland zijn dit zeer relevante overwegingen. Volgens Huber (2017) en Dyson et al. (2016) gaat het dan ook niet zozeer om perfecte controle over de beleidsuitkomst, maar om grotere invloed dan in het huidige systeem.

De veronderstelling dat inflatie precies kan worden beïnvloed door het aanpassen van de geldhoeveelheid is inderdaad niet correct. Het veronderstelt ten eerste dat de centrale bank een correct model heeft van de economie en op basis daarvan de juiste beslissingen kan nemen. De economie kent echter fundamentele onzekerheden en data zijn niet realtime beschikbaar (Dow et al. 2015: 10). Het veronderstelt ten tweede dat er een direct en eenduidig verband is tussen de geldhoeveelheid en inflatie. Bij inflatie spelen echter nog veel meer factoren een rol (zie bijv. Borio

2017). Monetaire transmissie is in *ieder* stelsel, ook in het huidige stelsel, een zeer ingewikkeld vraagstuk en de overheid zal er nooit in slagen om exacte doelstellingen te realiseren. Mogelijk kan door de optie van monetaire financiering het gevaar van deflatie in het alternatieve systeem wel gemakkelijker worden bestreden dan in het huidige systeem.

Nationale macro-economische uitkomsten worden ook in belangrijke mate beïnvloed door internationale ontwikkelingen. Zeker in een land met een open economie, zoals Nederland, worden nationale uitkomsten sterk beïnvloed door internationale dynamiek. Ook in een publiek geldsysteem zullen de centrale banken rekening moeten houden met internationale ontwikkelingen, zoals de Nederlandse centrale bank dat altijd heeft moeten doen.

Volgens voorstanders vormt grotere publieke controle ook een *democratische* verbetering. Volgens Ons Geld (2016: 10) dient geldschepping binnen de sferen van democratische controle te komen. Volgens Dyson et al. (2016) zouden in het nieuwe systeem beslissingen over de allocatie van nieuw geld belegd kunnen worden bij de overheid. Daarmee wordt volgens hen een cruciale politieke beslissing – waar dient nieuw geld aan te worden besteed? – onderwerp van democratische controle.

De beslissingen over de hoeveelheid nieuw geld liggen in de moderne voorstellen bij een onafhankelijke publieke instelling (Dyson et al. 2016; Ons Geld 2016). Om politiek misbruik van de mogelijkheid tot geldschepping te voorkomen, dient deze onafhankelijkheid gegarandeerd te worden (Ons Geld 2016: 18). Pettifor (2017: 107) waarschuwt voor de mogelijk antidemocratische gevolgen hiervan: “*it would place great financial and economic power in the hands of a few technocrats*”. Andere auteurs wijzen op de grote kans op politieke druk op de centrale bank (Dow et al. 2015; Visser 2015; SNB 2018; Dommerholt en Van Tilburg 2016).

#### 6.4.3 DE POSITIE VAN DE BURGER

Ten slotte stellen voorstanders dat de positie van burgers ten opzichte van financieringsinstellingen verbetert. Met het afschaffen van impliciete overheidsgaranties zullen financieringsinstellingen veel meer hun best moeten doen om de consument aan zich te binden. Burgers hebben, naast het overstappen naar een andere financieringsinstelling, nog een andere optie, namelijk de betaaltegoeden. Als een financieringsinstelling onder de maat presteert of te risicovol opereert, zal een burger hier niet in investeren en kan met zijn geld in het publieke betalingsdeel blijven. Dit zou een disciplinerend effect hebben op het handelen van financieringsinstellingen (zie Ons Geld 2016).

Een publiekgeldsysteem zou de burger inderdaad echt een andere optie geven en daarmee waarschijnlijk een steun in de rug zijn voor diens positie. Het betekent echter niet dat alle zaken die de burger een relatief zwakke positie geven ten opzichte van de bank direct opgelost zijn. De informatievoorsprong van een financieringsinstelling blijft aanzienlijk. Het is de vraag of consumenten op dat gebied echt tegenwicht kunnen bieden. Dat is nu voor professionele partijen al erg lastig. Bovendien is een exitoptie in het financieringsdeel niet zonder meer gegarandeerd. We bespraken al dat het uitmaakt hoe het financieringsdeel precies functioneert. In hoeverre burgers op relatief korte termijn financieringsinstellingen kunnen afstraffen voor wanprestatie hangt sterk af van de toegestane looptijdtransformatie en de verhandelbaarheid van financiële instrumenten in het nieuwe systeem.

#### 6.4.4 SAMENVATTING

Pleitbezorgers van een publiekgeldsysteem verwachten dat de overgang naar het nieuwe systeem leidt tot grotere helderheid over wat publiek en wat privaat is. Hoewel de verwevenheid tussen publiek en privaat in ons huidige systeem duidelijk problematische aspecten heeft, is een scheiding tussen publiek en privaat minder makkelijk dan het lijkt. Ook in het financieringsdeel zijn publieke belangen in het geding. Wanneer private instellingen slecht functioneren of failliet gaan in het financieringsdeel kunnen deze publieke belangen in de knel komen. Het financieringsdeel heeft dus ook een *publieke dimensie*, zelfs al zijn de instellingen formeel helemaal privaat.

Voorstanders verwachten dat het publiekgeldsysteem leidt tot meer publieke controle over inflatie en andere macro-economische uitkomsten. Sommigen stellen zelfs dat het de mogelijkheid creëert om tot een constante inflatie van nul procent te komen. Een economie is echter te complex om zo'n groot sturingsvermogen van de centrale bank te kunnen verwachten. Bovendien heeft een centrale bank altijd te maken met ontwikkelingen in andere landen. In hoeverre het leidt tot meer controle over inflatie is onduidelijk. Feitelijk wisselt de centrale bank het primaire beleidsinstrument; van het aanpassen van de rente naar het aanpassen van de geldhoeveelheid. Wanneer er uitsluitend op de geldhoeveelheid wordt gestuurd, is de kans groot dat rentes volatieler worden. Het is bovendien niet evident dat het sturen van de geldhoeveelheid meer invloed geeft dan het beïnvloeden van markrentes: voor beide geldt dat het transmissiemechanisme lang en onzeker is. Wel biedt de monetaire financiering in het publiekgeldsysteem, een directer instrument voor het bestrijden van deflatie.

Wanneer de overheid de bevoegdheid krijgt om nieuw geld te creëren zullen *checks and balances* nodig zijn om dit in goede banen te leiden. Daarmee is het ook meteen de vraag of het systeem leidt tot een verbetering op het gebied van democratische invloed.

Vergelijkbare slagen om de arm zijn vereist bij het beoordelen van de positie van de burger in het nieuwe systeem. Enerzijds kan de positie van investeerders ten opzichte van financieringsinstellingen verbeteren als burgers daadwerkelijk een andere optie hebben, namelijk geld stallen in het betalingsdeel. Een zekere mate van asymmetrie zal er echter blijven bestaan omdat ook in een ander systeem burgers een informatieachterstand zullen hebben. Bovendien zal de positie van de burger ook afhangen van de mate waarin looptijdtransformatie is toegestaan en waarin de schulden van de financieringsinstelling verhandelbaar zijn.

## 6.5 OVERIGE VRAAGSTUKKEN

Hierboven bespraken we de door voorstanders verwachte voordelen van een publiekgeldsysteem en noemden wij mogelijke kanttekeningen hierbij. In deze paragraaf bespreken we een drietal vraagstukken die niet direct raken aan de vier doelen besproken in hoofdstuk 4, maar toch van cruciaal belang zijn voor het beoordelen van de wenselijkheid van het voorgestelde systeem. Het gaat hier om (1) de wijze waarop het systeem kan worden ingepast in een internationale context; (2) de vraag of de transitie naar het nieuwe systeem soepel kan verlopen; en (3) de vraag in hoeverre innovatie en dynamiek het nieuwe systeem na verloop van tijd kunnen ondermijnen.

### 6.5.1 DE INTERNATIONALE DIMENSIE

Een eerste vraag is hoe een eventuele *nationale* invoering van een publiekgeldsysteem zich verhoudt tot de *internationale* context. De voorstellen voor een publiekgeldsysteem redeneren veelal vanuit een ‘gesloten systeem’. Zoals hierboven vermeld is de aandacht voor deze internationale dimensie in de voorstellen beperkt. Dyson et al. (2016) en Benes en Kumhof (2013) besteden bijvoorbeeld geen aandacht aan de ‘internationale kwestie’.

In de praktijk hebben we natuurlijk wel met deze internationale dimensie te maken. Landen zijn niet autonoom in hun monetair-financieel beleid, zoals we in hoofdstuk 3 zagen. Ontwikkelingen in andere landen hebben grote invloed op nationale macro-economische doelen, landen dienen hierop te reageren. Tussen het einde van Bretton Woods en de invoering van de euro volgde DNB feitelijk de besluiten van de Duitse centrale bank. Daarnaast is een belangrijke vraag, zeker voor open economieën, wat invoering van een publiekgeldsysteem met de wisselkoers zou doen. Zou de munt duurder worden of juist devalueren? Zou het mogelijk zijn om stabiele wisselkoersen te creëren? Dat zijn zaken die lastig te voorspellen zijn en grote economische gevolgen hebben. Bovendien is financiële dienstverlening in deze tijd zo internationaal dat er ook op dat terrein tal van verwevenheden met het buitenland bestaan, waarvan onduidelijk is welke invloed dat heeft op hoe de plannen uitpakken.

Een ander, nog niet besproken element van de internationale dimensie is de *praktische* kant: zou Nederland zo'n stelsel, gegeven de internationale context, kunnen invoeren? Nederland maakt onderdeel uit van de eurozone, dus allereerst zou invoering niet kunnen zonder dat Nederland zich hieruit terugtrekt of alle andere eurozonelanden overhaalt om een publiekgeldsysteem in te voeren. Los van de vraag of het waarschijnlijk zou zijn dat alle landen hiervoor kiezen, maakt het een eventuele transitie en de uitvoering veel ingewikkelder. De plannen redeneren immers vanuit de situatie dat één land tot invoering overgaat.<sup>9</sup> Wie zou er het nieuw gecreëerde geld mogen uitgeven? En wie beslissen daarover? Gebeurt dat op Europees niveau of op het niveau van de staten? En volgens welke verdeelsleutel? Ook los van de euro zijn de internationale verwevenheden een belangrijke factor om rekening mee te houden. Het maakt zowel de transitie als het functioneren veel gecompliceerder.

### 6.5.2 DE TRANSITIE

Een tweede cruciale vraag betreft de feitelijke transitie naar een publiekgeldsysteem. Hoewel de transitie in verschillende voorstellen in termen van het effect op de balans van banken en de centrale bank uitgebreid wordt besproken, is er minder aandacht voor de onzekerheden en dynamiek die een transitie zou veroorzaken. Wel noemen Dyson et al. (2016) expliciet de optie om te kiezen voor een *geleidelijke* transitie zodat mensen kunnen wennen aan de nieuwe situatie (zie paragraaf 5.4). Ook zou het mogelijk zijn om tijdens een snellere transitie diverse publieke garanties af te geven voor het financieringsdeel om zo eventuele paniek te voorkomen, al ondermijnt dit het idee dat de overheid in de toekomst niet langer garant staat voor dit deel. De voorstanders hebben vooral aandacht voor de meer technische kant van de transitie: de boekhoudkundige verschuivingen tussen balansen.

Volgens Kroll (2015) worden hiermee in grote mate de complexiteit van de transitie en het risico op systeemfalen onderschat. Het monetair-financieel stelsel is ook een sociaal stelsel, waarbij vertrouwen van groot belang is en mensen niet altijd voorspelbaar en rationeel handelen. Voor de financiële sector geldt dat verwachtingen van marktspelers over het gedrag van andere spelers van cruciaal belang zijn voor de eigen keuzes. Juist daarom kunnen er gemakkelijk zelfversterkende effecten optreden. Zeker voor een transitie naar een publiekgeldsysteem zijn dit belangrijke overwegingen. Het impliceert immers dat het geen technische exercitie is waarbij iedereen precies zo handelt als bedacht. Als mensen menen dat een transitie grote risico's met zich mee gaat brengen (of als zij geloven dat andere mensen dat menen) dan kan dit ook daadwerkelijk realiteit worden. Voor de overheid is het echter onmogelijk om deze verwachtingen top-down te controleren.

Een van de risico's is een crisis in het bankwezen. Zoals bekend worden girale tegoeden (alleen betaalrekeningen of zowel betaal- als spaarrekeningen) omgezet in betaaltegoeden die honderd procent veilig worden verklaard. De keerzijde is dat de alle bancaire schulden die *buiten* deze definitie vallen vanaf dat moment risico zullen lopen. De mogelijkheid bestaat dat verstrekkers van vreemd vermogen bang zijn dat banken in de problemen zullen komen door deze overgang en ervoor kiezen om de bezittingen naar een bank in een ander land te verplaatsen. Dan kan sprake zijn van kapitaalvlucht. Wanneer de overheid ervoor kiest om na een voorbereidingsperiode van de een op de andere dag over te gaan op het nieuwe systeem is de kans op paniek reëel. Er bestaat een risico dat mensen zich massaal willen terugtrekken uit het financieringsdeel.<sup>10</sup> In dat geval zou het financieringsdeel stoppen met functioneren of direct door de overheid moeten worden gered. Het is uiteraard niet met zekerheid te zeggen of dit gebeurt of niet. Het punt is dat het vertrouwen dat nodig is om het publiekgedelsysteem te laten functioneren niet zomaar gegeven is.

### 6.5.3 DYNAMIEK EN INNOVATIE

Een derde vraag is of door dynamiek en innovatie het systeem op termijn niet toch weer zal gaan lijken op het systeem dat we nu hebben. De belangrijkste kwestie in dit opzicht is of de overheid kan voorkomen dat er schaduwgeld (verplichtingen van private partijen die functioneren als geld, maar geen *publiek* geld zijn) ontstaat dat van cruciaal belang is voor de economie (cf. Goodhart en Jensen 2015; Laina 2015; Dow et al. 2015). Het is mogelijk dat investeringstegoeden of andere financiële instrumenten als geld gaan functioneren, zoals historisch ook vaak is gebeurd (zie hoofdstuk 3). Girale tegoeden zoals die nu veel gebruikt worden zijn ook ooit als 'schaduwgeld' begonnen. De kans op het ontstaan van schaduwgeld is het grootst wanneer financieringsinstellingen hiermee onderlinge betalingen toestaan. Als dit parallelle betalingsdeel belangrijk genoeg wordt, wordt het nog problematischer als de overheid zou besluiten om in geval van een crisis dit systeem te laten klappen en wordt de kans groter dat zij het zal redden.

De voorstanders stellen dat dit niet zo'n vaart zal lopen. De overheid kan via regels en toezicht de ontwikkeling van schaduwgeld proberen te voorkomen. Dit kan bijvoorbeeld door directe opeisbaarheid van schulden niet toe te staan of door de financieringsinstellingen te verplichten steeds de risico's ervan te communiceren (Dyson et al. 2016: 24; Musgrave 2014). Daar komt bij dat het nog niet zo eenvoudig is om een *volwaardig* parallel geldsysteem te ontwikkelen. Volgens Dyson et al. (2016: 48) duurde het vele decennia voordat banktegoeden een volwaardig alternatief werden voor contant geld, en dan alleen omdat de overheid allerlei garanties uitgaf om te interveniëren in geval van problemen. Het is volgens hen dus 'makkelijker gezegd dan gedaan'. Ons Geld (2016: 29) geeft aan dat het ontstaan van schaduwgeld zelfs helemaal niet erg is: de populariteit ervan zou gezien kunnen worden als "graadmeter voor de kwaliteit en werking van het publieke geldstelsel".



Verder zou het ook geen bedreiging hoeven te zijn voor de werking van het geldstelsel: “Het volstaat als de overheid zich toelegt op haar eigen publieke geldomloop en al haar steun aan private geldmiddelen ontmantelt” (Ons Geld 2016: 29). Zolang dit het geval is, maakt het niet zo veel uit of private partijen nieuwe betalingsmiddelen introduceren; die zijn risicodragend en de overheid zal dit systeem niet hoeven redden als het misgaat (Ons Geld 2016). Het is echter de vraag of dit politiek haalbaar en wenselijk is wanneer het gaat om een algemeen geaccepteerd betaalmiddel.

Zowel voor- als tegenstanders presenteren hier belangrijke inzichten. De voorstanders beargumenteren terecht dat iets pas echt als ‘geld’ kan functioneren als er breed vertrouwen is in dit middel. Dit vertrouwen komt niet vanzelf: het moet groeien over de tijd en moet door tal van formele en informele instituties worden ondersteund (Mitchell-Innes 1913). Aan de andere kant is dit precies wat in het verleden regelmatig is gebeurd. Zowel bankbiljetten, girale tegoeden als meer recent de aandelen in geldmarktfondsen in de Verenigde Staten zijn langzamerhand als geld gaan functioneren. Dit illustreert de hoge mate van dynamiek en innovatie in het monetair-financieel systeem. Het feit dat we nu betalen met banktegoeden vloeit niet voort uit een bewust opgezet plan; het is het resultaat van tal van ontwikkelingen door de tijd heen (zie hoofdstuk 3). Het idee dat de inrichting van het monetair-financieel systeem door de tijd heen stabiel blijft is niet realistisch. Dynamiek, innovatie en arbitrage zijn inherent aan dit systeem en maken het onwaarschijnlijk dat over langere tijd aan een strakke scheiding tussen een publiek betalingsdeel en een privaat financieringsdeel kan worden vastgehouden (Visser 2015).

## 6.6 CONCLUSIE

Zoals eerder gesteld is vertrouwen essentieel voor elk financieel systeem. Uiteindelijk is vertrouwen iets dat gegeven moet worden. Op voorhand kan niet worden bepaald of dit in het publiekgeldsysteem zal ontstaan of niet. We bespraken eerder een aantal belangrijke eigenschappen van een monetair-financieel systeem die kunnen bijdragen aan vertrouwen: dienstbaarheid, stabiliteit, rechtvaardigheid en legitimiteit. In dit hoofdstuk hebben we aan de hand van deze vier aspecten gekeken naar de voor- en nadelen van het publiekgeldsysteem.

We beginnen met dienstbaarheid. Er is geen reden om op voorhand te verwachten dat een publiekgeldsysteem leidt tot een efficiënter of minder efficiënt betalingsverkeer. Wel is een belangrijk voordeel dat het betalingsverkeer in principe niet langer wordt bedreigd door financiële instabiliteit en instabiliteit van individuele banken. Waarschijnlijk zouden burgers meer moeten betalen voor betaaldiensten, omdat betaalbanken verder geen inkomsten hebben. Kredietverlening zou strakker zijn ingekaderd en mogelijk minder procyclisch worden, met positieve eco-

nomische gevolgen. Wanneer kredietverlening echter sterk daalt en krediet te duur wordt, kan dit ook ten koste gaan van economische ontwikkeling. Een transitie gaat gepaard met omvangrijke leningen van de centrale bank aan commerciële banken. Dit kan de mogelijkheid bieden om uitstaande publieke schulden weg te strepen tegen deze leningen en zou zo kunnen leiden tot een eenmalige verlaging van publieke schulden.<sup>11</sup>

Dienstbaarheid	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Het betalingsverkeer is tijdens een financiële crisis veilig.</li> <li>• Volume kredietverlening ligt waarschijnlijk lager, mogelijk wel stabiel. Invloed op economische ontwikkeling is onbepaald.</li> <li>• Mogelijke eenmalige gedeeltelijke verlaging publieke schuld.</li> </ul>
----------------	---

Op het gebied van stabiliteit maakten we een onderscheid tussen de stabiliteit van instellingen en de stabiliteit van het systeem als geheel. Een publiekgeldsysteem betekent stabiele betaalbanken. Op de betaalbanken zijn geen bankruns mogelijk of deze leiden niet tot faillissementen, al blijft er een operationeel risico bestaan. Financieringsinstellingen kennen nog steeds een risico op instabiliteit. Volgens voorstanders neemt de stabiliteit van financieringsinstellingen ook toe, omdat zij nu werkelijk aan marktdiscipline onderhevig zijn. Het is echter de vraag of aandeelhouders, houders van investeringstegoeden of obligatiehouders daadwerkelijk in staat zijn om de financieringsinstellingen te disciplineren. Bovendien kan een sterkere marktdiscipline voor individuele instellingen nog steeds hand in hand gaan met de opbouw van risico's op systeemniveau. Volgens voorstanders zullen systeemrisico's zich echter minder snel voordoen, door een betere rem op kredietverlening. Ook brengen crises niet direct het betalingsverkeer in gevaar. Sommige auteurs menen juist dat de strikte scheiding tussen het financieringsdeel en het betalingsdeel het risico op een systeemcrisis vergroot, doordat mensen bij twijfel massaal naar het veilige betalingsdeel willen vluchten.

Stabiliteit	<p><i>Stabiliteit individuele instellingen</i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Een bankrun op betaalbanken is niet problematisch.</li> <li>• Risico op instabiliteit bij financieringsinstellingen zal niet verdwijnen, wellicht wordt dit wel kleiner. Hoe groot dit risico is hangt af van hoe het systeem precies is ingericht. Hoe mogen financieringsinstellingen zich financieren? Er is mogelijk een uitruil met omvang van de kredietverlening: maatregelen die nodig zijn voor stabilere instellingen zouden een rem kunnen zijn op kredietverlening.</li> </ul>
	<p><i>Stabiliteit systeem</i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Voor zover het nieuwe systeem leidt tot minder sterke bewegelijkheid in kredietverlening, draagt het bij aan financiële stabiliteit.</li> <li>• Voor de stabiliteit van het systeem als geheel is het van belang hoe financieringsinstellingen gefinancierd worden. Wanneer het gaat om financiering die op korte termijn kan worden teruggetrokken, kunnen de systeemrisico's oplopen omdat bij een crisis mensen dan massaal naar het publieke betalingsdeel zullen willen vluchten. Aan de andere kant zouden financieringsinstellingen rekening kunnen houden met dit risico en maatregelen nemen, wat zou bijdragen aan de systeemstabiliteit.</li> </ul>

Ten derde de rechtvaardigheid, oftewel de verdeling van baten, kosten en risico's. De voorstanders verwachten dat problemen die samenhangen met de impliciete en expliciete overheidsgaranties zich in het publiekgeldsysteem niet zullen voordoen door de afwezigheid van deze garanties. Het niet redden van private instellingen in het financieringsdeel is voor voorstanders een belangrijke voorwaarde voor het goed functioneren van het systeem. De vraag is echter of dit in alle situaties houdbaar is. Vanwege het publieke belang van kredietverlening is het zeker niet uitgesloten dat publieke steun in systeemcrises noodzakelijk is om erger te voorkomen. In een publiekgeldsysteem incasseert de overheid geldscheppingswinst. Of dit de samenleving als geheel ten goede komt, hangt er ondere andere van af of de geldschepping niet te zeer uit de hand loopt. Ten slotte is het onduidelijk wat het effect is op de verdeling van baten en lasten van schulden.

#### Rechtvaardigheid

##### *Allocatie winsten en verliezen*

- Voor de publieke kosten van financiële instabiliteit hangt veel af van de inrichting van het financieringsdeel. Financieringsinstellingen hoeven niet meer gered te worden om het betalingsverkeer veilig te stellen, maar wel eventueel omwille van de kredietverstrekking.
- De baten van geldschepping komen bij de overheid terecht. Of dit de samenleving als geheel ten goede komt hangt in belangrijke mate af van de omvang van de geldschepping en hoe het nieuw gecreëerde geld besteed wordt.

Op het gebied van legitimiteit geeft het nieuwe systeem mogelijk een scherpere afbakening van publieke en private elementen. Door een splitsing van het publieke betalingsdeel en het private financieringsdeel is het mogelijk dat de private belangen van financieringsinstellingen minder snel vereenzelvigd worden met publieke belangen. Toch is financiering van zo'n groot belang voor het functioneren van de samenleving, dat ook het financieringsdeel een publieke dimensie heeft. Of het nieuwe systeem als legitiemer wordt ervaren, is niet op voorhand te zeggen. Zowel in het huidige systeem als in het alternatieve systeem is de centrale bank uit angst voor politieke beïnvloeding op afstand gezet. De praktijk is echter weerbarstiger. Zeker wanneer de belangen groot zijn, zal de poging tot politieke beïnvloeding niet minder zijn. De directe invloed van burgers op financieringsinstellingen wordt mogelijk groter, vooral omdat de burger nu een duidelijk alternatief heeft (het betaaldeelte). Tegelijkertijd moet de informatieachterstand die zij hebben ook in het nieuwe systeem niet onderschat worden.

#### Legitimiteit

- Publieke en private elementen en de daarbij behorende verwachtingen zullen meer gescheiden zijn. Het betaalsysteem is niet langer verweven met private activiteiten. Het goed functioneren van het financieringsdeel is echter ook van publiek belang, waarmee private financieringsinstellingen ook een publieke dimensie zullen hebben.
- Het vooraf lastig te zeggen hoe het publiekgeldsysteem legitimiteit beïnvloedt. Een centrale bank die beslissingen neemt over de geldhoeveelheid, kan leiden tot pogingen tot politieke beïnvloeding. Afstand tot de politiek is dus belangrijk.

Dat betekent dat er op voorhand geen sluitend antwoord kan worden gegeven op de vraag of het alternatief over het geheel genomen beter zou werken dan het huidige systeem. Wel kunnen we een aantal van de aannames expliciet maken die nodig zijn om tot de conclusie te komen dat het stelsel over het geheel genomen beter zal functioneren. Deze aannames zijn:

- dat de centrale bank de kennis en informatie heeft om de groei van de geldhoeveelheid in de juiste banen te leiden en dat de overheid zichzelf te allen tijde committeert aan een evenwichtige geldschepping;
- dat de tegoeden bij financieringsinstellingen niet als geld gaan functioneren, waardoor zij geldscheppende instellingen worden en zij feitelijk weer sterk lijken op de huidige banken;
- dat het redden van financieringsinstellingen door de overheid niet meer aan de orde is, omdat ze kunnen falen zonder de economie te ontwrichten, waardoor de problematiek van perverse prikkels en 'private winsten, publieke kosten' is uitgebannen;
- dat er in het nieuwe systeem voldoende en passende financiering beschikbaar zal zijn via kredietverlening van de financieringsinstellingen of via marktfinanciering;
- dat de instituties (centrale banken, betaalbanken, financieringsinstellingen) blijvend in staat zullen zijn om onder burgers, bedrijven en investeerders het vertrouwen te wekken dat nodig is om het systeem daadwerkelijk te laten functioneren;
- dat het geheel werkzaam kan zijn in een internationale context waarin de wederzijdse financiële afhankelijkheden groot zijn zonder dat alle landen overgaan op een publiekgeldsysteem.

Naast deze voor- en nadelen van het systeem als geheel, is er de vraag van de haalbaarheid. Het gaat dan met name om de transitie en de internationale verwevenheden. De complicaties die een eventuele transitie met zich meebrengen, moeten niet worden onderschat. Als alle spelers onzeker zijn over de nieuwe situatie is de kans op een crisis tijdens de transitie niet gering. Bovendien treden bij beleids- en stelselwijzigingen vaak onverwachte, onbedoelde, en veelal ook ongewenste neveneffecten op. De keuze voor een overgang naar een publiekgeldsysteem komt feitelijk neer op een grootschalig experiment met de ruggengraat van de economie. Internationale verwevenheden moeten ook niet over het hoofd worden gezien bij het afwegen van de haalbaarheid. Niet alleen maakt Nederland onderdeel uit van de eurozone en alleen daarom al zou de stelselwijziging alleen op Europees niveau kunnen plaatsvinden, tenzij Nederland uit de euro stapt. Maar ook los van de euro bestaan er tal van internationale verwevenheden die de vrijheid van Nederland om een geheel eigenzinnig monetair-financieel beleid te voeren sterk inperken en een dergelijke transitie tot een ongeëvenaard experiment zouden maken. Deze internationale verwevenheden hebben niet of nauwelijks een plek in de plannen voor een publiekgeldsysteem.

## NOTEN

- 1 Daarnaast stellen voorstanders ook dat het misleidend is om te zeggen dat kredietverlening te duur wordt – beter is het om te zeggen dat de kredietprijs een betere weergave is van de echte financieringskosten. Nu is krediet kunstmatig goedkoop omdat de overheid een deel van de risico's afdekt en daarmee feitelijk schulden subsidieert. Zoals Ons Geld (2016: 28) het formuleert, zal dat in het nieuwe systeem anders zijn: “Rentes zullen markt-gedreven tot stand gaan komen en daardoor een zuivere weerspiegeling gaan geven van risico, vraag en aanbod van desbetreffende geldlening.”
- 2 Zie box 1.3 voor een bespreking van de vraag of publiek geld een schuld is.
- 3 De praktijk is wat ingewikkelder. De centrale bank verstrekt op grote schaal leningen aan commerciële banken. Commerciële banken kunnen aan deze leningen voldoen door staatsobligaties over te dragen aan de centrale bank – dit kan ook als eis worden gesteld bij het verstrekken van de lening. Vervolgens kan de centrale bank de staatsschuld kwijtschelden. Overigens groeit de balans van de centrale bank flink bij de transitie. Omdat de boekhoudkundige schuld van de centrale bank in economische zin echter geen schuld is, zou dat niet hetzelfde zijn als de huidige staatsschulden.
- 4 Uiteraard kan de centrale bank altijd – ook in het huidige systeem – met nieuw gecreëerd geld proberen alle uitstaande staatsschuld op te kopen. Het is overigens lastig te achterhalen bij wie de Nederlandse staatsschuld precies in handen is (Tokmetzis 2013).
- 5 Bepaalde risico's blijven echter wel bestaan, zoals cyber-risico.
- 6 Overigens zou dat ook binnen het huidige systeem kunnen.
- 7 Overigens – zoals besproken in box 4.3 – zijn de kosten van het genereren van het maatschappelijk vertrouwen dat nodig is om het geld te laten functioneren veel breder dan enkel de productiekosten. Het functioneren van geld vereist tal van instituties. Dit geldt zowel in het huidige systeem als in het publiekgeldsysteem.
- 8 “Deze 20 miljard euro is een schatting van de jaarlijkse geldschepping bij 2 procent in inflatie, 2 procent groei en een geldhoeveelheid van 500 miljard euro. Deze schatting gaat ervan uit dat de omloopsnelheid van geld gelijk blijft, ook bij mogelijk hogere rentes in de toekomst.” (Dommerholt en Van Tilburg 2016: 680). De schatting suggereert een rechtstreekse relatie tussen geldhoeveelheid en economische groei en inflatie en neemt kosten van geldschepping niet mee.
- 9 Wortmanns pleidooi voor een ‘virtual euro’ (2017) is hierop een uitzondering. Dit pleidooi bespreekt kort de vraag hoe ‘burgerdividend’ moet worden verdeeld over de verschillende EU-landen: “*Member States are entitled to dividends on equal footing, irrespective of their debt with the banking system. For that, an appropriate allocation key must be applied. For Citizens, an equal share per capita seems most suitable, irrespective of individual debt with the banking system.*” (ibid.: 4). Wanneer het gaat over de allocatie van nieuw gecreëerd geld, wordt simpelweg gesteld dat dit ter beschikking wordt gesteld aan “*the State*” die het vervolgens uitgeeft, waarbij “*the State*” verwijst naar “*the European Union and the Eurozone Member States combined*” (ibid.: 8). Het pleidooi gaat echter niet of nauwelijks in op alle complicaties die zich hierbij – of bij andere kwesties – kunnen aandienen.

- 10 Dit hangt samen met de vraag of alleen de huidige girale tegoeden of ook de spaartegoeden naar de nieuwe betaalbanken worden overgeheveld. De voorstellen zijn hier over het algemeen niet heel duidelijk in. In het tweede geval zou de transitie een veel grotere omvang hebben. In het eerste geval zouden spaartegoeden in een nacht veranderen van 'veilige' naar risicodragende tegoeden.
- 11 De balans van de centrale bank wordt wel verlengd tijdens de transitie. Hierboven hebben we aangegeven dat overheidsschulden (met rentebetaling en aflossingsverplichting) iets anders zijn dan de boekhoudkundige schulden van de centrale bank.



## 7 EVENWICHT IN HET HUIDIGE SYSTEEM

In het vorige hoofdstuk hebben we gekeken naar de voor- en nadelen van een publiekgeldsysteem. Hoewel de WRR niet pleit voor een volledige overstap, zijn de problemen die het initiatief agendeert belangrijk en urgent. Bovendien biedt het plan interessante aanknopingspunten voor maatregelen die goed binnen het huidige stelsel kunnen worden ingevoerd.

In de conclusie van hoofdstuk 4 hebben we de twee belangrijkste uitdagingen genoemd om te komen tot een meer dienstbaar, stabiel, rechtvaardig en legitiem monetair-financieel stelsel. Het is nodig te komen tot een meer evenwichtige en beheerste groei van geld en schuld en de balans tussen publieke en private belangen moet worden verbeterd. In dit hoofdstuk bekijken we welke stappen er genomen kunnen worden om dit te bewerkstelligen. Hierbij bespreken we zowel de stappen die sinds de crisis zijn gezet als oplossingen die gesuggereerd zijn.

### 7.1 HET TEMMEN VAN DE GELD- EN SCHULD-CYCLUS

De eerste uitdaging waar we voor staan is het temmen van de geld- en schuld-cyclus. Een evenwichtige groei van geld en schuld is niet alleen belangrijk voor stabiliteit van het financiële systeem, maar ook voor de dienstbaarheid daarvan. Zoals we in hoofdstuk 3 hebben besproken is er sprake van een permanente zoektocht naar een goede balans tussen flexibiliteit en inkadering. Wanneer het geldstelsel te strikt is ingekaderd, zoals bijvoorbeeld ten tijde van de strikte koppeling met edelmetaal, levert dat op termijn problemen op voor de economische groei en worden crisissituaties uitvergroot. De kunst is voldoende flexibiliteit in geldschepping en kredietverlening te bieden om in te spelen op conjuncturele fluctuaties. Wanneer het geldstelsel te flexibel is ontstaan er eenvoudig zeepbellen of ligt hoge inflatie op de loer. Er kan dan een zelfversterkende dynamiek ontstaan waarbij kredietverleningen, geldschepping en stijgende prijzen van financiële bezittingen elkaar opstuwten.

In de decennia voor de financiële crisis was er een algemene tendens richting meer flexibiliteit. Tal van remmen op kredietverlening werden ontmanteld en de geldscheppende rol van banken werd groter door de toenemende dominantie van giraal geld. Beleid moedigde het aangaan van schulden ook aan (WRR 2016). Deze flexibiliteit heeft geleid tot historisch hoge schulden. Bovendien gaf dit meer volatiliteit in kredietverlening en daarmee in de economie. De schaduwkanten hiervan hebben we in hoofdstuk 4 besproken: overmatige kredietgroei leidt tot een grotere kans op financiële crises en een langdurig herstel erna. Ook kunnen hoge



schulden een negatieve invloed hebben op economische ontwikkeling. Bovendien kunnen zij leiden tot een onrechtvaardige verdeling van kosten en baten in de samenleving.

In deze paragraaf bespreken we de belangrijkste beleidsinitiatieven en -suggesties om te komen tot een meer evenwichtige groei van geld en schuld. Dat zijn (1) betere remmen en het wegnemen van prikkels op schuldengroei; (2) oog voor beleidscoherentie en de structuur van de sector; en (3) aandacht voor het opvangen van een financiële crisis.

### 7.1.1 REMMEN EN PRIKKELS OP SCHULDENGROEI

De belangrijkste manier waarop na de crisis is gewerkt aan het tegengaan van excessieve schuldengroei is via macroprudentieel beleid. Ook zijn er eerste stappen gezet in het wegnemen van fiscale prikkels op schuldfinanciering.

#### **Macroprudentieel beleid**

De belangrijkste beleidshervorming om de risico's van hoge schulden tegen te gaan is de introductie van macroprudentieel beleid. Dit beleid richt zich specifiek op het tegengaan van systeemrisico's, gedefinieerd als "het risico dat zich ontwikkelingen voordoen die het [financieel] stelsel als geheel bedreigen, waardoor uiteindelijk de economie forse schade oploopt" (DNB 2016a: 8). Voor de risico's wordt enerzijds gekeken naar de opbouw van grote onevenwichtigheden (zoals hoge schulden en de ontwikkeling van zeepbellen), anderzijds naar de structuur van de financiële sector (grote concentratie en verwevenheden) (zie DNB 2016a; IMF-FSB-BIS 2016).

Macroprudentieel beleid maakt gebruik van dezelfde soort instrumenten als het banktoezicht (ook wel microprudentieel beleid genoemd), zoals eisen op het gebied van kapitaal en liquiditeit. Het belangrijkste verschil is het *doel* waarmee het instrument wordt ingezet: is het specifiek gericht op het verkleinen van de risico's voor individuele instellingen (microprudentieel) of op het verkleinen van systeemrisico's (macroprudentieel)? Het macroprudentieel kader biedt verschillende mogelijkheden voor nationale toezichthouders om extra eisen op te leggen om systeemrisico's tegen te gaan (zie box 7.1).

#### **Box 7.1 Macroprudentieel beleid**

In de Europese richtlijn en verordening kapitaalvereisten (bekend als het CRD IV-pakket) zijn de belangrijkste macroprudentiële instrumenten opgenomen (zie Europese Commissie 2014). Deze vloeien overwegend voort uit internationale afspraken in het Bazel III-raamwerk. De belangrijkste instrumenten zijn extra kapitaaleisen *bovenop* de microprudentiële eisen. Zo is er

de anticyclische kapitaal-eis. In economisch ‘goede tijden’, wanneer de kredietverlening te sterk stijgt, kan aan banken een extra kapitaal-eis van 2,5 procent worden opgelegd door de nationale toezichthouder (in Nederland is dat DNB). Deze extra eis kan in ‘slechte tijden’ worden verlaagd. Ook kunnen nationale toezichthouders (tijdelijk) de minimum risicoweging voor hypotheekleningen verhogen als zij denken dat sprake is van oververhitting op de huizenmarkt. Daarnaast kan aan systeemrelevante instellingen een extra kapitaal-eis opgelegd worden. Ook kan de nationale toezichthouder nog andere onderdelen van het kapitaalraamwerk aanscherpen, mits kan worden aangetoond dat de rest van de instrumenten niet toereikend zijn. Dit wordt het flexibiliteitspakket genoemd (zie tabel 7.1). Los van dit Europees macroprudentieel kader, hebben veel landen eisen gesteld op het gebied van hypotheekleningen. In Nederland is er bijvoorbeeld een maximale *loan-to-value*-ratio van 100 procent, wat betekent dat de verstrekte lening niet hoger mag zijn dan de getaxeerde waarde van het huis.

**Tabel 7.1**      **Overzicht van macroprudentiële instrumenten in CRD IV-pakket**

	Korte beschrijving	Wettelijke basis
<i>Anticyclische kapitaalbuffer</i>	Een kapitaalopslag (variërend van 0% tot 2,5%, maar hoger is mogelijk) om risico's van de financiële cyclus tegen te gaan. Wanneer een land deze opslag instelt, geldt de opslag ook voor krediet dat door andere Europese banken in het land wordt verstrekt.	Artikelen 130 en 135-140 van CRD IV
<i>Systeembuffer</i>	Een kapitaalopslag voor een of meer systeemrelevante banken.	Artikelen 133-134 van CRD IV
<i>G-SII/O-SII buffer</i>	Een kapitaalopslag voor ‘mondiaal systeemrelevante instellingen’ of ‘andere systeemrelevante instellingen’.	Artikel 131 van CRD IV
<i>Sectorale risicogewichten</i>	De risicoweging van hypotheekleningen kunnen worden verhoogd met het oog op het tegengaan van systeemrisico's.	Artikel 124 en 164 van Capital Requirements Regulation (CRR)
<i>Flexibiliteitspakket</i>	Verskillende maatregelen (waaronder een verhoging van liquiditeitseisen of risicogewichten) indien andere macroprudentiële instrumenten niet toereikend zijn.	Artikel 458 van CRR

De verantwoordelijkheid voor macroprudentieel beleid is over verschillende organisaties verdeeld. Hierbij kan een onderscheid gemaakt worden tussen (1) het signaleren en waarschuwen voor systeemrisico's en (2) het activeren van instrumenten. Het eerste wordt op Europees niveau gedaan door het Europees Comité voor Systeemrisico's (in Engels: ESRB), onderdeel van de ECB. Op Nederlands niveau zijn het Financieel Stabiliteitscomité (bestaande uit vertegenwoordigers van DNB, ministerie van Financiën en AFM) en DNB hiervoor verantwoordelijk (Cavelaars et al. 2013). Het activeren van instrumenten is vooral een nationale aangelegenheid: DNB is hiervoor verantwoordelijk, terwijl de politiek gaat over de hoogte van bijvoorbeeld de *loan-to-value*-ratio. Bij activering van bepaalde instrumenten dient DNB wel goedkeuring te krijgen van Europese organisaties, zoals de ESRB en de Europese Bankautoriteit. Sinds de totstandkoming van de Europese Bankunie heeft ook de ECB specifieke macroprudentiële verantwoordelijkheden:

het mag de CRD IV-instrumenten die door nationale lidstaten in wet- en regelgeving zijn geïmplementeerd activeren of aanscherpen, indien de ECB dit noodzakelijk acht met het oog op systeemrisico's.

Een van de belangrijkste vragen bij het tegengaan van systeemrisico's is hoe je deze moet meten. Een belangrijke indicator voor de beslissing of de anticyclische kapitaal-eis in werking treedt, is de afwijking van de trendmatige kredietgroei. Het is echter de vraag of we in Nederland wel zo sterk moeten leunen op deze trend: omdat in de jaren voor de crisis kredietverlening zeer hard steeg, is de 'referentielijn' heel hoog. Er moet dus wel sprake zijn van extreme kredietgroei wil deze indicator in Nederland nu op rood gaan. DNB heeft geconcludeerd dat er tot nu toe geen reden is geweest om de eis in Nederland te verhogen, terwijl andere indicatoren aangeven dat er wel degelijk reden tot zorg is (bijv. ESRB 2016). Juist omdat één indicator niet genoeg zegt over de opbouw van systeemrisico's, heeft de ESRB geadviseerd om op basis van veel verschillende indicatoren besluiten te nemen over het activeren van de buffer (ESRB 2014). Interessant is bijvoorbeeld dat Zweden de buffer vanaf maart 2017 heeft aangezet terwijl volgens de standaardindicator (trendmatige kredietgroei) dat niet zou hoeven (Finansinspektionen 2018: 4).<sup>1</sup>

Een cruciale vervolgvraag is in hoeverre de instrumenten daadwerkelijk de risico's kunnen indammen. Macroprudentiële instrumenten hebben tot nu toe een plek gekregen in kapitaalregulering. Deze kapitaaleisen zijn echter primair bedoeld om banken schokbestendiger te maken tegen mogelijke problemen, niet om schulden-groei te remmen. De BIS-econoom Claudio Borio (2010), een van de ontwikkelaars van deze kapitaaleis, stelt dan ook dat deze extra kapitaaleis ongeschikt is om sterke kredietgroei af te remmen. De relatie tussen *risicogewogen* kapitaaleisen en kredietverlening is volgens Borio te indirect om te werken als effectieve rem (Borio 2010). Een van de redenen hiervoor is dat juist in goede tijden de risico's van de bezittingen van banken (zoals uitstaande leningen) toch al laag worden ingeschat (Carmassi en Micossi 2012; Danielsson et al. 2012).

Dat roept de vraag op of macroprudentieel beleid verbreed moet worden. Het anticyclisch verhogen van liquiditeitseisen is binnen het bestaande kader bijvoorbeeld zeer ingewikkeld: dit kan alleen geïmplementeerd worden via het flexibiliteitspakket dat niet eenvoudig kan worden ingezet (zie tabel 7.1; zie ook ECB Task Force on Systemic Liquidity 2018). Belangrijker nog is dat de niet-bancaire financiële sector buiten het zicht van macroprudentieel beleid valt. Vooral het feit dat financiële instellingen die sterk lijken op banken, doordat zij aan kredietverlening doen of kortlopende schulden uitgeven, niet binnen dit kader vallen, is reden tot zorg. De crisis was in belangrijke mate het gevolg van zeer heftige kredietgroei tussen finan-

ciële instellingen onderling die vervolgens onhoudbaar bleek. Binnen het macroprudentiële beleidskader blijven deze instellingen echter grotendeels buiten beeld (zie ESRB 2016).

Macroprudentiële instrumenten richten zich niet alleen op financiële instellingen, maar stellen ook eisen aan specifieke leningen. Een belangrijk macroprudentieel instrument in dit opzicht is de maximale *loan-to-value*-ratio (LTV-ratio). Het gaat hier om de maximale lening die ten opzichte van de waarde van het onderpand mag worden verstrekt. In Nederland is vanaf 2012 de maximaal toegestane LTV-ratio voor hypotheekleningen in stappen afgebouwd naar een maximum van 100 procent sinds 1 januari 2018. Verschillende instituten pleiten voor een verdere verlaging van de LTV-ratio naar 90 procent (Financieel Stabiliteitscomité 2015; IMF 2017; DNB 2017) of zelfs 80 procent (Commissie Wijffels 2013). Het CPB (Veldhuizen et al. 2015; Van Dijk en Voogt 2017) waarschuwt daarentegen juist voor de hoge maatschappelijke kosten die gepaard gaan met een verdere verlaging van de LTV-ratio, met name voor starters op de huizenmarkt.

Hoewel het maximeren van de LTV-ratio de kredietverlening remt, vormt het geen absoluut plafond. Zolang de waarde van huizen blijft stijgen en deze marktprijzen worden gebruikt voor het bepalen van de 'value' in de LTV-ratio, kan er meer krediet worden verstrekt. Dat kan vervolgens ook weer leiden tot een verdere stijging van de huizenprijzen.<sup>2</sup> Een *loan-to-income*-ratio (LTI-ratio), die de hoogte van de lening koppelt aan het inkomen van de kredietvrager, vormt in theorie een sterkere rem op kredietverlening. Nederland kent geen directe LTI-normen, maar wel normen op het gebied van de financieringslast. Afhankelijk van het inkomen en de op dat moment geldende rente, geldt een maximale norm van het inkomen dat aan de hypotheek besteed mag worden. Het Nationaal Instituut voor Budgetvoorlichting (NIBUD) brengt hier jaarlijks advies over uit. Dit vormt een plafond voor de lening die verstrekt kan worden. De hypotheekverstrekker mag hier van afwijken, indien hij dit kan onderbouwen en documenteert.

### **Fiscale prikkels**

Naast het introduceren van macroprudentieel beleid, is door de Nederlandse overheid ook werk gemaakt van het wegnemen van fiscale prikkels op schuldengroei. De fiscale bevoordeling van schuld ten opzichte van eigen vermogen maakt het voor huishoudens, bedrijven en banken voordeliger om een schuld aan te gaan dan om uit eigen vermogen te financieren. Huishoudens hebben een hypotheekrenteaftrek en bedrijven kunnen de kosten van rentebetalingen aftrekken voor de vennootschapsbelasting. Op beide vlakken zijn sinds de crisis voorzichtige stappen genomen. De maximale hypotheekrenteaftrek is sinds 2014 gedaald van 52 procent tot 49,5 procent in 2018 en wordt de komende jaren versneld afgebouwd tot 37 procent in 2023. Ook zijn er stappen gezet om de renteaftrek voor private-equity-partijen te beperken. Het Nederlandse kabinet is daarnaast van plan een plafond

voor de aftrekbaarheid van rentelasten (renteplafond) in te stellen voor banken en verzekeraars. Ook ligt er een plan om de fiscale voordelen van de zogeheten *coco's* af te schaffen. Deze schulden, die in geval van nood kunnen worden omgezet in aandelen, raken hun fiscale aftrekbaarheid binnenkort kwijt (zie: Ministerie van Financiën 2018a).

Er zijn ook landen die hebben geprobeerd om de ongelijke fiscale behandeling van schuld en eigen vermogen aan te pakken door aftrek op het eigen vermogen te introduceren. België heeft bijvoorbeeld in 2006 een zogeheten *notionele interest-aftrek* ingevoerd (zie box 7.2).

### Box 7.2 Aftrek eigen vermogen in België

In 2006 heeft België een aftrek voor eigen vermogen voor het bedrijfsleven mogelijk gemaakt. Dit zogeheten 'aftrek voor risicokapitaal' houdt in dat een fictieve rente kan worden afgetrokken over een gecorrigeerd eigen vermogen; in het aanslagjaar 2015 was dit fictieve rentepercentage 2,63 procent (Federale Overheidsdienst Financiën 2018). Omdat de aftrek niet gold voor het eigen vermogen van dochterbedrijven, werd deze maatregel door de Europese Commissie (2012) en het Europees Hof van Justitie (2013) in strijd geacht met het vrij verkeer van kapitaal binnen de EU. België heeft daarop de wet aangepast. Nu wordt alleen nog aftrek verleend over de stijging van het eigen vermogen in vergelijking met het gemiddelde van de laatste vijf jaar. De aandacht bij deze maatregel gaat in eerste instantie vaak uit naar het effect op 'gewone' bedrijven en minder naar het effect op banken. Uit onderzoek van Schepens blijkt dat door deze maatregel het eigen vermogen van Belgische banken toenam (Schepens 2016). Een belangrijk kritiekpunt op de maatregel is dat deze de internationale belastingarbitrage door multinationals faciliteert (Hebous en Ruf 2017).

Ook andere landen (zoals Cyprus, Italië, Kroatië, Letland, Liechtenstein, Oostenrijk en Turkije) hebben de afgelopen jaren een aftrek van eigen vermogen ingevoerd. De basis die meetelt (al het eigen vermogen of alleen nieuw eigen vermogen) en de fictionele rente verschillen per land. In het algemeen is het gewenst, dat verschillende vormen van vermogen gelijk worden behandeld om ontwijkgedrag te vermijden. De aftrekmogelijkheid van eigen vermogen voorziet hierin. Een renteplafond impliceert daarentegen nog altijd een ongelijke behandeling en kan mogelijk ongewenste bijeffecten hebben. Het zorgt wel voor de gewenste ontmoediging van financiering met vreemd vermogen.<sup>3</sup>

Hoewel er sinds de crisis meer aandacht is voor de fiscale bevoordeling van schuld, zijn de daadwerkelijke stappen om hier iets aan te doen beperkt geweest. Wat betreft de hypotheekrenteaftrek is het gelukt om te komen tot een stapsgewijze versobering, maar voor het bedrijfsleven is het fiscale voordeel slechts in beperkte

mate aangepakt. Gezien het vrij verkeer van kapitaal binnen de Europese Unie, vergt het fiscaal gelijktrekken van eigen vermogen en schuldfinanciering coördinatie op Europees niveau om belastingarbitrage te voorkomen. Bij banken ligt het ingewikkelder, daar schuldfinanciering (en daarmee gepaard gaande rentelasten) behoren tot de kern van het bedrijfsmodel (kredietverlening door middel van geldschepping). Wel is het de vraag of *alle* vormen van schuldfinanciering bij deze kern horen (denk aan kortlopende marktfinanciering) waarmee de vraag rijst of een meer gedifferentieerde renteaftrek op zijn plaats zou zijn.

### 7.1.2 OOG VOOR BELEIDSCOHERENTIE EN DE SECTORSTRUCTUUR

Beleid heeft zich dus vooral gericht op remmen en prikkels op schuldengroei. In mindere mate is er aandacht geweest voor de samenhang met andere beleidsterreinen en de rol van de structuur van de sector.

#### *Samenhang met andere beleidsterreinen*

De schuldenproblematiek heeft tot nu toe een plek gekregen binnen het macroprudentiële beleidskader. Dit is een grotendeels zelfstandig beleidsterrein, met eigen instrumenten en verantwoordelijke organisaties (IMF-FSB-BIS 2016). De vraag is of deze afbakening recht doet aan de vele factoren die een rol spelen bij de *boom-bust*-dynamiek van kredietverlening. In het bijzonder is het van belang om te kijken naar de relatie tussen macroprudentieel beleid, banktoezicht (microprudentieel beleid), monetair beleid en sociaal-economisch beleid.

Zoals hierboven aangegeven maakt macroprudentieel beleid primair gebruik van hetzelfde type instrumenten als banktoezicht, in het bijzonder kapitaaleisen. Tegelijkertijd is macroprudentieel beleid ingericht als een eigen beleidsterrein, met een eigen doelstelling en eigen kader. Volgens een van de grondleggers van het macroprudentiële beleidskader, Claudio Borio van de BIS, is het echter misplaatst om te spreken over twee aparte beleidsterreinen. Het gaat niet zozeer om verschillende beleidsterreinen, maar om verschillende perspectieven op beleid; een perspectief gericht op de stabiliteit van individuele banken (microperspectief) en een perspectief gericht op systeemstabiliteit (macroperspectief) (Borio 2010: 2-4). Dit impliceert dat de scheiding die gemaakt is tussen banktoezicht en macroprudentieel beleid op zijn minst ingewikkeld is. In het bijzonder op het gebied van risicowegingen kan de logica van het banktoezicht botsen met de macroprudentiële logica (zie box 7.3).<sup>4</sup>

### Box 7.3 Procyclische effecten van risicowegingen

Bancaire kapitaaleisen hebben doorgaans betrekking op de omvang van de risicogewogen bezittingen van de bank. Hoewel deze risicowegingen vanuit het oogpunt van de stabiliteit van een bank op een bepaald moment rationeel kunnen zijn (weinig risicovolle leningen als hypotheek vereisen minder eigen kapitaal), kunnen deze vanuit het macroperspectief en vanuit de lange termijn bezien juist onverstandig zijn.

Het eerste internationale kapitaalraamwerk, het Bazel I-akkoord uit 1988, hanteerde een grove risicoweging. Volgens banken en toezichthouders was deze risicoweging veel te onnauwkeurig. Bazel II, in 2004 gepresenteerd, veranderde veel op dit gebied; banken met door de toezichthouder goedgekeurde risicomangementsystemen kregen meer vrijheid om in te schatten hoe risicovol hun bezittingen waren. Ook kregen kredietbeoordelingen uitgegeven door *Credit Rating Agencies* (CRA's) een prominenter plek. De hoop was dat dit zou leiden tot een betere afstemming tussen de regels en de daadwerkelijke risico's. Ook zou het banken stimuleren hun risicomanagement op orde te hebben en zou het leiden tot minder regelontwijkend gedrag.

Een van de nadelen van de aanpak van Bazel II is echter dat het procyclische effecten kan versterken. De risicomodellen van banken hanteren vaak een korte tijdshorizon. In goede tijden met weinig faillissementen geven deze modellen dan ook aan dat risico's laag zijn. Dit stimuleert banken om meer kredieten te verstrekken. Omgekeerd springen tijdens een crisis ineens alle seinen op rood, wat banken aanmoedigt om op de rem te trappen. Een vergelijkbare dynamiek speelt bij kredietbeoordelingen. Op geaggregeerd niveau kan dit dus de cyclus versterken.

Sinds de crisis zijn op dit terrein beperkte veranderingen doorgevoerd. Beleidsmakers eisen van banken dat zij in hun risicomodellen een langere tijdshorizon hanteren en worstcasescenario's meenemen. Bovendien zijn er ondergrenzen op het gebied van risicoweging. Ook mogen banken niet meer blind vertrouwen op kredietbeoordelingen. Toch leunen het Bazel III-akkoord (2010) en het recente Bazel IV-akkoord (2017) nog steeds op zowel risicomodellen als ratings.

Ook monetair beleid verdient als aangrenzend beleidsterrein meer aandacht in het licht van de schuldenproblematiek. Monetair beleid is in zijn huidige vorm primair gericht op het stabiliseren van de waarde van het geld, in veel landen geoperationaaliseerd als beperkte inflatie van goederen- en dienstenprijzen. Sterke stijging van huizenprijzen en prijzen van financiële bezittingen vallen hiermee buiten het directe gezichtsveld. Volgens critici droeg deze smalle focus bij aan de financiële crisis. Centrale banken in Europa en de Verenigde Staten zouden te lang de beleidsrente laag hebben gehouden, wat bijdroeg aan de opbouw van omvangrijke kredietzeepbellen (Eichengreen et al. 2011). Daarnaast is na de crisis de kritiek gekomen dat het huidige beleid van lage rentes en kwantitatieve verruiming wederom

bijdraagt aan excessieve schuldengroei, waarmee financiële stabiliteit in het geding kan komen. Dit roept de vraag op of monetair beleid naast een focus op prijsstabiliteit ook financiële stabiliteit als expliciet doel moet meenemen.

Er zijn twee redenen om te pleiten voor een strakke afbakening van monetair beleid van andere beleidsterreinen en een exclusieve focus op prijsstabiliteit. Allereerst is het de vraag of het belangrijkste instrument van monetair beleid, het rente-instrument, überhaupt geschikt zou zijn om kredietzeepbellen tegen te gaan. Het kan leiden tot een dubbele teleurstelling: niet alleen zou de renteverhoging waarschijnlijk niet krachtig genoeg zijn om een kredietzeepbel helemaal tegen te houden, maar het zou gelijktijdig kunnen leiden tot ernstige schade aan de rest van de economie (zie bijv. Haldane 2010; Constancio 2015; Fahr en Fell 2017). Ten tweede is het voordeel dat centrale banken een relatief eenduidige en heldere doelstelling hebben, waardoor het makkelijker te verantwoorden is dat zij op afstand staan van de politiek. Ook zijn zij hiermee beter door de politiek te controleren en ter verantwoording te roepen. Financiële stabiliteit is een diffuser concept en dus moeilijker om te meten en er verantwoording over af te leggen.

Aan de andere kant zijn er goede argumenten om monetair beleid toch meer te richten op financiële stabiliteit. Het argument dat het rente-instrument ongeschikt is om kredietzeepbellen door te prikken is valide, maar dat wil niet zeggen dat bij rentebesluiten de centrale banken sterk stijgende kredietverlening moeten negeren. Het rente-instrument is zo krachtig dat andere instrumenten waarschijnlijk niet op eigen kracht in staat zullen zijn om zonder hulp van dit instrument excessieve kredietgroei af te remmen (Caruana 2016). Wat betreft het belang van een helder mandaat van centrale banken op het gebied van monetair beleid geldt dat de ECB haar mandaat sinds de crisis toch al ruimer is gaan interpreteren. Bovendien heeft de ECB met de Bankenunie een belangrijke rol gekregen op het gebied van toezicht. De tijd lijkt daardoor rijp om breder na te denken over de samenhang tussen het monetair beleid en het financiële stabiliteitsbeleid en de daarbij behorende instrumenten.

Ten slotte hebben sociaal-economische beleidsterreinen, zoals het woningmarkt-, pensioen-, en belastingbeleid, grote invloed op de schuldenomvang in de samenleving. De Nederlandse hoge hypotheekschulden kunnen bijvoorbeeld niet los worden gezien van het bredere woningmarktbeleid. Een vastzittende huurmarkt en de hypotheekrenteaftrek maakt huizenbezit een relatief aantrekkelijke optie. Het pensioensysteem zorgt voor een verplichte afdracht van een significant deel van de besparingen, wat bijdraagt aan de 'lange balansen': hoge schulden in combinatie met hoge, maar veelal vastzittende, bezittingen. Het tegengaan van onze afhankelijkheid van schulden vergt dus ook een bredere blik dan alleen macro-



prudentieel beleid. Het instellen van een rem (zoals een *loan-to-value-ratio*) zal meer effect sorteren wanneer het ook gepaard gaat met het wegnemen van schuldenprikkelers die voorvloeien uit sociaal-economisch beleid (zie WRR 2016).

### **Structuurmaatregelen**

Bij het nadenken over een rem op de groei van krediet, is sinds de crisis relatief weinig aandacht geweest voor het effect van de structuur van het bankenlandschap. De huidige structuur van het Nederlandse bankenlandschap (drie grote uniforme banken) kan geldschepping en kredietgroei in de hand werken. Dit omdat de grote banken er relatief zeker van zijn dat de nieuw gecreëerde banktegoeden voor hen beschikbaar blijven als financiering. Een structuur waarin het nieuw gecreëerde geld niet automatisch binnen hetzelfde uniforme bankenlandschap blijft, kan een indirecte rem op geldschepping vormen, zoals dat bijvoorbeeld in de jaren zestig en zeventig het geval was (zie hoofdstuk 3). Meer diversiteit in het bankenlandschap zou helpen. Het publiekgeldsysteem kan hierbij als voorbeeld dienen; in dit voorstel wordt een andere structuur van de sector gekoppeld aan het beperken van excessieve schuldengroei. Ook zonder volledig over te gaan op dit systeem kan deze oplossingsrichting navolging krijgen. Twee recente voorstellen springen daarbij met name in het oog: (1) de invoering van digitaal centralebankgeld; en (2) de oprichting van een bank die zich primair toelegt op betalen en sparen.

Sinds een aantal jaren wordt er gesproken over de vraag of de centrale bank burgers en bedrijven de mogelijkheid zou moeten bieden om bij de centrale bank een betaalrekening aan te houden (Bardearr en Kumhof 2016; BIS 2018; Bordo en Levin 2017; Broadbent 2016; Fung en Halaburda 2016; Mersch 2017; Ordoñez 2018; Skingsley 2016). In het debat wordt gesproken over Central Bank Digital Currency (CBDC): digitaal centralebankgeld. In het huidige systeem hebben alleen commerciële banken en een aantal andere financiële instellingen toegang tot een digitale rekening bij de centrale bank. Omdat deze tegoeden niet meetellen voor de maatschappelijke geldhoeveelheid, wordt hierbij gesproken over centralebankreserves en niet over centralebankgeld. Burgers en bedrijven hebben toegang tot centralebankgeld in de vorm van contanten (munten en bankbiljetten). Voor digitaal geld zijn ze echter aangewezen op banken. De vraag is of er een digitaal, publiek betaalmiddel moet worden ontwikkeld.

Dit zou burgers, bedrijven en andere financiële instellingen de mogelijkheid bieden om direct bij de centrale bank te sparen en betalingen te doen. Het zou een veilig en publiek alternatief kunnen vormen voor betaaltoegoeden bij commerciële banken. Voor zover het georganiseerd kan worden als relatief eigenstandig betaalsysteem, zou het ook kunnen fungeren als achtervang voor het private betalingsverkeer in het geval van verstoringen (Sveriges Riksbank 2017). Het debat over digitaal centralebankgeld is relatief nieuw. Tegelijkertijd bestaat er al heel lang de

mogelijkheid om centralebankgeld aan te houden. Natuurlijk als contant geld, maar voorheen waren er meer partijen dan alleen de banken die een rekening hadden bij DNB.

De belangrijkste discussie spitst zich toe op financiële stabiliteit. In het huidige systeem kunnen burgers hun girale banktegoeden ofwel omzetten in contanten, ofwel overschrijven naar een andere bank. Met de invoering van digitaal centralebankgeld zou dit geld ook overgemaakt kunnen worden naar de centrale bank. Dit leidt tot de vrees dat het de instabiliteit zou versterken omdat burgers bij een lichte paniek, massaal hun tegoeden over zouden kunnen schrijven naar de centrale bank. Daarmee creëert het de mogelijkheid voor een bankrun op het *gehele* commerciële bankwezen, in plaats van op een individuele bank (Danmarks Nationalbank 2017). Linksom of rechtsom zal dit dan betekenen dat de centrale bank de commerciële banken te hulp moet schieten, waarmee de *lender of last resort*-functie van centrale banken flink wordt uitgebreid (zie bijv. BIS 2018).

Aan de andere kant zijn er ook geluiden te horen die deze zorgen nuanceren. Zo bestaat er de optie om de inwisselbaarheid van banktegoeden in digitaal centralebankgeld te limiteren en om het toegestane bedrag op de centralebankrekening te maximaleren (Kumhof en Noone 2018). Ook zou het depositogarantiestelsel, net als nu, bankruns ontmoedigen. Daarnaast zorgt digitaal publiek geld voor meer diversiteit in het financiële systeem, wat juist de totstandkoming van systeemrisico's kan remmen. Wanneer er naast contant geld een volwaardig alternatief voor bancaire tegoeden is, zou dit een sterkere rem op geldschepping kunnen vormen dan ons huidige homogene stelsel. In hoofdstuk 4 stipten wij al aan dat de voorlopers van de Postbank (de PCGD en de Rijkspostspaarbank) decennialang een dergelijke functie hebben vervuld (zie ook Peekel en Veluwenkamp 1984). Kortom, het is mogelijk dat de diversiteit die digitaal centralebankgeld introduceert ook een disciplinerende functie heeft op banken. Ten slotte zegt het feit dat een veilige haven het huidige systeem kan destabiliseren minstens even veel over weeffouten in het huidige systeem als over digitaal centralebankgeld. De voorlopers van de Postbank zorgden immers ook niet voor instabiliteit. Weliswaar kostte het overboeken toen meer tijd, maar dat is slechts een gradueel verschil.

Een minder ingrijpende, maar in de praktijk vergelijkbare variant zou zijn om vergunningen te verlenen aan banken die als bezittingen enkel centralebankreserves hebben. Op zo'n manier zouden burgers op een indirecte manier toegang hebben tot 'veilig' geld. Juist omdat het sterk lijkt op digitaal centralebankgeld speelt ook hier het vraagstuk van financiële stabiliteit een rol. Het biedt immers ook een veilige haven voor banktegoeden en zou daarmee het risico op een systemische bankrun kunnen vergroten. Net als voor digitaal centralebankgeld geldt echter evenzeer dat de grotere diversiteit in de sector ook positieve effecten kan hebben op stabili-

teit. In Nederland heeft Stichting Full Reserve een concreet voorstel voor een depositobank ingediend, maar dit heeft vooralsnog niet geleid tot het oprichten van een dergelijke bank (zie box 7.4).

#### **Box 7.4      Discussie over een depositobank**

In Nederland heeft de Stichting Full Reserve het initiatief genomen voor een depositobank. Het debat hierover stond echter niet zozeer in het teken van minder volatiele kredietverlening. Volgens de initiatiefnemers is het een manier om te zorgen dat “het nemen van risico een keuze wordt.” De stichting ziet dit als belangrijke opstap om het depositogarantiestelsel “af te kunnen bouwen en op termijn zelfs af te kunnen schaffen”, zodat we kunnen komen tot een situatie waarin “kredietverleners weer mogen omvallen zonder dat het betalingsverkeer stilvalt” (Stichting Full Reserve 2018). Vooralsnog is deze depositobank er niet gekomen.

De Stichting Full Reserve heeft een bankvergunning aangevraagd voor een depositobank, dat wil zeggen een bank die alleen centralebankreserves aanhoudt als bezittingen. Het idee was dat burgers hiermee een veilige optie zouden hebben voor betalen en sparen. Volgens de minister van Financiën was het echter niet mogelijk om deze bank een vergunning te geven. De discussie spitste zich met name toe op de deelname aan het depositogarantiestelsel.

De Stichting Full Reserve wilde dat de depositobank toegang zou hebben tot TARGET2, het onderlinge betaalsysteem van banken en de centrale bank. Toegang tot TARGET2 is immers nodig om het directe betalingsverkeer tussen rekeninghouders van de beoogde depositobank en andere banken te kunnen regelen. Volgens de minister was het echter niet mogelijk om toegang te krijgen tot TARGET2 zonder deel te nemen aan het depositogarantiestelsel.<sup>5</sup> De Stichting Full Reserve vond echter niet dat de depositobank zou moeten opdraaien voor de risicovollere activiteiten van andere banken (het depositogarantiestelsel is immers een onderlinge verzekering). De depositobank zou dan in de problemen komen wanneer andere banken omvallen. De depositobank loopt echter geen financieel risico, alleen een operationeel risico. Andere oplossingen om dit risico te dekken, zoals het verzekeren van de tegoeden via een private verzekeraar, werden niet geaccepteerd.

Om dit probleem te omzeilen stelde DNB voor om de depositobank als geldmarktfonds te organiseren, waardoor zij niet hoefde mee te doen aan het depositogarantiestelsel.<sup>6</sup> Voor de initiatiefnemers was dit echter ook geen optie, aangezien dit zou betekenen dat het zou zijn buitengesloten van het betalingsverkeer. Een geldmarktfonds heeft namelijk geen toegang tot het TARGET2-systeem. Deze obstakels hebben uiteindelijk geleid tot het vastlopen van het plan.

De structuur van de sector is dus een onderdeel van het in toom houden van de geld- en kredietgroei dat relatief weinig aandacht heeft gekregen. Er is wel aandacht geweest voor het belang van meer diversiteit (zie bijv. DNB 2015c; Ministerie van

Financiën 2016a), maar de resultaten zijn beperkt. De concentratie in het bankwezen is sinds de crisis enkel verder toegenomen. Het aandeel van de drie grote banken nam toe van 71% in 2006 naar 75% in 2016 (gemeten naar balansomvang). Het aandeel van de vijf grootste banken nam toe van 84% naar 89% (Committee on the Global Financial System 2018). Nieuwe toezichteisen hebben eraan bijgedragen dat de Rabobank ervoor heeft gekozen om te centraliseren: de lokale banken hebben niet meer een eigen bankvergunning. Ook in dat opzicht is de diversiteit eerder afgenomen dan toegenomen (Sanders en Zhang 2018).

### 7.1.3 **KLAAR VOOR DE VOLGENDE FINANCIËLE CRISIS**

Naast het belang van een evenwichtige groei van de dubbele spiraal van geld en schuld, is het ook belangrijk om een scherpe val naar beneden te voorkomen. De eerste stap is te voorkomen dat een schok direct een crisis wordt. Hiervoor is aanscherping van het banktoezicht van groot belang geweest. Als er dan toch een crisis is ontstaan, is het van belang om te zorgen dat geld en krediet niet verder in een neerwaartse spiraal raken. Daarom bespreken we hoe om te gaan met probleembanken en wat de mogelijkheden zijn voor monetair beleid.

#### ***Aanscherping banktoezicht***

De afgelopen decennia is bankregulering en -toezicht de dominante methode om publieke belangen te borgen. Sinds de crisis zijn de eisen op dit gebied aangescherpt. Met het Bazel III-akkoord (2010) en de implementatie daarvan in Europese wet- en regelgeving zijn kapitaaleisen strenger geworden. Ook zijn er liquiditeitsregels geïntroduceerd.

Kapitaaleisen zijn op verschillende manieren versterkt. Allereerst zijn de eisen voor de risicogewogen kapitaalratio verhoogd. Hierbij worden de bancaire bezittingen gewogen naar de risico's die zij met zich meebrengen. Banken hadden op dit terrein relatief veel vrijheid. Omdat de crisis de tekortkomingen hiervan liet zien, hebben beleidsmakers recent verdere aanpassingen gedaan aan de kapitaaleisen. Banken krijgen op het gebied van risicoweging stapsgewijs minder bewegingsruimte. Deze laatste set wijzigingen moeten overigens nog wel worden geïmplementeerd in Europa. Een andere wijze waarop kapitaaleisen zijn versterkt, is de introductie van een ongewogen kapitaaleis (hefboomratio). Het kapitaal van banken moet ten minste 3% van de totale omvang van de balans zijn. Dit als achtervang voor de risicogewogen kapitaalratio, maar niet ter vervanging ervan. Ook deze eis moet nog in Europa worden geïmplementeerd. In Nederland is de huidige eis 4% voor systeembanken; in de kabinetsplannen wordt deze gelijkgetrokken met het af te spreken EU-niveau.

Naast kapitaalregels zijn liquiditeitsregels ook een manier om de kans op bancaire problemen te verkleinen. Deze regels moeten eraan bijdragen dat banken voldoende liquide bezittingen en stabiele financieringsbronnen hebben, om zo de

kans op financieringsproblemen te minimaliseren. Tot aan de crisis van 2007-2009 werd beleid op dit gebied op nationaal niveau ontwikkeld, maar het was in vergelijking met kapitaalregulering van marginaal belang. De crisis toonde aan dat dit een blinde vlek was. Bazel III introduceerde dan ook liquiditeitsregels. De *Liquidity Coverage Ratio* (LCR) bepaalt dat banken genoeg liquide bezittingen moeten hebben om met kortetermijnstress om te kunnen gaan. De *Net Stable Funding Ratio* (NSFR) bepaalt dat banken adequate financieringsbronnen moeten hebben voor langlopende verplichtingen.

Hoewel dit stappen in de goede richting zijn, moeten we de aard van deze veranderingen toch ook weer niet overschatten. Risicoweging speelt nog steeds een dominante rol in kapitaaleisen, maar risicomodellen geven juist in een hausse aan dat risico's laag zijn (Carmassi en Micossi 2012; Danielsson et al. 2012). Dit zorgt voor het gevaar dat juist wanneer banken eigen vermogen nodig hebben om schokken op te vangen zij hier niet over beschikken. De hefboomratio is in dat opzicht een verbetering, maar volgens velen is een minimum van 3% te laag om klappen op te vangen (zie bijv. Admati et al. 2010; Admati en Hellwig 2013; Wolf 2017; Benink 2018). Ook hebben liquiditeitseisen in de praktijk nog weinig betekenis. De LCR is sinds de presentatie in 2010 eerst door het Bazelse Comité zelf versoepeld in 2013 en vervolgens in een nog iets soepelere vorm geïmplementeerd in de EU. Dit alles uit vrees dat het banken anders te hard zou raken (Stellinga en Mügge 2017). Ditzelfde geldt voor de NSFR, die overigens ook nog steeds niet is ingevoerd in de EU, met name omdat beleidsmakers vreesden dat deze eis het economisch herstel zou belemmeren.

### **Problembanken**

Tijdens de crisis bleek dat de beleidskaders voor de omgang met problembanken ontoereikend waren; er waren niet of nauwelijks noodplannen, het was onduidelijk welke instanties waarvoor verantwoordelijk waren (zeker bij grensoverschrijdende banken) en welke bevoegdheden zij hadden (zie Commissie De Wit II 2012; De Larosière 2009). Ook werden nauwelijks andere mogelijkheden gezien dan banken te nationaliseren, hen grote leningen te verstrekken of een groot deel van de aandelen te kopen, waarbij feitelijk de belastingbetalers opdraaiden voor een groot deel van de kosten.

Sindsdien is veel veranderd. Allereerst zijn banken verplicht om een herstelplan op te stellen. Het idee hierachter is dat een bank permanent een plan moet hebben klaarliggen hoe zij, in geval van problemen, deze kan aanpakken. De bank moet hierin verschillende herstelopties beschrijven die haar in staat stelt om de problemen te lijf te gaan. Het gaat bijvoorbeeld om de mogelijkheid tot herkapitaliseren, toegang tot noodfinanciering, of de verkoop van bezittingen of specifieke onderdelen van het bedrijf.

Dit herstelplan maakt onderdeel uit van een breder beleidskader om met probleembanken om te gaan. Sinds 2015 is het Europese Single Resolution Mechanism (SRM of gemeenschappelijk afwikkelmechanisme) van kracht, een onderdeel van de Bankenunie. Dit kader bepaalt de verschillende opties die toezichthouders hebben als een bank in solvabiliteitsproblemen komt. Het bestaat uit de nationale resolutieautoriteiten (in Nederland: DNB) en een Europees orgaan, de Single Resolution Board (SRB), die een leidende rol heeft bij banken die bij de ECB onder toezicht staan.

Deze autoriteiten maken voor iedere bank een resolutieplan. Resolutie betekent “het op een gecontroleerde en zorgvuldige manier afwickelen van een bank die dreigt om te vallen” (DNB 2018b). Zij hebben hierbij verschillende opties: ze kunnen (1) verliezen neerleggen bij aandeelhouders en schuldeisers (*bail-in*); (2) onderdelen van de bank verkopen, zonder goedkeuring van aandeelhouders; (3) de essentiële onderdelen van een bank overdragen aan een publieke ‘brugbank’, waarbij de slechte delen failliet gaan; en (4) de slechte onderdelen overdragen aan een apart vehikel (een *bad bank*) en die daarna stapsgewijs liquideren. De autoriteit kan er echter ook voor kiezen om de bank als geheel failliet te laten gaan (DNB 2018b).

Dit gemeenschappelijk afwikkelmechanisme is een belangrijke stap voorwaarts. Tegelijkertijd is het in de praktijk nog nauwelijks getest. Van de *bail-in* moeten we geen overdreven verwachtingen hebben in het geval van een omvangrijke crisis. Het kan voor een individuele bank of een aantal kleine banken werken, maar of het ook werkt ten tijde van een systeemcrisis is zeer de vraag.

Naast tekortkomingen op het gebied van het opvangen van de klap is ook gebleken dat problemen een zeer lange nasleep kunnen hebben. Na de crisis is in bepaalde EU-landen zeer terughoudend omgegaan met het erkennen van probleemleningen. Feitelijk hadden veel banken kapitaalinjecties nodig om hun financiële posities te versterken. Er zijn goede redenen om terughoudend te zijn met het afschrijven van leningen: het is goed mogelijk dat de economie weer zal opbloeien en de probleemleningen daarmee worden teruggedrongen.<sup>7</sup> Het afschrijven van probleemleningen leidt tot verliezen voor de bank en dus een verslechtering van de eigenvermogenspositie. Wanneer er dus geen gelijktijdig plan is voor herkapitalisatie kan het voortijdig afschrijven van leningen de crisis verergeren.

Uitstel kan ook het karakter krijgen van ‘doormodderen’, een al te afwachtende houding bemoeilijkt juist het herstel. Wanneer probleemleningen op de bankbalans blijven staan, blijven banken financieel ongezond, wat de neerwaartse spiraal kan versterken. Om dit te voorkomen is er een plan voor herkapitalisatie nodig. Wanneer herkapitalisatie plaatsvindt door ingehouden winsten, duurt dit altijd langer dan herkapitalisatie door nieuwe aandelen. Bestaande aandeelhouders zullen zich daar echter tegen verzetten. In Amerika zijn beleidsmakers in dit

opzicht voortvarend te werk gegaan, door tijdens de crisis van banken te eisen dat zij zich zouden herkapitaliseren, met de overheid als achtervang, mochten ze niet genoeg kapitaal ophalen. Amerikaanse banken verbeterden daarmee sneller hun financiële positie en gaven weer sneller krediet. In Europa zijn beleidsmakers veel terughoudender geweest, met volgens experts als gevolg dat herstel veel langer op zich heeft laten wachten (cf. *The Economist* 2017). De *bail-in*-regels zorgen ervoor dat banken in geval van problemen geherkapitaliseerd worden. Deze regels zijn echter gericht op problemen van individuele banken. Op dit moment voorzien Europese regels niet in de mogelijkheid om tijdens een crisis een groep banken – ook de banken die niet in acute problemen zijn – te dwingen tot herkapitalisatie.

### **Monetair beleid in een volgende crisis**

De eerste stap van centrale banken na de financiële crisis was het ondersteunen van vitale markten en het verlagen van de rente. In de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk werd er vrij direct gegrepen naar het instrument van kwantitatieve verruiming, waar Japan al langer ervaring mee had. Bij kwantitatieve verruiming koopt de centrale bank staats- en bedrijfsobligaties uit de markt. Na de eurocrisis heeft de Europese Centrale Bank vanaf 2015, toen het gevaar op deflatie als reëel werd ingeschat, ook voor dit instrument gekozen. In combinatie met de lage (zelfs negatieve) rente werd zo gepoogd om het aangaan van leningen te stimuleren, in de hoop dat dit de economie aanzwengelde en de inflatie op een gewenst niveau kwam. Het monetaire beleid is hiermee op zeer onbekend terrein gekomen, waarbij de vraag is wat de weg vooruit is en welke mogelijkheden de centrale bank nog heeft om een volgende crisis te bestrijden.

Daarnaast is een cruciale vraag welke instrumenten overheden bij de volgende crisis nog hebben om de economie uit het dal te trekken. Publieke schulden van veel overheden zijn ook zeer hoog. Juist bij een volgende crisis zouden nog hogere publieke schulden wantrouwen kunnen creëren bij investeerders, wat weer tot een nieuwe schulden crisis kan leiden. Welke bewegingsruimte hebben overheden dan nog (Reid et al. 2017; BIS 2015: 22)?

Publieke geldschepping door monetaire financiering kan een antwoord zijn op deze kwestie (zie bijv. Turner 2015). Bij monetaire financiering creëert de centrale bank nieuw geld zonder dat hier een schuldcontract tegenover staat. Er zijn verschillende manieren om dit geld in de economie te brengen. Het kan via overheidsuitgaven of de centrale bank kan direct geld overmaken aan burgers ('helikoptergeld'). Binnen het publiek geldsysteem is monetaire financiering de standaardmanier waarop nieuw geld gecreëerd wordt. De vraag is of het in het huidige systeem in geval van nood een optie zou kunnen zijn.

Het belangrijkste bezwaar hiertegen is dat het uit de hand kan lopen, met in het slechtste geval hyperinflatie tot gevolg (zie het vorige hoofdstuk). Bovendien kan de optie van monetaire financiering ertoe leiden dat overheden minder geneigd zullen zijn de overheidsuitgaven te beheersen. Daarnaast is het de vraag of we bij een volgende crisis daadwerkelijk al naar deze noodmaatregel moeten grijpen: sommige overheden, waaronder Nederland en Duitsland, staan er wat betreft budgettair beleid op dit moment goed voor. Deze landen hebben de mogelijkheid voor een ruimhartig anticyclisch budgettair beleid in een volgende crisis.

Hoewel monetaire financiering van overheidsuitgaven vandaag de dag niet veel wordt toegepast, is het in het verleden vaak genoeg ingezet, ook door westerse landen. Daarbij is de historische ervaring niet zo eenduidig als tegenstanders willen doen geloven; hoewel het volstrekt uit de hand kan lopen, is het ook vaak goed gegaan (zie Saravelos et al. 2016; Ryan-Collins 2015). Bovendien heeft het beleid van kwantitatieve verruiming volgens sommigen al karakteristieken van monetaire financiering, zeker wanneer de ECB nagenoeg direct nieuw uitgegeven staatsobligaties opkoopt en het niet duidelijk is of zij deze uiteindelijk zal verkopen.

Monetaire financiering is momenteel verboden binnen Europa in het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie (art. 123 VwEU). Over het algemeen wordt dan ook aangenomen dat voor monetaire financiering een aanpassing van dit verdrag nodig is. Saravelos et al. (2016) beargumenteren echter dat monetaire financiering via *overheidsuitgaven* dan wel verboden is binnen de EU, maar dat het onduidelijk is of dit ook geldt wanneer de ECB ervoor zou kiezen om nieuw gecreëerd geld direct naar burgers over te maken (helikoptergeld).

#### 7.1.4 TUSSENCONCLUSIE

Het belangrijkste initiatief na de crisis om schuldengroei in betere banen te leiden is macroprudentieel beleid. Daarnaast zijn er kleine stappen gezet op het gebied van het wegnemen van fiscale prikkels. Toch is de totale omvang van private schulden als percentage van het bbp niet lager dan voor de crisis (zie figuur 4.3).

Er dus geen sprake geweest van een structurele verlaging van schulden, ondanks de genomen beleidsmaatregelen. Het is onzeker of het macroprudentieel instrumentarium op kan tegen de krachten die schuldengroei juist stimuleren. Het gaat hier zowel om de (fiscale) prikkels, de structuur van de sector als de stimulans voor schulden die uitgaat van het monetaire (en in mindere mate microprudentiële) beleid.



## 7.2 BALANS TUSSEN PUBLIEKE EN PRIVATE BELANGEN

De tweede grote uitdaging is een herstel van de balans tussen publieke en private belangen. Zoals we in hoofdstuk 4 bespraken zijn er in de financiële sector belangrijke publieke belangen in het geding. De betaalinfrastructuur heeft karakteristieken van een publiek goed en kredietverlening kent significante positieve en negatieve externe effecten. Wanneer deze zaken in gevaar komen, kan dit de samenleving behoorlijk ontwrichten. Het feit dat het gaat om zaken van publiek belang, impliceert dat overheden zich deze zaken aantrekken. Dat wil uiteraard niet zeggen dat de overheid de uitvoering van deze diensten helemaal zelf ter hand moet nemen. Bij tal van diensten van publiek belang, zoals energie, voedselvoorziening en de gezondheidszorg spelen (formeel) private partijen een belangrijke rol in de behartiging van de publieke belangen (WRR 2000; WRR 2012; WRR 2013). In de financiële sector geldt in het bijzonder dat het een samenspel is van publiek en private spelers.

In de afgelopen decennia is deze verhouding tussen publiek en privaat echter flink gewijzigd. Vijftig jaar geleden was de functie van betalen en sparen in Nederland vooral een ‘publieke’ aangelegenheid: mensen gebruikten nog voor zeer veel betalingen contant geld en voor digitale betalingen konden zij terecht bij (de voorlopers van) de Postbank, die publiek eigendom was. Financiering was daarentegen weer meer een private aangelegenheid, al had ook hier de overheid een belangrijke rol middels publieke investeringsbanken. Sindsdien zijn commerciële banken zich veel meer gaan richten op huishoudens en zijn de publieke banken geprivatiseerd. Door de giralisering van geld is de samenleving voor betalen en sparen tegenwoordig in belangrijke mate aangewezen op private banken.

De financiële crisis deed ons realiseren hoezeer wij als samenleving afhankelijk zijn geworden van financiële instellingen, in het bijzonder de grote banken. Doordat hun functioneren direct effect heeft op belangrijke publieke functies, bleken in deze banken publieke en private belangen stevig vervlochten te zijn. Banken kunnen niet als puur private instellingen worden beschouwd. Deze publieke dimensie kwam laatst weer naar voren in de discussie omtrent de beoogde salarisverhoging van de ING-topman. Banken hebben volgens minister-president Rutte niet dezelfde vrijheid als andere bedrijven om de beloning van de topman vast te stellen, omdat het een soort “semioverheidsinstellingen” zijn (NRC 9 maart 2018).

Sinds de crisis is op een aantal manieren gewerkt aan een beter evenwicht tussen publieke en private belangen. Allereerst is geprobeerd om een betere grens te trekken tussen publiek en privaat. Ten tweede is gepoogd om publieke belangen een betere plek te geven binnen de sector.

### 7.2.1 EEN BETERE GRENS TUSSEN PUBLIEK EN PRIVAAT

Allereerst is geprobeerd om een beter evenwicht te bereiken door een betere afbakening tussen publiek en privaat. Sinds de crisis is nagedacht of de meer publieke activiteiten van banken konden worden afgescheiden van de meer private. Ook is op verschillende manieren geprobeerd om de publieke garantie voor de financiële sector te beperken.

#### **Omheining van publieke activiteiten**

Na de crisis is veel aandacht geweest voor de vraag of de publieke activiteiten van een bank niet beter afgescheiden zouden moeten worden van de meer private of risicovolle activiteiten. Een veelgehoord geluid was dat grote banken door het ont-plooien van bepaalde risicovolle activiteiten, zoals handel in complexe financiële instrumenten, de ‘publieke functies’ van banken in gevaar hadden gebracht. Bovendien waren instellingen zo groot en complex dat overheden zich genoodzaakt zagen om de *hele* bank te redden om zo de publieke functies veilig te stellen. Een duidelijke scheiding van verschillende activiteiten zou er dus voor kunnen zorgen dat publieke activiteiten beter beschermd zijn, en dat overheden niet een hele bank (inclusief activiteiten die verder afstaan van de publieke functies van het bankwezen) behoeven te redden in geval van een crisis.

Uiteenlopende voorstellen, al dan niet geïmplementeerd, zijn gedaan om een dergelijke scheiding in te voeren (zie bijvoorbeeld Commissie De Wit 2010, 2012; Vickers Report 2011; Liikanen Report 2012; Commissie Wijffels 2013). Hoe een dergelijke scheiding er precies uit zou moeten zien, verschilde per voorstel. Grofweg waren er twee opties, die eventueel gecombineerd konden worden: (1) banken die ook nutsfuncties vervullen verbieden om bepaalde risicovolle activiteiten te ondernemen en (2) banken verplichten om bepaalde activiteiten binnen de bank te ‘omheinen’. Bij het omheinen wordt het een bank niet verboden om bepaalde activiteiten te ont-plooien, maar moet deze ervoor zorgen dat specifieke bedrijfsonderdelen op een zelfstandige basis opereren en dus niet vermengd worden met andere onderdelen.

De Verenigde Staten kozen voor de eerste optie: de Volcker Rule (in 2012 aangenomen en stapsgewijs ingevoerd) bepaalt dat banken die betaal- en spaartegoeden aanbieden bepaalde activiteiten niet mogen ondernemen, zoals voor eigen rekening (en niet in opdracht van klanten) handelen in risicovolle financiële producten. In het Verenigd Koninkrijk moeten banken vanaf 2019 hun binnenlandse retail-activiteiten ‘omheinen’ zodat ze op eigenstandige basis kunnen opereren; andere activiteiten dienen daarbuiten te vallen (Vickers Rule). In de EU heeft de Europese Commissie een plan gepresenteerd om juist bepaalde handelsactiviteiten apart te zetten, op advies van de Commissie Liikanen (2012), in combinatie met een variatie op de Amerikaanse Volcker Rule. Dit plan is echter door de Europese Commissie (2017) teruggetrokken.

Ook in Nederland zijn geen scheidingsmaatregelen doorgevoerd. Er zijn wel maatschappelijke en politieke debatten over gevoerd. De Commissie De Wit (2010: 18-19) bepleitte het afschermen van de 'nutsbankactiviteiten' (betalen, sparen en lenen) van de meer speculatieve activiteiten, door middel van een omheining. Het kabinet vond een dergelijke scheiding echter niet alleen moeilijk te realiseren, maar stelde dat het ook negatieve gevolgen zou hebben voor de Nederlandse economie (Ministerie van Financiën 2010: § 2.12). Omdat de maatschappelijke discussie hierover bleef aanhouden, besloot het kabinet om een aparte commissie in te stellen om te onderzoeken of structuurmaatregelen nodig zijn. Die commissie (onder leiding van Herman Wijffels) stelde voor het Liikanen-voorstel te volgen wat betreft het 'omheinen' van handelsactiviteiten en indien nodig ook banken te verbieden om te handelen voor eigen rekening (Commissie-Structuur Nederlandse Banken 2013: 24-25). Het kabinet besloot echter om Europese regelgeving af te wachten (Ministerie van Financiën 2014). Die Europese regelgeving kwam er zoals gezegd niet.

### **Publieke garantie verkleinen**

Zoals beschreven in hoofdstuk 4 leidde het besef tijdens de crisis dat de overheid impliciet garant staat voor de grote banken tot veel verontwaardiging. De omvang van de publieke garantie was een schok voor veel mensen. Na de crisis is geprobeerd iets te doen aan deze garanties. Zoals in paragraaf 7.1 al is aangegeven, hebben Europese beleidsmakers werk gemaakt van het optuigen van een beleidskader om een beter antwoord te hebben op falende banken. Met het herstel- en resolutie- raamwerk en een nieuw opgerichte Europese autoriteit hopen beleidsmakers effectiever te kunnen optreden als een bank in problemen komt. Daarnaast hebben beleidsmakers geprobeerd de publieke garantie te verkleinen door professionele investeerders van banken meer risico te laten lopen en door banken vooraf een bijdrage te laten leveren aan het depositogarantiestelsel.

De belangrijkste manier om professionele investeerders meer te laten bijdragen in geval van crisis is via de *bail-in*. In het geval dat een bank in de problemen komt, moeten in eerste instantie de aandeelhouders, obligatiehouders en andere schuldeisers (voor zover zij niet onder het depositogarantiestelsel vallen) voor de kosten opdraaien. De hoop is dat dit alles zowel de publieke kosten van het redden van probleembanken vermindert, als dat het leidt tot minder risicovol gedrag bij de banken.

Hoewel deze maatregel goed te begrijpen is, moeten we er geen overdreven hoge verwachtingen van hebben. Vooral in het geval van een systeemcrisis, of wanneer een systeembank in de problemen komt, kan een *bail-in* namelijk paniek versterken. Dit kan averechts werken en de crisis verder verergeren (Turner 2015: 173). Vooral in zo'n geval zal het toch nodig blijken dat de overheid paraat staat om in te grijpen en garanties te bieden.

Ook op het gebied van het depositogarantiestelsel zijn wijzigingen doorgevoerd. Hoewel het depositogarantiestelsel in eerste instantie een vangnet tussen banken onderling is, wordt het publiek afgedwongen en zal de overheid in geval van nood ook moeten bijspringen. Tijdens de crisis hebben Europese landen het gegarandeerde bedrag verhoogd naar €100.000. Tegelijkertijd is de financiering veranderd. Voorheen moesten banken bijdragen op het moment dat er een bank omviel. In 2015 is een fonds gekomen dat vooraf moet worden gevuld door de banken. In 2024 moet dit fonds een grootte hebben van 0,8 procent van alle gegarandeerde tegoeden (DNB 2015a). De verplichte bijdrage van de bank hangt voor een deel af van het risicoprofiel van deze bank. De omvang van dit fonds is niet voldoende om de gegarandeerde tegoeden direct terug te betalen bij het omvallen van een van de grote Nederlandse banken. In dat geval zal de Nederlandse overheid voorfinancieren. Tegelijkertijd is de vraag hoe relevant het depositogarantiestelsel überhaupt is voor de grote banken. Als een systeembank dreigt om te vallen wordt niet het depositogarantiestelsel in werking gesteld, maar wordt naar een oplossing voor de hele bank gezocht.

### **7.2.2 EEN BETERE VERTEGENWOORDIGING VAN PUBLIEK IN PRIVAAT**

Scheiding tussen publiek en privaat is één manier om na te denken over een beter evenwicht tussen publieke en private belangen. Een andere manier is om te zorgen voor een betere vertegenwoordiging van de publieke dimensie in de sector.

#### ***Versterken bewustzijn van publieke taak***

Na de crisis zijn ook stappen ondernomen om binnen banken zelf tot een betere balans tussen publieke en private belangen te komen. Middels een bankierseed, een maatschappelijk statuut voor banken en beloningsregels is geprobeerd binnen de sector het bewustzijn van het publieke karakter van banken te versterken.

Financieel medewerkers in de sector dienen een eed of belofte af te leggen. Deze was eerst opgenomen in de Code Banken (NVB 2009), een code die banken op basis van het 'pas-toe-of-leg-uitprincipe' implementeerden na de crisis. Deze code is een aantal jaren later verankerd in de Wet Financieel Toezicht en is daarbij uitgebreid naar de gehele financiële sector (al wordt wel nog steeds gesproken over de 'bankierseed'). De eed moet worden afgelegd door alle bestuurders, commissarissen, medewerkers met klantcontact en medewerkers die veel invloed kunnen uitoefenen op het functioneren van de instelling. Met de eed belooft de betreffende persoon om integer te handelen, de belangen van verschillende belanghebbenden mee te wegen bij besluiten en daarbij het klantbelang centraal te stellen. Aan de eed zijn ook tuchtrechtelijke consequenties verbonden.

De Code Banken maakt deel uit van een breder pakket van zaken waarmee de bankensector wil werken aan haar maatschappelijke rol. Zij hebben ook gedragsregels verbonden aan de bankierseed en een maatschappelijk statuut opgesteld.

Met het statuut stelt de bankensector zichzelf ten doel om dienstbaar, stabiel en betrouwbaar te zijn en steeds een zorgvuldige afweging te maken tussen alle belanghebbenden van de bank. Ook op het niveau van individuele banken is er gewerkt aan een betere vertegenwoordiging van verschillende belangen (zie box 7.5).

### Box 7.5 Evenwicht tussen verschillende belanghebbenden

De Volksbank (voormalige SNS Bank) heeft bijvoorbeeld de interne afspraak dat bij besluiten niet alleen gekeken wordt naar het belang van de aandeelhouder, maar ook naar het belang van de klant, de maatschappij en de werknemer. In de balans tussen deze belangen wordt naar een oplossing gezocht. Dit heeft er bijvoorbeeld toe geleid dat de Volksbank minder snel dan voorheen deurwaarders en incassobureaus inschakelt bij wanbetaling. In eerste instantie wordt de klant door De Volksbank zelf benaderd: pas wanneer deze wel kan, maar niet wil betalen wordt er een deurwaarder ingeschakeld (De Volksbank 2017).

In aanvulling op deze stappen zijn ook beloningsregels geïntroduceerd, om zo excessieve vergoedingen en perverse prikkels tegen te gaan. Velen vonden het zeer onrechtvaardig dat de enorme bonussen die bankiers in goede tijden hadden opgestreken niet konden worden teruggevorderd toen het misging en overheden enorme kosten moesten maken om banken te redden. Daarnaast stelden critici dat de bonussen verkeerd gedrag beloonden, namelijk het verkiezen van kortetermijnwinsten boven langetermijnstabiliteit (bijv. Commissie De Wit 2010). De bonusregels die in Europa zijn geïntroduceerd regelen dat een bankbestuurder of medewerker met veel invloed niet meer dan 100% van diens jaarsalaris mag krijgen uitbetaald in bonussen. Ook kan geld worden teruggevorderd (*claw back*-regels) als blijkt dat de bonussen ten onrechte zijn uitgekeerd. Nederland hanteert strengere regels; de regeling geldt voor *alle* financieel medewerkers en de omvang van de bonus is vastgesteld op maximaal 20% van het jaarsalaris.

Op dit gebied zijn dus duidelijk stappen gezet. Cultuurveranderingen vinden evenwel niet van de ene op de andere dag plaats, deze maatregelen zullen zich dus over langere tijd moeten bewijzen. Een belangrijke vraag daarbij is of deze maatregelen genoeg tegenwicht kunnen bieden aan krachten binnen banken die juist leiden tot een puur commerciële gerichtheid (zie bijv. Luyendijk 2015 die ingaat op de situatie in het Verenigd Koninkrijk). De vraag is daarmee gerechtvaardigd of dit ook een andere organisatiestructuur bij banken vergt.

### **Positie van de burger**

Een andere manier waarop geprobeerd is banken meer publiek te verankeren, is via het creëren van meer tegengewicht. De crisis liet ook zien dat banken al tijdenlang betrekkelijk weinig tegenspel ondervonden bij hun handelen. Wat betreft hun bedrijfsvoering werd als belangrijk probleem gezien dat banken een enorme informatie- en kennisvoorsprong hadden ten opzichte van klanten, aandeelhouders en financiers.

Met name de positie van consumenten was zwak (Adviescommissie Toekomst Banken 2009): het pre-crisisbeleid had dan wel geregeld dat financiële instellingen genoeg en feitelijk juiste informatie moesten bieden, maar vaak verzandde dit in een informatieoverschot, waardoor de klant door de bomen het bos niet meer kon zien ('t Hart en Du Perron 2006). Ook bleek dat informatie alleen niet genoeg was; gedragswetenschappelijk onderzoek toonde aan dat klanten niet altijd handelen in overeenstemming met het veronderstelde rationele keuzemodel, waardoor zij soms te grote risico's nemen (Tiemeijer et al. 2009; WRR 2014).

Sindsdien zijn er beleidshervormingen geweest om de positie van de consument te versterken. Zo hebben banken sinds 2014 een wettelijke zorgplicht naar de klant toe.<sup>8</sup> Ook is de AFM bevoegd om erop toe te zien of het klantbelang voldoende wordt meegenomen bij de ontwikkeling van nieuwe financiële producten, om zo de consument beter te beschermen tegen risicovolle producten. Bovendien is de consumentenpositie versterkt door de totstandkoming van een klachtenloket. Naast deze ontwikkelingen heeft de overheid ook meer werk gemaakt van verplichte financiële voorlichting. Het in 2013 opgerichte 'Platform wijzer in geldzaken' wil verantwoord financieel gedrag in Nederland stimuleren door middel van betere voorlichting. Voor ondernemers is recent een vergelijkbaar initiatief ondernomen met de 'Nationale financieringswijzer' (WRR 2016: 199-200).

Toch zijn er ook nog zaken die de positie van de klant verzwakken. Zo zijn er geen standaardproducten ontwikkeld die klanten meer houvast zouden bieden bij het kiezen van welk product bij hen past. Ook is het voor rekeninghouders nog steeds ingewikkeld om van bank te wisselen, waarmee de exitoptie wordt belemmerd (zie box 7.6).

### **Box 7.6 Nummerportabiliteit voor rekeninghouders**

In heel Europa wordt gebruik gemaakt van een bepaalde rekeningnummersystematiek, het *International Bank Account Number* (IBAN), om zo internationale overboekingen te vereenvoudigen. Het nadeel van deze IBAN-systematiek is dat rekeningnummers daarmee direct gekoppeld zijn

aan banken. Nummerportabiliteit is dus niet mogelijk. Wanneer rekeninghouders van bank willen wisselen krijgen zij ook een nieuw rekeningnummer, wat ondanks overstapregelingen een drempel vormt.

Sinds jaar en dag wordt daarom gediscussieerd, ook binnen de Tweede Kamer, over manieren om binnen de IBAN-systematiek toch een vorm van nummerportabiliteit te organiseren. DNB heeft dit onderzocht, maar voorsnog is de conclusie dat dit moeilijk is. De reden is dat het vraagt om zeer veel technische aanpassingen op nationaal en Europees niveau: “Het lijkt technisch mogelijk om in de huidige infrastructuur overstappen met behoud van het NL IBAN te realiseren. Gelet op de verwachte complexiteit van de technische, operationele en procesmatige invoering en gevolgen voor banken en processors, ook buiten Nederland, is dit echter niet aan te raden” (DNB 2016c: 29). Toch heeft dit de discussie niet verstomd. In een Kamerdebat op 4 april 2018, naar aanleiding van de verhoging van de beloning van de bestuursvoorzitter van ING, werd een motie aangenomen om nummerportabiliteit te verankeren in de Bankwet. Minister Hoekstra deed de toezegging om verdere opties te onderzoeken (Handelingen II, 2017/18, 69, item 10, p. 37).

Een mogelijkheid zou kunnen zijn om zogenoemde *aliases* in het betalingsverkeer te gebruiken. Het Maatschappelijk Overleg Betalingsverkeer (MOB) heeft hier recent het volgende over gezegd: “Om het overstappen echt te kunnen bevorderen is een nieuw type alias nodig: een gestandaardiseerd, zelfcontroleerend nummer, dat bij voorkeur toebehoort aan consumenten en bedrijven en dat in heel het eurogebied [...] gebruikt kan worden. Gelet op de noodzaak om dit in Europees verband op te lossen, gaat het MOB deze bevindingen delen met de Europese Commissie als input voor de kosten-batenanalyse van Europese nummerportabiliteit die deze in 2019 gaat opzetten” (DNB 2018f).

Een betere exitoptie kan de positie van de burger ten opzichte van de bank versterken, maar betekent nog niet dat er ook echt een dialoog plaatsvindt tussen klant en bank. Daarvoor zou de klant op andere manieren betrokken moeten worden. Een interessante parallel is de discussie over de positie van de burger in het zorgstelsel (zie box 7.7).

### **Box 7.7      Positie van de burger in het zorgstelsel**

Het zorgstelsel is net als het monetair-financieel stelsel een stelsel met een gemengd publiek-privaat karakter. In het huidige zorgstelsel is de positie van de burger op een aantal manieren gewaarborgd, zowel ten opzichte van zorginstellingen als ten opzichte van zorgverzekeraars. Voor een aantal zorginstellingen geldt dat zij verplicht zijn een cliëntenraad in te stellen. Zorgverzekeraars zijn verplicht om in hun statuten waarborgen te bieden voor een redelijke mate van invloed van verzekerden op het beleid van de zorgverzekeraar (art. 28 lid 1 sub b Zvw).

Deze invloed werd niet genoeg geacht. Er zijn in 2014 twee moties aangenomen in de Tweede Kamer die vragen om meer invloed van verzekerden op zorgverzekeraars (Kamerstukken II, 2013-2014, 33 362, nr. 35; Kamerstukken I, 2013/14, 33362, nr. N). De Raad voor de Volksgezondheid en Zorg (2014) adviseerde in het rapport 'De stem van verzekerden' om de invloed van verzekerden op het beleid te vergroten, om de legitimiteit van zorgverzekeraars te versterken. In het regeerakkoord uit 2017 stond "De inspraak van verzekerden, patiënten en cliënten op het beleid van hun zorgverzekeraar respectievelijk zorgaanbieder wordt wettelijk vastgelegd."

Nu liggen er twee wetsvoorstellen voor die hier werk van maken. De nieuwe Wet medezeggenschap cliënten zorginstellingen (Wmcz 2018) stelt het instellen van een cliëntenraad voor alle zorginstellingen met meer dan tien zorgverleners verplicht, waar deze verplichting eerder alleen gold voor collectief gefinancierde zorginstellingen. En waar de oude wet een verzwaaard adviesrecht had voor besluiten die van extra groot belang zijn voor cliënten, kent de nieuwe wet ten aanzien van deze besluiten een instemmingsrecht (Kamerstukken II, 2017-2018, 34858, nr. 3).

Ook voor zorgverzekeraars ligt een wetsvoorstel voor dat de positie van verzekerden bij deze instellingen moet versterken (Wet verzekerdeninvloed Zvw). De regering acht het van belang dat de meningen en wensen van verzekerden meer centraal komen te staan in het beleid van de zorgverzekeraar (Kamerstukken II, 2017-2018, 34971, nr. 3). Daarvoor worden minimumeisen geformuleerd waaraan deze invloed moet voldoen. Dit enerzijds door de mogelijkheid van inspraak voor individuele verzekerden te verplichten. Anderzijds door het borgen van een permanente, adviserende verzekerdenvertegenwoordiging. Deze vertegenwoordiging kan de vorm aannemen van een ledenraad, maar het kan ook op een andere manier door de verzekeraar ingevuld worden.

Mensen hebben uiteraard niet alleen als klant maar ook als burger met de financiële sector te maken. De stem van de burger wordt in de eerste plaats vertolkt door het parlement. Sinds de crisis kan financiële regulering op veel meer aandacht rekenen. Volksvertegenwoordigers houden zich veel meer bezig met financiële wet- en regelgeving. Dat vergt uiteraard ook dat publieke organisaties zelf meer op de hoogte zijn van wat er speelt in de samenleving. In het Verenigd Koninkrijk is hier op een interessante manier invulling aan gegeven (zie box 7.8). Ten slotte is er meer aandacht gekomen voor het belang van 'waakhonden'. Zo is sinds de crisis bijvoorbeeld Finance Watch opgezet, een ngo die opereert als 'tegenlobby'.

### **Box 7.8 Burgers betrekken bij beleid**

Volgens Andrew Haldane, hoofdeconoom van de *Bank of England* (BoE), hebben centrale banken een *twin deficit problem*: er is bij burgers een gebrek aan begrip van economie en er is een tekort aan publiek vertrouwen. In maart 2018 kondigde de BoE daarom aan om regionale *citizen*



*panels* te starten om dit aan te pakken. Het doel is volgens Haldane om een gestructureerde en systematische dialoog te starten tussen de BoE en een panel van burgers over de economie, het financiële stelsel en monetair beleid. Het doel daarvan is niet alleen om burgers beter te informeren, maar ook van hen te leren. Hij spreekt van een “*two-way dialogue*”, omdat wetenschappelijk bewijs ook aantoonde dat er voordelen zijn aan het combineren van deskundige en niet-deskundige bronnen (Haldane 2018: 3). Deze stap om burgers actief te informeren en te raadplegen is onderdeel van een bredere aanpak om burgers meer te betrekken bij het beleid van de *Bank of England*. Ook een gelaagde communicatiestrategie, met als doel om in niet-economisch jargon met alle doelgroepen te kunnen communiceren, een landelijk educatieprogramma en regionale tournees vallen hieronder.

### 7.2.3 TUSSENCONCLUSIE

In Nederland is er uiteindelijk niet voor gekozen om een scheiding in de activiteiten van banken door te voeren. Ook op Europees niveau is een dergelijke maatregel niet doorgevoerd, al heeft een aantal individuele landen (waaronder het Verenigd Koninkrijk) wel stappen gezet op dit gebied. Overheden hebben werk gemaakt van het voorbereid zijn op een crisissituatie van banken. *Bail-in*-maatregelen die beogen de kosten van redding bij bepaalde financiers van de bank te leggen vormen hier een belangrijk onderdeel van. Het is echter onduidelijk hoe deze maatregelen zullen werken tijdens een grote crisis.

Het feit dat nutsfuncties binnen universele banken belegd zijn, impliceert dat zij daarmee feitelijk semipublieke instellingen zijn. Banken hebben zich dit sinds de crisis gerealiseerd, wat blijkt uit initiatieven als de Code Banken en de bankierseed. Het is onzeker of dergelijke initiatieven binnen het krachtenveld van de sector tot een daadwerkelijke verandering zullen leiden. Dat roept de vraag op of dit krachtenveld en de organisatie van banken niet meer aandacht behoeven. In het denken over een betere balans tussen publieke en private belangen, moet ook het perspectief van meer diversiteit en concurrentie niet uit het oog worden verloren.

## 7.3 CONCLUSIE

Om te komen tot een dienstbaarder, stabielere, rechtvaardiger en legitiemer monetair-financieel stelsel zijn er twee belangrijke uitdagingen: een evenwichtigere groei van geld en schuld en een betere balans tussen publieke en private belangen. In dit hoofdstuk hebben we gekeken in hoeverre er binnen het huidige systeem stappen op dit gebied zijn gezet en wat verdere mogelijkheden zijn, mede geïnspireerd door de plannen voor een publiek geldsysteem.

Op het gebied van een evenwichtige groei van geld en schuld geldt dat er wel maatregelen zijn genomen, maar dat deze tot nu toe niet sterk genoeg zijn geweest om de schuldenberg te verkleinen. Dit betekent dat er ook oog nodig is voor de prikkels, samenhang met andere beleidsterreinen en de structuur van de sector.

Op het gebied van meer evenwicht tussen publieke en private belangen is allereerst gekeken naar mogelijkheden om de publieke functie te scheiden van private functies. De pogingen om te komen tot een heldere grens zijn om diverse redenen gestrand. Omdat de nutsfuncties binnen grote universele banken zitten, betekent dit feitelijk dat deze banken semipublieke instellingen zijn geworden. Het is daarom extra van belang om te kijken naar hoe publieke belangen binnen deze instellingen worden geborgd. Hiervoor kan ook worden gekeken naar de organisatiestructuur van de bank.

## NOTEN

- 1 In een zestal landen uit de Europese Economische Ruimte wordt momenteel een anticyclische kapitaalbuffer ingezet. Per 1 augustus 2018 geldt een anticyclische kapitaalbuffer in: Noorwegen (2%), Zweden (2%), IJsland (1,25%), Tsjechië (1%), Slowakije (0,5%), Verenigd Koninkrijk (0,5%) (ESRB 2018).
- 2 De praktijk om consumptief krediet te gebruiken om als eigen vermogen in te brengen om zo te voldoen aan de LTV-ratio laat zien hoe lastig het is om met ratio's de schuldenberg te beteugelen (Bijlsma 2012).
- 3 In bijlage III vergelijken wij de effecten van de invoering van een renteplafond met de invoering van een aftrek voor eigen vermogen.
- 4 Overigens zorgt de huidige praktijk om een nulweging te geven aan staatsobligaties op bankbalansen voor andere risico's. Dit leidt ertoe dat landen waar het risico hoger is zich goedkoper kunnen financieren dan marktconform het geval zou zijn.
- 5 Brief van de minister van Financiën TK 32 013 Nr. 142.
- 6 Brief van de minister van Financiën TK 32 013 Nr. 131.
- 7 Bovendien kan het in de boeken afschrijven van een problemlening de positie van de bank verslechteren bij een faillissement van de schuldenaar.
- 8 Deze zorgplicht bestond overigens al langer in de jurisprudentie (De Vré 2014).

## 8 CONCLUSIES EN AANBEVELINGEN

Met de voorstelling ‘Door de bank genomen’ trok het theatergezelschap De Verleiders volle zalen. Stichting Ons Geld startte een burgerinitiatief om de mogelijkheid om geld te scheppen exclusief in handen van de overheid te leggen. Het initiatief werd door meer dan 120.000 mensen ondertekend en werd in de Tweede Kamer besproken. Een breed gesteunde motie verzocht de regering om de WRR te vragen onderzoek te doen naar het geldstelsel en de voor- en nadelen van alternatieve systemen van geldschepping.

Nederland is niet het enige land waar een dergelijke discussie speelt. Onder andere Martin Wolf (2014), columnist van de *Financial Times*, heeft voor een soortgelijke hervorming gepleit. Economen van het IMF en de Britse centrale bank doen er onderzoek naar en het IJslandse parlement heeft er een voorstel voor geschreven. In Zwitserland is er in juni 2018 een referendum gehouden over een vergelijkbaar voorstel, waarbij 24 procent van de uitgebrachte stemmen zich voor de invoering van een ‘Vollgeld-systeem’ uitsprak. Het is ook niet voor het eerst dat een dergelijk plan op tafel ligt. De recente voorstellen zijn een variatie op het Chicagoplan dat in de jaren dertig van de vorige eeuw in de Verenigde Staten door vooraanstaande economen werd ontwikkeld en uitgedragen, waaronder Irving Fisher. Het is later ook bepleit door prominente economen als Milton Friedman en James Tobin. Het plan zou kunnen worden gezien als een variant op het verbieden van de uitgifte van eigen bankbiljetten door commerciële banken – zoals dat in de VS, het VK en Zwitserland in de negentiende eeuw gebeurde – maar nu dan in de vorm van het verbieden van girale geldcreatie.

Het burgerinitiatief vestigt de aandacht op twee cruciale onderwerpen: geld en schuld. Door het woord ‘geldschepping’ zou de indruk kunnen ontstaan dat het de initiatiefnemers enkel gaat om het anders inrichten van het monetaire beleid en het betalingsverkeer. Dat is echter een te smalle interpretatie. Ten eerste is geld in het huidige systeem onlosmakelijk verbonden met schuld. Het creëren van giraal geld gaat hand in hand met schuldcreatie. Ten tweede is geld in het huidige systeem onlosmakelijk verbonden met banken. Het overgrote deel van ons geld bestaat uit door banken gecreëerd giraal geld, wat een schuld van een bank aan de rekeninghouder is. Dit betekent dat geld niet los kan worden gezien van schuld en van de rol van banken. Een andere organisatie van geldschepping zou dan ook neerkomen op een fundamentele herordering van het gehele monetair-financieel systeem, inclusief de kredietverstrekking. De pleitbezorgers zien het alternatief dan ook niet alleen als een oplossing om geld veilig te kunnen stallen, maar als antwoord op een breed scala aan problemen: van financiële crises, hoge private en publieke schulden, huizenbubbels en inflatie tot een verlies van soevereiniteit en democratische tekorten.<sup>1</sup>

Het functioneren van het monetair-financieel stelsel heeft inderdaad een brede invloed op de economie en de samenleving. Begrip van het geldstelsel en de financiële sector is dan ook essentieel en het burgerinitiatief heeft een belangrijke bijdrage geleverd aan de discussie daarover. Met het rapport 'Samenleving en financiële sector in evenwicht' uit 2016 heeft de WRR aanbevelingen geformuleerd om te komen tot een meer harmonische en productieve wisselwerking tussen financiële sector en samenleving. Het vertrekpunt in dat rapport was de relatie tussen samenleving en financiële sector. In het voorliggende rapport hebben we de fineses van het geldstelsel besproken. We hebben dit gedaan vanuit de doelen voor een monetair-financieel stelsel, namelijk dienstbaarheid, stabiliteit, rechtvaardigheid en legitimiteit. Vanuit beide perspectieven vallen dezelfde twee kernproblemen op: de onevenwichtige groei van schuld en de onbalans tussen publieke en private belangen. Dit rapport komt met complementaire aanbevelingen en aanbevelingen die deels teruggrijpen op het eerdere rapport.

In dit slothoofdstuk bespreken we de belangrijkste bevindingen uit ons rapport. We beschrijven eerst nog eens beknopt hoe het huidige systeem werkt en wat de problemen zijn. Vervolgens bespreken we hoe het alternatief van publiek geld zou werken en of een overstap daarnaartoe wenselijk is. Tot slot komt de vraag aan de orde welke stappen er gezet kunnen worden om de belangrijke problemen die het huidige systeem kent het hoofd te bieden.

## 8.1 HOE WERKT GELDSCHEPPIING?

Geld is het algemeen geaccepteerde middel om betalingen mee te doen en schulden mee af te lossen. De verschijningsvorm van dit middel verschilt per land en door de tijd heen. Vandaag de dag zijn er twee algemeen erkende vormen: (1) munten en biljetten (contanten) uitgegeven door publieke instanties en (2) girale tegoeden (betaalrekeningen) bij banken. De girale tegoeden zijn feitelijk een schuld van de bank aan de rekeninghouder. De huidige geldhoeveelheid bestaat voor 93 procent uit giraal geld.<sup>2</sup>

Nieuw giraal geld wordt door commerciële banken gecreëerd bij het verstrekken van leningen. Wanneer iemand €1.000 leent van de bank, wordt er €1.000 op zijn of haar bankrekening bijgeschreven.<sup>3</sup> Op dat moment is nieuw geld gecreëerd. Dat is dan een schuld van de bank aan deze persoon. Tegelijkertijd heeft hij of zij vanaf dit moment een schuld aan de bank van €1.000. Omgekeerd wordt er geld vernietigd wanneer de lening wordt afgelost.

Banken zijn dus niet enkel intermediairs tussen spaargeld en leningen, maar belangrijke spelers in het proces van geld- en schuldcreatie. Dit betekent niet dat banken onbeperkt geld kunnen scheppen; verschillende factoren beïnvloeden dit proces. De belangrijkste drijvende kracht achter geldschepping is kredietverlening,

dus ten eerste is de vraag naar leningen van groot belang. Ten tweede brengt het verstrekken van leningen balansrisico's voor de bank met zich mee die een rem vormen op geldschepping. Die rem wordt potentieel verder versterkt door regulering, bijvoorbeeld door kapitaaleisen. Ten derde speelt monetair beleid een belangrijke rol, met name de beleidsrentes van de centrale bank. Deze factoren beïnvloeden geldschepping maar stellen er geen *absolute* grenzen aan.

De huidige vormgeving van geldschepping kan dus niet los worden gezien van het toenemende belang van giraal geld, waardoor banken een zeer prominente rol hebben gekregen in het geldstelsel. Overigens is het goed om voor ogen te houden dat dit systeem niet als zodanig ontworpen is, maar in de loop der tijd is ontstaan door een samenspel van maatschappelijke, technologische, politieke en economische ontwikkelingen. Dit betekent zowel dat het huidige systeem niet als vaststaand gegeven moet worden genomen, als dat het onmogelijk is om een monetair-financieel systeem op de tekentafel te ontwerpen en precies zo in de praktijk te brengen.

## **8.2 EEN DIENSTBAAR, STABIEL, RECHTVAARDIG EN LEGITIEM MONETAIR-FINANCIËEL SYSTEEM**

Een monetair-financieel systeem dient dienstbaar, stabiel, rechtvaardig en legitiem te zijn. Pleitbezorgers van een alternatief systeem van geldschepping vragen terecht aandacht voor een aantal belangrijke tekortkomingen op deze gebieden, die met name door de crisis weer scherp op het netvlies staan. We zeggen daarmee niet dat deze problemen uiteindelijk volledig terug te voeren zijn op het huidige systeem van geldschepping. Maar zij raken wel aan de vormgeving van betalen, financieren en sparen en hangen samen met de rol die banken daarbij spelen.

### **DIENSTBAARHEID**

De financiële sector is belangrijk voor de economische ontwikkeling van een land. In een dienstbare sector zijn het betalingsverkeer en de financiering goed georganiseerd. Het betalingsverkeer functioneert over het algemeen genomen soepel. De belangrijkste zorg is dat door de infrastructurele rol van banken het betalingsverkeer tijdens crises ernstig ontwricht kan raken, zoals dreigde te gebeuren bij de crisis in 2008. De beschikbaarheid van voldoende passende financiering maakt economische groei mogelijk. Kredietverlening is daarvoor een belangrijke voorwaarde, maar er kan ook te veel krediet zijn, waardoor een toename van de kredietverlening de economische ontwikkeling juist schaadt. De hoogte van publieke en private schulden in veel Europese landen is historisch ongeëvenaard. Ook is het volatiele karakter van kredietverlening een probleem: hoge groei in goede periodes, en scherpe contractie in de neergang. Dit procyclische karakter is schadelijk voor een evenwichtige economische ontwikkeling. Naast de kredietomvang zijn er ook problemen op het gebied van kredietallocatie. Vooral hypotheekleningen en leningen tussen financiële instellingen zijn sterk toegenomen, waardoor het de

vraag is of de huidige aard en omvang van de kredietverlening optimaal bijdraagt aan de reële economie. Het afbouwen van de schuldenberg is wenselijk, maar niet eenvoudig en kan alleen in kleine stappen gebeuren om geen grote macro-economische schokken teweeg te brengen.

### **STABILITEIT**

Ten tweede is de stabiliteit van het financiële stelsel van belang. Een grote crisis in de financiële sector heeft niet alleen brede economische gevolgen, maar ook gevolgen voor de samenleving als geheel, bijvoorbeeld op het gebied van vertrouwen. Hoewel de stabiliteit van individuele instellingen niet over het hoofd moet worden gezien, gaat het uiteindelijk om de stabiliteit van het systeem als geheel. Na een naoorlogse periode van stabiliteit van het financiële systeem, mede afgedwongen door stevige regels, hebben we sinds de jaren tachtig wereldwijd te maken met een terugkeer van periodieke financiële crises. Belangrijke factoren hierbij zijn de hoge omvang van schulden en de deregulering. Sinds de financiële crisis is er in de wetenschappelijke literatuur veel meer aandacht gekomen voor de historische relatie tussen kredietgroei en crises. Niet alleen worden crises voorafgegaan door een hoge opbouw van met name private schulden, maar het duurt bij hoge schulden ook langer voordat de economie na de crisis is hersteld. Naast de overmatige kredietopbouw, spelen de uniformiteit, schaal, (internationale) verwevenheid en grotere kwetsbaarheid van financiële instellingen een belangrijke rol bij de instabiliteit van het systeem als geheel.

### **RECHTVAARDIGHEID**

Rechtvaardigheid is van belang voor acceptatie en steun voor het monetair-financieel systeem. De onvrede na de crisis kwam mede door het gevoel dat de winsten voor de banken zijn, terwijl de kosten van de crisis publiek gedragen worden. Hoewel het niet zo zwart-wit is, ontvingen banken een disproportioneel aandeel van de baten van de hausse, terwijl de publieke en brede economische kosten van de crisis hoog waren. Ook buiten de crisis profiteren banken overigens van expliciete en impliciete steun van de overheid, zoals de impliciete garantie voor systeem-banken. Een grote financiële sector met dito schuldenberg sorteert grote verdelings-effecten, zowel tijdens de opbouw tot een crisis als in de nasleep daarvan.

### **LEGITIMITEIT**

Het adequaat functioneren van het monetair-financieel systeem gaat de samenleving als geheel aan. Voor de legitimiteit van een systeem is het belangrijk dat wordt voldaan aan gerechtvaardigde verwachtingen van de samenleving. Op dit gebied is er een aantal problemen. Ten eerste is door het over de loop van de tijd gegroeide gemengde publiek-private karakter van banken onduidelijk wat we precies van banken kunnen en mogen verwachten. Enerzijds zijn zij private instellingen die streven naar winst. Anderzijds zijn zij instellingen met publieke functies die het maatschappelijk belang van hun functioneren voor ogen dienen te

houden. Ten tweede zijn er zorgen over de beperkte mate waarin betekenisvolle democratische invloed kan worden uitgeoefend op het monetair-financieel systeem en in hoeverre er adequate verantwoordingsmechanismen zijn ingebouwd. Gerelateerd zijn er zorgen over de grote invloed van de bankensector op beleid. Ten slotte hebben burgers weinig mogelijkheden tot directe invloed op het functioneren van een bank: zowel de *voice*- als de *exit*mogelijkheden zijn beperkt.<sup>4</sup>

### 8.3 HET PUBLIEKGELDSYSTEEM ALS OPLOSSING?

Gezien al deze tekortkomingen is het begrijpelijk dat er de afgelopen jaren in verschillende landen pleidooien te horen zijn voor een fundamenteel ander systeem. Het meest in het oog springend zijn de voorstellen voor een publiekgeldsysteem. Dit is een systeem waarin geld voortaan helemaal direct of indirect publiek is. Nieuw geld kan dan alleen door de centrale bank worden gecreëerd. Dit impliceert ook een strakke scheiding tussen het betalingsdeel en het financieringsdeel. Hoewel de voorstellen voor een publiekgeldsysteem deze uitgangspunten delen, verschillen zij in de uitwerking (zie tabel 8.1 voor een overzicht).

**Tabel 8.1 De kern en variaties van het publiekgeldsysteem**

	De kern van het publiekgeldsysteem	Variaties van het publiekgeldsysteem
<b>Geld</b>	Al het geld is direct of indirect publiek.	Het geld wordt direct op de rekening gezet bij de centrale bank of bij een betaalbank gestald die daartegen honderd procent centralebankreserves aanhoudt.
<b>Geld-schepping</b>	Geld kan niet gecreëerd worden door commerciële banken, maar alleen door de centrale bank.	Er zijn verschillende manieren waarop het nieuw gecreëerde geld ingezet kan worden: (1) door uitgaven van de overheid, (2) door de afbetaling van de staatsschuld, (3) door het direct over te maken aan burgers (helikoptergeld) en (4) door kredietverlening, direct dan wel indirect via financieringsinstellingen.
<b>Krediet-verstrekking</b>	De instellingen die krediet verlenen (financieringsinstellingen) zijn duidelijk gescheiden van de betaalbanken (of de centrale bank) waar het geld staat. Deze financieringsinstellingen kunnen geen nieuw geld creëren voor het verstrekken van leningen, zij dienen daarvoor eerst geld op te halen.	De voorstellen verschillen in hoeverre de looptijd van de leningen en de looptijd van de financiering van de instelling anders kan zijn (Mag de instelling geld dat van klanten kort is geleend, lang uitlenen?). Een tweede vraag is hoe de instelling zich financiert. Gaat de financiering door middel van tegoeden met een vaste waarde (een schuldcontract tussen instelling en financier) of stijgt en daalt de waarde van die tegoeden met het functioneren van de instelling (eigen vermogen – zoals aandelen in een beleggingsfonds)?

In het publiekgeldsysteem zijn geldschepping en kredietverlening niet meer onlosmakelijk met elkaar verbonden. Geld is honderd procent publiek en betaalrekeningen kunnen direct bij de centrale bank worden geopend of indirect bij een betaalbank die alleen centralebankgeld aanhoudt (of dat volledig scheidt van haar overige activiteiten). Geld staat dus niet bloot aan de risico's van andere financiële activiteiten. Het risicovolle financieringsdeel is afgescheiden van het betalingsdeel. De financieringsinstellingen die de spil vormen van het risicovolle deel van het stelsel moeten eerst geld ophalen voordat zij dit kunnen uitlenen. Als men geld ter



beschikking stelt aan financieringsinstellingen loopt men risico, maar hier kan een rendement tegenover staan. Het verschilt per voorstel hoe dit financieringsdeel precies is georganiseerd en of er een rol voor de overheid is weggelegd bij kredietverlening en de regulering daarvan.

In hoeverre zou het publiekgeldsysteem een oplossing vormen voor de problemen op het gebied van de dienstbaarheid, stabiliteit, rechtvaardigheid en legitimiteit van het monetair-financieel systeem? Deze vraag kan alleen met de nodige voorzichtigheid worden beantwoord. Hoewel we vergelijkingen kunnen maken met historische gebeurtenissen – zoals de Amsterdamse wisselbank – heeft het systeem nooit in de hierboven beschreven vorm in de praktijk gefunctioneerd. We moeten ons dus vooral baseren op het doorredeneren van veronderstelde economische verbanden en lessen uit het verleden. Een weging van de voor- en nadelen berust dan ook op vele aannames.

Dat betekent dat er op voorhand geen sluitend antwoord kan worden gegeven op de vraag of het alternatief over het geheel genomen beter zou werken dan het huidige systeem. Wel kunnen we een aantal van de aannames expliciet maken die onderschreven moeten worden om tot de conclusie te komen dat het stelsel over het geheel genomen beter zal functioneren. Deze aannames zijn:

- dat de centrale bank de kennis en informatie heeft om de groei van de geldhoeveelheid in de juiste banen te leiden en dat de overheid zichzelf te allen tijde committeert aan een evenwichtige geldschepping;
- dat de tegoeden bij financieringsinstellingen niet als geld gaan functioneren, waardoor zij geldscheppende instellingen worden en zij feitelijk weer sterk lijken op de huidige banken;
- dat het redden van financieringsinstellingen door de overheid niet meer aan de orde is, omdat ze kunnen falen zonder de economie te ontwrichten, waardoor de problematiek van perverse prikkels en ‘private winsten, publieke kosten’ is uitgebannen;
- dat er in het nieuwe systeem voldoende en passende financiering beschikbaar zal zijn via kredietverlening van de financieringsinstellingen of via marktfinanciering;
- dat de instituties (centrale banken, betaalbanken, financieringsinstellingen) blijvend in staat zullen zijn om onder burgers, bedrijven en investeerders het vertrouwen te wekken dat nodig is om het systeem daadwerkelijk te laten functioneren;
- dat het geheel werkzaam kan zijn in een internationale context waarin de wederzijdse financiële afhankelijkheden groot zijn zonder dat alle landen overgaan op een publiekgeldsysteem.

Naast de vraag of het alternatief over het geheel genomen beter zou functioneren is er de vraag hoe een transitie uitpakt. Juist vanwege het belang van het monetair-financieel stelsel voor het functioneren van de samenleving kunnen we niet lichtzinnig doen over de mogelijke risico's van een stelselwijziging. De kans dat de invoering gepaard gaat met onbedoelde negatieve effecten is reëel, en een crisis tijdens de transitie is niet uit te sluiten. Ook is het onduidelijk hoe internationale verwevenheden de transitie beïnvloeden. Nederland maakt deel uit van de EMU en alleen daarom al zou de stelselwijziging slechts op Europees niveau kunnen plaatsvinden, tenzij Nederland uit de euro stapt. De combinatie van de onzekerheid over de effecten en de risico's van een transitie maken dat de overgang naar een publiek-geldsysteem zou neerkomen op een ongeëvenaard experiment met de ruggengraat van onze economie. Het is om deze reden dat de WRR niet voor een dergelijke overgang pleit.

Toch dienen we de pleidooien voor een alternatief geldstelsel serieus te nemen. Ten eerste omdat het ons een scherpere blik geeft op het huidige monetair-financieel systeem en de voordelen en beperkingen daarvan. Pleitbezorgers van het alternatieve systeem wijzen terecht op een aantal fundamentele problemen. Ten tweede omdat de plannen als inspiratiebron kunnen dienen voor hervormingen om deze problemen aan te pakken.

#### **8.4 TWEE GROTE UITDAGINGEN VOOR HET HUIDIGE SYSTEEM**

Indien er niet wordt overgaan naar een publiek-geldsysteem, blijven er urgente en belangrijke tekortkomingen bestaan die aangepakt moeten worden. Na de crisis is er wel een aantal stappen gezet, maar de daadwerkelijke veranderingen zijn bescheiden geweest. Tien jaar na de crisis heeft bij veel politici en beleidsmakers hervormingsbereidheid plaatsgemaakt voor hervormingsmoeheid. Achteroverleun strookt echter niet met de realiteit dat veel problemen nog steeds bestaan. Om te komen tot een dienstbaar, stabiel, rechtvaardig en legitiem monetair-financieel systeem, staan we voor twee grote uitdagingen: het bewerkstelligen van een meer evenwichtige groei van krediet en geld en het verbeteren van de balans tussen private en publieke belangen.

Deze uitdagingen dienen geadresseerd te worden in een onzekere context; we bevinden ons in veel opzichten op onbekend terrein. Het 'experimentele' beleid van de centrale banken duurt inmiddels al bijna tien jaar. Met ingrijpende maatregelen hebben centrale banken de economie overeind gehouden, zonder precies de consequenties te kunnen overzien. De private schulden zijn nog altijd historisch hoog. Daarnaast hebben financiële innovatie en technologische ontwikkelingen vergaande consequenties voor het functioneren van geld, schuld en financiële instellingen. Fintech biedt kansen om de financiële dienstverlening te vernieuwen en te verbeteren, maar er zijn ook bekende en nieuwe risico's (zoals systeemrisico's

die voortkomen uit cyberaanvallen) voor de borging van publieke belangen en de stabiliteit van het financiële stelsel. Juist in deze tijd van onzekerheden, snelle ontwikkelingen en een gebrek aan pasklare antwoorden, kunnen de suggesties van pleitbezorgers voor een alternatief systeem als inspiratiebron dienen voor noodzakelijke hervormingen.

#### 8.4.1 EVENWICHTIGE GROEI VAN GELD EN SCHULD

Een evenwichtige en beheerste groei van geld en schuld is belangrijk voor de dienstbaarheid en stabiliteit van het financiële systeem. Zowel te weinig als te veel flexibiliteit van krediet en geld heeft verstrekkende negatieve gevolgen. Zoals hoofdstuk 3 uiteenzette is er historisch gezien dan ook sprake van een permanente zoektocht naar een balans tussen flexibiliteit en inkadering. Door financiële innovatie en onzekerheden is dit een voortdurende balanceeract.

In de afgelopen decennia is de balans sterk doorgeslagen naar flexibiliteit. Er bestaan weinig remmen op kredietverlening en private (girale) geldschepping. Bovendien zijn er veel andere factoren die de kredietverlening hebben gestimuleerd, zoals fiscale prikkels en woningmarktbeleid. Door het toenemende belang van giraal geld, dat bovendien vooral op de balans van een beperkt aantal grote banken staat, worden deze banken ook nog eens veel minder geremd in kredietverlening. Schulden zijn dan ook, ondanks de na de crisis genomen maatregelen, historisch hoog.

Waarom is dit een probleem? Veel onderzoek gepubliceerd na de crisis heeft het verband tussen overmatige kredietgroei en instabiliteit aangetoond. Niet alleen worden veel financiële crises voorafgegaan door hoge schuldenopbouw, ook duurt het herstel na een crisis langer bij hoge schuldenniveaus. Daarnaast is inmiddels duidelijk dat kredietgroei en economische ontwikkeling weliswaar tot op zekere hoogte hand in hand gaan, maar boven een bepaald niveau heeft kredietgroei juist een negatieve invloed op de economie. Tot slot kunnen hoge schulden en volatiele kredietverlening leiden tot een onrechtvaardige verdeling van kosten en baten in de samenleving. In de opgang gaan relatief veel baten naar de sector, in de neergang slaan de kosten breed in de samenleving neer, bijvoorbeeld in de vorm van hoge werkloosheid.

Sinds de crisis is tot op zekere hoogte ingezet op het versterken van de remmen op kredietverlening. Deze remmen, zoals de aanscherping van *loan-to-value-ratio's* bij hypotheeklen, zijn echter veelal indirect en hebben blijkbaar maar beperkte kracht. Tegelijkertijd zijn de prikkels op schuldengroei in beperkte mate aangepakt en is de structuur van het bankwezen niet fundamenteel veranderd. Daarmee zijn veel aanjagers voor schuldengroei nog steeds intact en is het private schuldniveau niet lager dan voor de crisis.

In een crisis is het de uitdaging om de economie gaande te houden. Tijdens de afgelopen crisis hebben centrale banken verregaande maatregelen genomen om dit te bewerkstelligen, zoals lage en zelfs negatieve rentes en het grootschalig opkopen van obligaties van bedrijven en overheden. Deze maatregelen zijn nog steeds van kracht. Dat roept de vraag op welke mogelijkheden er zijn om de volgende crisis op te vangen.

#### **8.4.2 BALANS TUSSEN PUBLIEKE EN PRIVATE BELANGEN**

Het monetair-financieel systeem vervult essentiële functies voor de samenleving. Het stelt ons in staat betalingen te doen, economische activiteiten te financieren, te sparen voor later en ons te verzekeren tegen verschillende risico's. Het goed functioneren van de sector draagt positief bij aan economie en samenleving. Verstoringen kunnen de samenleving juist vergaand ontwrichten. Financiële dienstverlening is een essentiële voorwaarde voor alle andere economische activiteiten. Vooral het betalingsverkeer is van infrastructureel belang.

Historisch gezien hebben bij betalen en financieren zowel publieke als private spelers steeds een belangrijke rol gespeeld. In de afgelopen decennia zijn de verhoudingen fundamenteel verschoven. Vijftig jaar geleden waren sparen en betalen voor het grootste deel van de Nederlandse bevolking nog vooral een publieke gelegenheid en lag de kredietverlening aan consumenten veel lager. Financiering van het bedrijfsleven had duidelijk een meer privaat karakter. Sindsdien is giraal geld veel belangrijker geworden ten opzichte van contant geld, maken mensen steeds meer gebruik van financiële diensten, zijn voorheen publieke instellingen en hun (betaal)diensten geprivatiseerd (Postbank) en zijn er grote universele banken ontstaan. Dat betekent dat de invulling van publieke functies steeds afhankelijker is geworden van het handelen van private partijen. De paradox is dus dat een steeds groter deel van het bankwezen in de afgelopen vijftig jaar is gaan opereren als puur commerciële instellingen, terwijl het bankwezen feitelijk een steeds grotere publieke rol is gaan vervullen. Ook in wetgeving en economische analyse is deze sluipende transitie in de rol van commerciële banken niet gezien. De voorstanders van een publiek geldsysteem vragen terecht aandacht voor deze veranderde situatie.

Dit betekent dus dat de verwezenlijking van publieke belangen in belangrijke mate afhangt van het functioneren van private spelers, met name van de systeemrelevante banken. Wat deze banken bijzonder maakt is dat hun individuele functioneren direct van belang is voor de maatschappij als geheel. Dit betekent dat deze banken niet als puur private ondernemingen beschouwd kunnen worden, maar dat zij zelf ook een bijzondere publieke taak hebben. Dat vereist een goede maatschappelijke verankering van de sector.

## 8.5 AANBEVELINGEN

We staan dus voor twee grote uitdagingen: het komen tot een evenwichtige groei van geld en schuld en tot een goede balans tussen publieke en private belangen. De maatregelen die tot nu toe genomen zijn, hebben niet geleid tot een lager schulden-niveau en de maatschappelijke verankering van de financiële sector is nog altijd onvoldoende. Daarom doet de WRR de volgende vier hoofdaanbevelingen:

- Zorg voor diversiteit in de financiële sector
- Tem de overmatige schuldengroei
- Wees beter voorbereid op de volgende crisis
- Veranker de publieke dimensie van banken

### 8.5.1 ZORG VOOR DIVERSITEIT IN DE FINANCIËLE SECTOR

Een uniform bankenlandschap zorgt voor kuddegedrag en daarmee voor een uitvergroting van de kredietcyclus. Bovendien maakt onze afhankelijkheid van de systeembanken het lastiger om tot een goed evenwicht tussen publieke en private belangen te komen. In Nederland is deze problematiek in uitvergroete mate aanwezig. Opvallend genoeg is ondanks het streven naar meer diversiteit de concentratie in het bankwezen sinds de crisis alleen maar toegenomen. Het aandeel gemeten naar balansomvang van de drie grote banken nam toe van 71% in 2006 naar 75% in 2016 (zie hoofdstuk 7). Het is dus zaak om daadwerkelijk te komen tot meer diversiteit in de sector. Dat kan allereerst via het bieden van echte alternatieven voor betalen en sparen. Ook kan het door het steunen van uitdagers van grote banken.

#### *Alternatieven voor betalen en sparen*

Er zijn op het gebied van geld weinig opties buiten het commerciële bankwezen. Contant geld is dan wel een alternatief voor giraal geld, maar in onze samenleving is het op grote schaal aanhouden daarvan geen reële optie. In het verleden waren er meer alternatieven. Contant geld speelde een veel belangrijkere rol en met de voorlopers van de Postbank (de Postcheque- en Girodienst en de Rijkspostspaarbank) bestond er een publieke variant van giraal geld.

Wanneer men de mogelijkheid zou krijgen om geld te stallen bij een bank die alleen centralebankreserves aanhoudt of slechts enkele relatief veilige activiteiten mag ontplooiën, zou dit een belangrijke rem kunnen vormen op excessieve geld- en schuldcreatie. Daarnaast zou dit een manier zijn om de ‘publieke dimensie’ van het bankwezen beter te verankeren.

---

*Bied een publiek verankerd alternatief voor betalen en sparen naast de huidige mogelijkheden. Dat kan bijvoorbeeld door het faciliteren van een betaalbank die alleen centralebankreserves aanhoudt. Een dergelijke bank kan ook door de overheid geïnitieerd worden. Tevens vereist de ontwikkeling van digitaal centralebankgeld serieuze overweging.*

---

Er zijn verschillende manieren om dit alternatief vorm te geven. Het kan bijvoorbeeld door het mogelijk maken van een bank die zich alleen met betalingsverkeer en sparen bezighoudt en als bezittingen alleen centralebankreserves aanhoudt. De huidige context van een negatieve rente op centralebankreserves vormt mogelijk een obstakel voor de levensvatbaarheid van een dergelijke bank, maar dit is (hopelijk) een hoogst uitzonderlijke situatie. Bestaande banken kunnen door hun andere activiteiten betaalrekeningen tegen lage kosten aanbieden. Bij een betaalbank zal een betaalrekening waarschijnlijk meer kosten. Een andere mogelijkheid is dat de overheid zelf een dergelijke bank opricht.

De meest ambitieuze stap in dit opzicht is wanneer burgers de mogelijkheid krijgen om bij de centrale bank een betaalrekening te openen. Op dit moment hebben alleen banken toegang tot een rekening bij de centrale bank. Contant geld is nu het enige centralebankgeld dat burgers kunnen aanhouden. Centrale banken in verschillende landen doen onderzoek naar de mogelijkheid om digitaal centralebankgeld te introduceren. Dit betekent het creëren van een digitale evenknie van contant geld.

Een veel geopperd bezwaar tegen het bieden van een alternatief, of dat nu gaat via een private of publieke betaalbank of via rekeningen bij de centrale bank, is de vrees dat met het aanbieden van zo'n alternatief het systeem als geheel instabieler wordt. De gedachte is dat men in tijden van crisis massaal geld bij de commerciële banken weghaalt en dit bij het alternatief onderbrengt. Dit is zeker een belangrijk aandachtspunt. Niettemin is ook binnen het huidige systeem een omvangrijke bankrun mogelijk. Grote institutionele partijen, bedrijven en burgers met aanzienlijke vermogens halen bij twijfel over het (nationale) bankwezen hun tegoeden razendsnel weg. Voor kleine rekeninghouders geldt zowel nu als in een situatie met digitaal centralebankgeld dat een depositogarantiestelsel een bankrun kan ontmoedigen.

Belangrijker nog is het feit dat het huidige financieel systeem instabiel kan worden door het creëren van een veilige haven meer zegt over het huidige systeem dan over het alternatief als zodanig. Het is eerder een indicatie van de weeffouten in het huidige systeem. De Postbank en haar voorgangers hebben immers decennialang bestaan zonder dergelijke stabiliteitsproblemen te veroorzaken. Hoewel een bankrun in dit elektronische tijdperk sneller kan verlopen, is dat eerder een graduueel dan een fundamenteel verschil. Wij draaien de redenering om: het creëren van een veilig alternatief kan juist bijdragen aan een stabiel systeem. Het feit dat men een daadwerkelijk alternatief heeft, zal een disciplinerend effect hebben op de bestaande banken. Het zal banken dwingen zich verantwoorder te financieren, met meer eigen vermogen (kapitaal) en vreemd vermogen met een lange looptijd. De creatie van geld en schuld door commerciële banken wordt op die manier ook beter begrensd.

**Verklein de dominantie van systeembanken**

Het huidige systeem bevoordeelt impliciet de grote banken en maakt het lastig voor nieuwkomers. Dat heeft een aantal redenen. Een systeemrelevante bank heeft financieringsvoordelen ten opzichte van kleine instellingen door impliciete en expliciete garanties. De uitgebreide en ingewikkelde regelgeving is ook in het voordeel van grote bestaande banken omdat de kosten hiervan de toetreding en de winstgevendheid van (kleinere) nieuwkomers belemmeren. Tot slot kunnen grote banken door marktmacht hun activiteiten kruissubsidiëren, wat het lastiger maakt voor nieuwkomers om marktaandeel te verwerven.

De sector was echter niet altijd zo geconcentreerd en uniform. Binnen het bankwezen was tot aan de jaren tachtig van de vorige eeuw flink wat variëteit, met spaarbanken, girodiensten, hypotheekbanken, agrarische (coöperatieve) banken en algemene banken die allemaal eigen terreinen bedienden, aan gedifferentieerde regels onderhevig waren en verschilden qua organisatiemodel. Sindsdien zijn de instellingen groter geworden en steeds meer op elkaar gaan lijken. Een recente ontwikkeling in dit opzicht is het onder druk staan van het coöperatieve karakter van de Rabobank.

Het vergroten van de diversiteit in de financiële sector draagt bij aan evenwichtigere kredietverlening en maakt de samenleving minder afhankelijk van onmisbare systeembanken. Daarom dient er meer werk gemaakt te worden van het steunen van uitdagers van deze banken. Ook vergt het een stevige aanpak van de marktmacht van de grote spelers.

---

*Zorg dat het bankenlandschap daadwerkelijk diverser wordt, door het steunen van uitdagers en het voor banken minder aantrekkelijk te maken om een systeembank te zijn. Dit kan bijvoorbeeld door gedifferentieerd toezicht of het zwaarder belasten van de systeemrisico's die grote banken met zich meebrengen.*

---

Om daadwerkelijk tot een diverser bankenlandschap te komen, is het van belang uitdagers (zowel binnen als buiten het bankwezen) te steunen. Wet- en regelgeving is vaak afgestemd op de systeembanken en past minder bij de activiteiten en risico's van uitdagers. Het is dus van belang om tot een gedifferentieerd beleidskader te komen. We kunnen hierbij denken aan differentiatie op basis van de breedte van de bancaire activiteit, zoals een lichtere banklicentie voor spelers die zich beperken in hun activiteiten.<sup>5</sup> Tevens kan gedacht worden aan een milder toezichtsregime voor banken die hoge (niet-risicogewogen) eigen-vermogenbuffers en stabiele financiering hebben. Daarnaast moet de verplichte deelname aan het depositogarantiestelsel, en de differentiatie daarin, nog beter worden afgestemd op de daadwerkelijke risico's. Voorkomen moet worden dat een instelling met weinig

risico wordt gedwongen mee te betalen aan de veel grotere risico's die elders gelopen worden. Het aangepaste depositogarantiestelsel voorziet hier nog onvoldoende in.

De grote banken ontlenen aan hun positie aanzienlijke marktmacht, wat een obstakel vormt voor uitdagers. Om dominantie te ontmoedigen is het zwaarder belasten van systeemrisico een goed drukmiddel. Dit kan bijvoorbeeld door significant hogere kapitaaleisen of door een hogere (directe) belasting op systeemrisico. Dit kan een prikkel vormen voor banken om zich anders te organiseren of delen af te stoten. Wanneer dit niet werkt zou de overheid meer ingrijpende maatregelen kunnen nemen. De Europese mededingingswetgeving zou, net als de Amerikaanse mededingingswetgeving, de mogelijkheid moeten bieden om banken bij een te sterke concentratie op te breken.

In het kader van het streven naar een Europese Bankenunie worden grensoverschrijdende fusies en schaalvergroting door de ECB aangemoedigd (Nouy 2018). Vanuit het perspectief van *too big to fail*, systeemrisico, marktmacht en ook behapbare complexiteit, is verdere schaalvergroting echter in veel gevallen onwenselijk. Voor zover men wil streven naar een meer Europese markt voor bankdiensten, zou er een rol kunnen zijn voor meer gespecialiseerde spelers. Grensoverschrijdende fusies tussen banken zouden dan gepaard moeten gaan met het afstoten van substantiële onderdelen. Ook dit vergt een krachtigere rol van toezichhouders en mededingingsautoriteiten in de financiële sector.

#### 8.5.2 TEM DE OVERMATIGE SCHULDENGROEI

Zoals in dit rapport is beschreven, is overmatige schuldengroei zowel problematisch vanuit het perspectief van stabiliteit als met het oog op de dienstbaarheid van het financiële stelsel. Hoewel er sinds de crisis meer aandacht is voor de problematische aspecten van hoge schulden, is de totale private schuld als percentage van het bbp nu hoger dan voor de crisis. Om geld en schuld beter te verankeren dienen daarom prikkels te worden weggenomen en remmen te worden versterkt. Ten eerste is het nodig de fiscale bevoordeling van schuld aan te pakken. Ten tweede dienen macroprudentiële overwegingen een explicietere en beter geïntegreerde plaats te krijgen in beleid.

##### ***Wegnemen van prikkels voor schuldengroei***

Het belastingregime draagt ertoe bij dat het aangaan van schulden voor zowel burgers, bedrijven als banken aantrekkelijk is. Voor Nederlandse huishoudens wordt deze prikkel, de hypotheekrenteaftrek, stapsgewijs verlaagd en het huidige kabinet is van plan deze regeling verder te versoberen. Bij bedrijven en banken is op dit terrein minder voortgang. Bij banken is het verminderen van deze prikkel nog ingewikkelder omdat een groot deel van hun schulden (betaal- en spaarrekeningen)



verknoot is met hun geldscheppende functie en hun rol in het betalingsverkeer. Toch is het voor de samenleving van groot belang dat ook excessieve schuldfinanciering van banken en bedrijven wordt tegengegaan.

---

*De fiscale bevoordeling van schuldfinanciering voor banken, bedrijven en burgers moet verder afgebouwd worden; er is nog steeds sprake van een kunstmatige bevoordeling van het aangaan van schulden. Neutraliteit tussen financieringsvormen moet de inzet van beleid zijn.*

---

Om excessieve geldschepping tegen te gaan dienen belastingprikkel op het aangaan van schulden verder te worden afgebouwd. Dit gaat zowel over de hypotheekrenteaftrek bij burgers als over de renteaftrek bij de vennootschapsbelasting. Hiervoor is tot op zekere hoogte nationale beleidsruimte, maar om grotere stappen te zetten is Europese afstemming noodzakelijk. Om te komen tot een gelijkwaardige fiscale behandeling van schuld en eigen vermogen kan financiering met eigen vermogen aantrekkelijker worden gemaakt. Dit kan fiscaal neutraal geschieden door een aftrek op eigen vermogen te geven, terwijl het algehele belastingtarief licht stijgt. Hiervan bestaan een aantal internationale voorbeelden. Het in het regeerakkoord voorgestelde renteplafond ontmoedigt evenzeer financiering met vreemd vermogen, maar houdt de ongelijke behandeling in stand (zie hoofdstuk 7).

### **Versterken van remmen op schuldengroei**

Zelfs wanneer prikkels voor schuldengroei zijn verminderd, bestaat nog steeds het risico op overmatige schuldengroei. In de decennia na de Tweede Wereldoorlog speelde de overheid een belangrijke rol bij het in toom houden hiervan. Krediet- en geldgroei waren een prominent aandachtspunt binnen het monetair-financieel beleid. Vanaf de jaren tachtig verdwenen deze onderwerpen naar de achtergrond. Sinds de crisis is er onder de vlag van macroprudentieel beleid weer meer aandacht voor het in de hand houden van schulden. De instrumenten binnen dit kader zijn echter niet toereikend en de samenhang met andere beleidsterreinen is onduidelijk.

---

*Macroprudentiële overwegingen dienen een stevigere plaats te krijgen in beleid. Dat betekent zowel het versterken van het bestaande macroprudentiële beleid als meer oog hebben voor de samenhang met banktoezicht, monetair beleid en sociaal-economisch beleid.*

---

Na de crisis is meer aandacht gekomen voor het gevaar van kredietbubbel. Het macroprudentiële beleidskader is echter tot nu toe vrij smal ingevuld. Dit beleid heeft vooral handen en voeten gekregen binnen het kapitaalraamwerk. Nationale toezichthouders hebben de mogelijkheid om kapitaaleisen anticyclisch te verhogen. Ook kunnen zij strengere eisen opleggen aan systeemrelevante instellingen.

Deze kapitaaleisen zijn echter primair bedoeld om klappen beter op te kunnen vangen, niet om in het voortraject excessieve schuldengroei op macroniveau tegen te gaan. Een anticyclische risicogewogen kapitaaleis van 2,5% zal (zowel door de risicoweging als door de beperkte hoogte) niet in staat zijn om de opbouw van kredietbubbels tegen te gaan. Het kapitaalraamwerk is weliswaar het belangrijkste, maar niet het enige kader voor macroprudentieel beleid. De *loan-to-value*-ratio heeft ook als doel de overmatige kredietverlening tegen te gaan, maar in een context van stijgende huizenprijzen is het effect daarvan beperkt.

Om excessieve kredietgroei tegen te gaan heeft het macroprudentiële kader stevigere instrumenten nodig. Een mogelijk instrument is een ongewogen anticyclische kapitaaleis. Ook kan de liquiditeitseis die betrekking heeft op de financiering van de bank (de *Net Stable Funding Ratio*) binnen het macroprudentiële raamwerk worden geplaatst. Dit stelt de toezichthouder in staat om excessieve kredietgroei op basis van kortetermijnschulden tegen te gaan. We kunnen eveneens denken aan instrumenten die in de naoorlogse periode veelvuldig zijn ingezet, zoals kredietplafonds. Daarnaast is aandacht nodig voor de beperkte reikwijdte van macroprudentieel beleid. Instellingen die strikt genomen geen bank zijn maar daar wel op lijken (zogenaamde schaduwbanken) dienen ook binnen dit beleidskader te worden gebracht.

Daarnaast wordt macroprudentieel beleid nu veelal als een eiland gezien, waarbij dit beleid strak is afgescheiden van banktoezicht, monetair beleid en sociaal-economisch beleid. Historisch gezien waren deze beleidsterreinen veel meer verweven en werden verschillende doelen – financiële en monetaire stabiliteit – meer in samenhang gezien. Excessieve schuldengroei kan niet worden tegengegaan zonder banktoezicht en monetair beleid hierbij te betrekken.

Kapitaal- en liquiditeitseisen, de kern van het banktoezicht, leunen sterk op risicowegingen. Deze zijn vooral afgestemd op de risico's voor individuele instellingen. Hypotheken gelden bijvoorbeeld als relatief veilige leningen voor banken en hebben daarom een lagere risicoweging dan bedrijfsleningen. Vanuit macroprudentieel perspectief zijn deze risico's echter hoger. Zoals de crisis liet zien brengt een vastgoedzeepbel stabiliteitsrisico's met zich mee, zelfs als banken niet direct grote verliezen lijden op deze portefeuille. Bij het bepalen van de risicoweging voor verschillende portefeuilles dient daarom meer rekening gehouden te worden met de macroprudentiële aspecten.

Het betekent ook een grotere rol voor niet-risicogewogen eisen. Met name de ongewogen hefboomratio is in potentie een zeer krachtig instrument om excessieve kredietverlening tegen te gaan. Deze eis wordt primair gezien vanuit microperspectief, waarbij de vraag centraal staat of het individuele instellingen in staat stelt om verliezen op te vangen. De huidige eis van 3 procent is ook vanuit micro-

perspectief laag, maar wellicht belangrijker nog is dat het macroperspectief ontbreekt. In goede tijden stelt zo'n lage eis banken in staat snel hun balans te verlenen door meer krediet te verstrekken, terwijl het in slechte tijden banken dwingt om de hand op de knip te houden. Met het oog hierop is het wenselijk om minimumeisen op het gebied van de hefboomratio aan te scherpen en anticyclisch te variëren.

Ook binnen het monetaire beleid is aandacht nodig voor excessieve kredietverlening. Binnen dit beleid neemt het rente-instrument de belangrijkste plaats in. De rente is sinds de crisis bijzonder laag, wat samen met het beleid van kwantitatieve verruiming bijdraagt aan de private schuldengroei. Het is onduidelijk in hoeverre de financiële stabiliteitsrisico's daarvan zijn meegenomen in de afweging. Het is wenselijk dat monetaire beleidsmakers zich meer rekenschap geven van de overwegingen van macroprudentiële beleidsmakers op het terrein van financiële stabiliteit. Kortom, het is van belang dat monetaire beleidsmakers hun smalle focus op inflatie van consumentenprijzen verbreden en meer aandacht besteden aan stabiliteitsrisico's van inflatie van financiële bezittingen (zoals huizen en aandelen).

Zoals de WRR eerder heeft bepleit is het van belang om bij het tegengaan van schulden ook oog te hebben voor de samenhang met sociaal-economisch beleid (WRR 2016). De hoge Nederlandse hypotheekschulden kunnen niet los gezien worden van het pensioenbeleid (kortweg de verplichte afdracht van een groot deel van de besparingen) en woningmarktbeleid (bijvoorbeeld een vastzittende huursector). Het kredietvraagstuk laat zich niet versmallen tot één beleidsterrein; het vergt gecoördineerde actie op verschillende beleidsterreinen.

### 8.5.3 WEES BETER VOORBEREID OP DE VOLGENDE CRISIS

Geld en schuld kunnen in een dubbele spiraal samen omhoog, maar kunnen ook gezamenlijk hard onderuitgaan. Zelfs als de eerste klap van een crisis goed kan worden opgevangen door middel van publieke noodsteun en garanties, kan een crisis een zeer lange nasleep hebben. Dit geldt in het bijzonder wanneer banken, bedrijven en huishoudens de crisis ingaan met hoge schulden. Het is de vraag welke mogelijkheden er nog zijn om een volgende crisis op te vangen nu de rente al historisch laag staat, de ECB al veel schuld papier heeft opgekocht en ook publieke schulden in veel landen zeer hoog zijn. Daarom is er politieke discussie nodig over de mogelijkheden om een volgende crisis op te vangen. Bij de voorbereiding op de volgende schok zijn twee zaken van bijzonder belang. Ten eerste is het van belang om snel verlies te nemen om zo ruimte te scheppen voor herstel. Daarnaast dient onderzocht te worden welke aanvullende maatregelen mogelijk nodig zijn bij een volgende crisis.

***Neem snel verlies***

Financiële crises hebben grote gevolgen voor de posities van burgers, bedrijven en banken. Wanneer deze problematische posities niet op tijd worden aangepakt kan de nasleep van de crisis buitenproportioneel zijn en wordt de samenleving langdurig ontwricht. Hoe de risico's van problematische schulden verdeeld worden, verschilt per land. In Nederland ligt bijna het gehele risico van leningen bij de schuldenaar. Zowel met het oog op rechtvaardigheid als met het oog op een snel herstel na een crisis, is het belangrijk om meer aandacht te besteden aan een evenwichtige risicoverdeling van schulden. Daarnaast moet ook nagedacht worden over verplichte herkapitalisatie van de belangrijkste banken na een crisis, zelfs wanneer een deel daarvan niet in acute financiële nood verkeert. Die biedt banken de mogelijkheid om problemleningen sneller te saneren om zo ruimte te maken voor herstel. De verdeling hiervan moet voorafgaand aan een crisis duidelijk zijn. Dit tempert ook het nemen van te veel risico.

---

*Neem snel verlies om ruimte voor herstel te scheppen, door (1) een betere risicoverdeling bij het afwikkelen van onhoudbare schulden en (2) het verplichten tot een algemene herkapitalisatie van banken tijdens een volgende crisis.*

---

Om op individueel niveau te komen tot een rechtvaardiger verdeling van de kosten, baten en risico's van een fluctuerende huizenmarkt, is het goed om banken te verplichten om de huizen die gedwongen verkocht worden voor minstens 95% van de marktprijs te verkopen (zoals sinds 2013 ook geldt bij de Nationale Hypotheekgarantie). Het probleem van risicoverdeling reikt verder dan alleen hypotheek. Ook de risicoverdeling tussen de bank en het mkb moet tegen het licht worden gehouden. Uiteindelijk moet gestreefd worden naar een situatie waarbij risico's op een meer evenwichtige manier zijn verdeeld. Deze maatregelen kunnen bijdragen aan sneller herstel na de crisis, waar uiteindelijk de samenleving als geheel bij is gebaat.

Een crisis leidt ook vaak tot een grote achteruitgang van de financiële positie van banken. Via de route van ingehouden winsten kan het lang duren voordat het eigen vermogen is hersteld. Voor zover banken veel terughoudender worden met kredietverstrekking om deze positie te verbeteren kan dit bijdragen aan het voortduren van de crisis. Een snellere en effectievere route is het uitgeven van nieuwe aandelen.<sup>6</sup> Omdat bestaande aandeelhouders hier niet altijd een voorstander van zijn, is in de Verenigde Staten nog tijdens de crisis gekozen voor een verplichte herkapitalisatie van alle grote banken. Deze maatregel droeg bij aan sneller herstel. Dit is daarom een instrument dat ook hier serieuze overweging verdient en wettelijk op Nederlands of Europees niveau verankerd dient te worden.

**Verken opties voor het bestrijden van de volgende crisis**

Tijdens de laatste crisis is een breed scala aan maatregelen ingezet om de financiële sector en daarmee de economie overeind te houden. Hier ging hierbij zowel om meer ‘traditionele’ maatregelen als het optreden door de centrale bank als *lender of last resort* en het redden van banken door overheden, als om meer onorthodoxe maatregelen als een negatieve rente en het op grote schaal opkopen door de centrale bank van obligaties van overheden en bedrijven (kwantitatieve verruiming). De vraag is in hoeverre deze instrumenten kunnen worden ingezet bij een volgende crisis, nu de rentes dichtbij of onder nul zijn en centrale banken al veel obligaties hebben opgekocht. Het feit dat geld binnen het huidige systeem veelal alleen kan worden gecreëerd wanneer er tegelijkertijd een schuld wordt gecreëerd, beperkt de mogelijkheden voor het opvangen de crisis.

Tijdens de volgende crisis zullen wederom vergaande en controversiële maatregelen ter tafel komen, zonder dat voldoende tijd is om na te denken over de consequenties. Het is belangrijk om van tevoren – bijvoorbeeld via scenariostudies – nagedacht te hebben de volgende crisis en de voor- en nadelen van verschillende, mogelijk onconventionele, beleidsopties. Hierbij dient ook het maatschappelijk draagvlak meegenomen te worden.

---

*Verken nu de maatregelen die mogelijk nodig zullen zijn of ter tafel zullen komen tijdens de volgende crisis.*

---

Hoewel voor 2007 de impliciete overtuiging leefde dat financiële crises in de westerse wereld voorgoed tot het verleden behoorden, heeft de crisis ons wakker geschud. Er komt altijd een volgende crisis. Het is van belang hier goed op voorbereid te zijn en hier ook in het beleid rekening mee te houden. Tijdens een crisis zelf is er slechts een kort tijdsbestek waarbinnen beslissingen moeten en kunnen worden genomen. Tijdens de laatste crisis is bijvoorbeeld van de ene op de andere dag besloten om de depositiegarantie op te hogen van €38.000 naar €100.000.<sup>7</sup> Het is dus van belang om van tevoren beleidsopties te verkennen, hier een discussie over te voeren en eventueel een kader te ontwerpen waarbinnen dit soort maatregelen genomen kunnen worden. Gegeven dat centrale banken al veel van hun instrumenten hebben ingezet, zou het kunnen dat bij een volgende crisis meer controversiële maatregelen als het opkopen van staatsobligaties van een specifiek land (het nog niet gebruikte OMT-programma), monetaire financiering en helikoptergeld onvoorbereid ter tafel komen.

#### 8.5.4 VERANKER DE PUBLIEKE DIMENSIE VAN BANKEN

Door de geleidelijke overgang naar giraal geld, toegenomen kredietverlening en vergaande schaalvergroting van banken, zijn de publieke functies op het gebied van betalen, sparen en financieren steeds afhankelijker geworden van banken. Hoewel die formeel privaat zijn, hebben zij daarmee *de facto* ook een publieke dimensie. Deze vermenging van private activiteiten en publieke functies zorgt voor permanente spanningen. Dit kan tot op zekere hoogte worden verminderd door publiek en privaat meer uit elkaar te halen. De introductie van een publiek verankerd alternatief voor betalen en sparen (hierboven genoemd) zou een belangrijke stap in deze richting zijn. Toch zal gezien het publieke belang van ook kredietverlening, een zekere verstrengeling van publiek en privaat onvermijdelijk zijn. De omgang met de spanningen die dit oplevert, vergt een structureel betere verankering van de publieke dimensie in het bankwezen. Daartoe doet de WRR twee suggesties: versterk de publieke dimensie in de organisatie van banken en creëer meer tegen-spel door burgers, ngo's en de politiek.

##### ***Aanpassingen in de organisatie van banken***

In de afgelopen decennia is de behartiging van publieke belangen binnen de financiële sector steeds afhankelijker geworden van private banken. Binnen dit private domein is tegelijkertijd veel veranderd, waarbij de focus meer en meer is komen te liggen op kortetermijnwinsten en aandeelhouderswaarde (zie WRR 2016). De publieke dimensie komt hierbij te weinig tot uitdrukking. De erkenning dat banken semipublieke instellingen zijn, vergt dan ook aanpassingen in de organisatie van banken.

---

*Versterk de publieke dimensie in de organisatie van banken. Dat vergt zowel aanpassing van het organisatie-model als van de governance van banken.*

---

Het semipublieke karakter van banken maakt het belangrijk dat er een gebalanceerde afweging wordt gemaakt tussen de belangen van klanten, werknemers, schuldstrekkers, aandeelhouders en de brede samenleving. Vaak wordt gesteld dat een beursgenoteerde bank geen andere keuze heeft dan om zich eerst en vooral te richten op de aandeelhouder. De mogelijkheid moet daarom expliciet op tafel liggen om te kijken welke andere organisatie-modellen voorhanden zijn om banken in staat te stellen recht te doen aan de verschillende belanghebbenden. Het belang van coöperatieve banken verdient in dit kader heroverweging.

Ook los van het organisatie-model kan de publieke dimensie verder versterkt worden in de *corporate governance* van banken. Er zijn hiertoe verschillende mogelijkheden. We kunnen bijvoorbeeld denken aan het instellen van een maatschappelijke adviesraad die reflecteert op het beleid en de strategie van de bank. Alternatie-

ven zijn het model waarbij het stemrecht van aandelen is belegd bij een stichting die de publieke missie van de bank waarborgt of het coöperatieve model, waarbij de ledenraad voor maatschappelijke inbedding zorgt. Ook kan gedacht worden aan een publieke commissaris in de Raad van Commissarissen. Uiteindelijk is het essentieel dat banken zichzelf gaan zien als semipublieke instellingen. Het versterken van dit zelfinzicht vergt ook aanpassingen in de organisatie van banken en verdient tevens wettelijke inbedding om de publieke taken te borgen.

### **Faciliteren van tegenspel**

In de jaren voor de crisis hadden banken en de toezichthouders vooral met elkaar te maken. Zij waren hierdoor steeds meer in een eigen wereld gaan leven. Verbinding met andere maatschappelijke belanghebbenden, zoals burgers, ngo's en politici werd in veel mindere mate gezocht. De gedachte was toch vooral dat de financiële sector een 'normale sector' is, waarbij de strategie van banken enkel een zaak was voor de bankiers, en beleid en toezicht vooral om technische vraagstukken draaiden. De crisis heeft dit perspectief fundamenteel onderuitgehaald. De versterking van de publieke dimensie van het bankwezen vergt dan ook dat de stem van de burger (ook via de politiek) veel beter wordt gehoord.

---

*Het versterken van de publieke dimensie van het bankwezen vereist ook dat de stem van de burger beter wordt gehoord.*

---

Het versterken van de positie van de burger kan allereerst door meer mogelijkheden op het gebied van 'exit'. Het bieden van een publiek verankerd alternatief voor betalen en sparen kan hieraan bijdragen. Zij krijgen dan immers een exitoptie die zij nu niet hebben. Daarnaast kan de positie van de burger versterkt worden indien hij of zij gemakkelijk van bank kan wisselen. Omdat het niet reëel is om de Europese systematiek van rekeningnummers (IBAN) op korte termijn te wijzigen, zou gedacht kunnen worden aan het gebruik van aliassen voor bankrekeningen. Zo'n alias maakt het mogelijk dat burgers van bank kunnen wisselen met behoud van nummer. Wanneer zo'n alias niet verwijst naar het land van de bank wordt daarmee zelfs internationaal overstappen gemakkelijker.

Omdat de exitopties in het huidige systeem zeer beperkt zijn is het des te belangrijker dat de *voice*-opties worden versterkt. De hierboven genoemde maatschappelijke adviesraad is daar een voorbeeld van. Uiteraard is het parlement een hele belangrijke plaats om de stem van de burger te vertolken. In een vorig rapport hebben wij aanbevelingen gedaan om het parlement meer te betrekken bij financieel beleid (WRR 2016). Daarnaast is het belangrijk dat de stem van burgers wordt vertolkt door de toezichthouder, die uiteraard dan ook zelf de nodige maatschappelijke voelsprietten moet ontwikkelen. Financieel toezichthouders dienen burgers

veel meer te betrekken bij beleidsvorming door hen actiever te informeren en te raadplegen. Hierbij kan een voorbeeld worden genomen aan de *Bank of England*, die in regionale raden burgers stelselmatig betreft in een dialoog over de economie en de financiële sector.

Ten slotte kan de stem van de burger ook op indirecte wijze worden versterkt door het faciliteren van maatschappelijke partijen zoals ngo's. De sector heeft immers waakhonden nodig; spelers die kunnen waarschuwen voor bepaalde ontwikkelingen en daarmee banken (en toezichthouders) bij de les kunnen houden.

## 8.6 TOT SLOT

De wijze waarop geld wordt gecreëerd, betalingen plaatsvinden en financiering wordt verstrekt is een belangrijk, maar voor velen moeilijk te doorgronden onderdeel van onze economie en samenleving. De vormgeving van het monetair-financieel systeem raakt ons echter allemaal en brengt veel vragen en problemen met zich mee. Het is dan ook goed te begrijpen dat veel mensen zich zorgen maken en pleiten voor fundamentele veranderingen. De terugkerende maatschappelijke beroering over de bankensector laat zien hoe breed deze onvrede nog altijd gedeeld wordt.

In dit rapport doen we daarom aanbevelingen die nodig zijn om te komen tot een evenwichtige groei van krediet en schuld en een betere balans tussen publieke en private belangen. Het gaat om het creëren van meer diversiteit in de financiële sector, het voorkomen van overmatige schuldengroei, het goed voorbereid zijn op de volgende crisis en het verankeren van de publieke dimensie.



## NOTEN

- 1 Website Ons Geld: <https://onsgeld.nu/geldsysteem/problemen>
- 2 Dit is op basis van M2 (contant geld, girale tegoeden en spaargeld met een looptijd tot twee jaar of opzegtermijn tot drie maanden).
- 3 Vervolgens gaat dit nieuwe geld circuleren. Het wordt overgemaakt naar andere bankrekeningen als met het geleende bedrag betalingen worden verricht.
- 4 Bij coöperatieve banken zijn de *voice*-mogelijkheden bijvoorbeeld beter belegd.
- 5 Naast de brede bankvergunning bestaan er nog een a-variant en een b-variant opt-in vergunning. Bij de a-variant mag de instelling geen opeisbare gelden aantrekken van het publiek (wel van professionele partijen). De instelling verstrekt krediet voor eigen rekening en heeft toegang tot centralebankreserves (TARGET2). De b-variant is een vergunning voor beleggingsinstellingen. Deze instellingen moeten geld aantrekken van het publiek. Zij verstrekken geen krediet, maar beleggen en hebben geen toegang tot centralebankreserves (TARGET2).
- 6 Er zou gekeken moeten worden of dit ook een optie zou zijn voor coöperatieve banken. Zij hebben andere manieren om meer eigen vermogen op te bouwen. Naast ingehouden winsten, gaat het dan bijvoorbeeld om het aantrekken van meer leden of het uitgeven van vermogenstitels die aan leden of aan niet-leden verkocht worden.
- 7 Dit werd gedaan omdat Ierland hiertoe besloot en andere landen wel moesten volgen.

# BIJLAGE I ADVIESAANVRAAG



archieff

5800181

R-16/8.3.

ONTVANGEN 15 APR 2016

Ministerie van Financiën

> Retouradres Postbus 20201 2500 EE Den Haag

De Voorzitter van de Wetenschappelijke Raad voor het Regeringsbeleid  
Prof. dr. J.A. Knottnerus  
Postbus 20004  
2500 EA Den Haag

Directie Buitenlandse  
Financiële Betrekkingen

Korte Voorhout 7  
2511 CW Den Haag  
Postbus 20201  
2500 EE Den Haag  
[www.rijksoverheid.nl](http://www.rijksoverheid.nl)

Ons kenmerk  
2016-000034948

Bijlagen  
1

Datum  
Betreft: Adviesaanvraag: geldschepping


Geachte heer Knottnerus,

Op 16 maart jl. heeft in de Tweede Kamer een debat plaatsgevonden over het Burgerinitiatief Ons Geld. Het Burgerinitiatief pleit voor een herbezinning op de wijze waarop geldschepping in het huidige monetaire bestel plaatsvindt. Het burgerinitiatief stelt voor om geldcreatie onder publiek bestuur te plaatsen en een publiek instituut het exclusieve recht op geldschepping te geven door het in circulatie brengen van geld waar geen schuld tegenover staat.

Het debat, dat helemaal teruggaat naar de kern van het monetaire beleid, geldschepping en de vraag wie daarover gaat, is al lang niet gevoerd. Naar aanleiding van dit debat is een motie aangenomen (bijlage) waarin de regering wordt verzocht om aan de Wetenschappelijke Raad voor het Regeringsbeleid te vragen een advies uit te brengen over de werking van het geldstelsel inclusief alle vormen van geldschepping door banken en hierbij in ieder geval te betrekken de voor- en nadelen van alternatieve systemen van geldschepping en de omvang van de geldscheppingswinst.

Gelet op het belang van deze complexe materie geef ik graag gehoor aan deze motie. Daarom verzoek ik u door middel van deze brief om over bovengenoemde een advies uit te brengen. Daarbij zou ik het op prijs stellen als u bij de opstelling van uw advies de inzichten betreft die voortvloeien uit vergelijkbare discussies in het buitenland.

Hoogachtend,  
de minister van Financiën,

  
J.R.V.A. Dijsselbloem

R-16/8.3

## TWEEDE KAMER DER STATEN-GENERAAL

2

Vergaderjaar 2015-2016

34 346

Burgerinitiatief "Ons Geld"

Nr. NADER  
GEWIJZIGDE

MOTIE VAN DE LEDEN OMTZIGT EN MERKIES

Ter vervanging van die gedrukt onder nr. 18  
Voorgesteld

De Kamer,

gehoord de beraadslaging,

Constaterende dat een verdieping in het onderzoek naar de rol en functies van banken bij geldschepping en andere functies noodzakelijk is,

Overwegende dat er behoefte is aan een dienstbaar bankstelsel met minder risico's voor spaarders en de belastingbetaler

Verzoekt de regering aan de Wetenschappelijke Raad voor het Regeringsbeleid te vragen een advies uit te brengen over de werking van het geldstelsel inclusief alle vormen van geldschepping door banken en hierbij in ieder geval te betrekken de voor- en nadelen van alternatieve systemen van geldschepping en de omvang van de geldscheppingswinst.

En gaat over tot de orde van de dag.

Omtzigt  
Merkies

## BIJLAGE II LIJST MET GESPROKEN PERSONEN

Functieaanduiding ten tijde van gesprek

- Steeff Akerboom**, senior beleidsmedewerker, De Nederlandsche Bank
- Barend van Amerongen**, afdelingshoofd finance en advies, De Nederlandsche Bank
- Barbara Baarsma**, directeur kennisontwikkeling, Rabobank
- Joost Baeten**, beleidsadviseur, Algemene Financiële en Economische Politiek, Ministerie van Financiën
- Jan Bartman**, statistisch analist, De Nederlandsche Bank
- Jan Marc Berk**, divisiedirecteur economisch beleid en onderzoek, De Nederlandsche Bank
- Dirk Bezemer**, hoogleraar economie van de internationale financiële ontwikkeling, Rijksuniversiteit Groningen
- Michiel Bijlsma**, hoofd sector marktordening, Centraal Planbureau
- Paul den Boer**, statistisch onderzoeker, CBS
- Wim Boonstra**, speciaal adviseur en bijzonder hoogleraar economische en monetaire politiek, Rabobank en Vrije Universiteit Amsterdam
- Ed Broekhuizen**, beleidsmedewerker, De Nederlandsche Bank
- Teunis Brosens**, senior econoom, ING
- Mark Buitenhek**, global head of transaction services, ING
- Rutger Claassen**, universitair hoofddocent ethiek en politieke filosofie, Universiteit Utrecht
- Hannie de Cloe-Vos**, strategie- en beleidsadviseur, Autoriteit Financiële Markten
- Elbert Dijkgraaf**, Tweede Kamerlid, woordvoerder financiën SGP, Tweede Kamer
- Jeroen Dijsselbloem**, voormalig minister van Financiën en voorzitter van de Eurogroep
- Charlotte van Dixhoorn**, engagement manager, McKinsey & Company
- Bas Dommerholt**, toezichthouder, Autoriteit Financiële Markten
- Klaas van Egmond**, hoogleraar geowetenschappen, Universiteit Utrecht en mede-initiator Sustainable Finance Lab
- Wouter Elsenburg**, senior toezichthouder, Autoriteit Financiële Markten
- Oscar Gelderblom**, hoogleraar financiële geschiedenis, Universiteit Utrecht
- David Gerber**, hoofd van de afdeling financiële marktbeleid en plaatsvervangend hoofd van de afdeling markten, Staatssekretariat für Internationale Finanzfragen
- Rik Grashoff**, Tweede Kamerlid, woordvoerder financiën GroenLinks, Tweede Kamer
- Mark Harbers**, Tweede Kamerlid, woordvoerder financiën VVD, Tweede Kamer
- Bonne van Hattum**, beleidsmedewerker, Autoriteit Financiële Markten
- Ruben van der Helm**, beleidsmedewerker, De Nederlandsche Bank
- Nils Herger**, onderzoeker, Study Center Gerzensee, Swiss National Bank

**Joost Jonker**, onderzoeker / universitair docent, Universiteit Utrecht  
**Rein Kieviet**, beleidsmedewerker, De Nederlandsche Bank  
**Henk Klein Teeselink**, beleidsmedewerker, De Nederlandsche Bank  
**Clemens Kool**, hoogleraar monetaire en financiële economie, Universiteit Utrecht  
**Wouter Koolmees**, Tweede Kamerlid woordvoerder financiën D66, Tweede Kamer  
**Jeroen Kremers**, voorzitter van de raad van commissarissen, bunq en Robeco  
**Arnold Merkies**, Tweede Kamerlid, woordvoerder financiën SP, Tweede Kamer  
**Paul Metzmakers**, beleidsmedewerker, De Nederlandsche Bank  
**Cyril Monnet**, swiss doctoral program manager en Professor of economics, Study Center Gerzensee en Swiss National Bank  
**Reinier Musters**, founding partner, Orange Growth Capital  
**Dirk Niepelt**, Directeur, Study Center Gerzensee, Swiss National Bank  
**Henk Nijboer**, Tweede Kamerlid, woordvoerder financiën PvdA, Tweede Kamer  
**Bart Nooteboom**, emeritus hoogleraar, Universiteit van Tilburg  
**Pieter Omtzigt**, Tweede Kamerlid woordvoerder financiën CDA, Tweede Kamer  
**Christiaan Pattipeilohy**, afdelingshoofd, De Nederlandsche Bank  
**Reinier Pollman**, programmamanager innovatie & fintech, Autoriteit Financiële Markten  
**Sebastiaan Pool**, beleidsmedewerker, De Nederlandsche Bank  
**Maarten Postma**, beleidsadviseur, Buitenlandse Financiële Betrekkingen, Ministerie van Financiën  
**Dion Reijnders**, beleidsmedewerker, De Nederlandsche Bank  
**Vincent Rietvink**, beleidsadviseur, Financiële Markten, Ministerie van Financiën  
**Sergio Rossi**, professor of economics, Université de Fribourg  
**Mark Sanders**, universitair hoofddocent internationale macro-economie, Universiteit Utrecht, Sustainable Finance Lab  
**Carola Schouten**, Tweede Kamerlid, woordvoerder financiën ChristenUnie, Tweede Kamer  
**Ivo Specker**, beleidsadviseur, Buitenlandse Financiële Betrekkingen, Ministerie van Financiën  
**Job Swank**, directeur monetaire zaken en financiële stabiliteit, De Nederlandsche Bank  
**Rens van Tilburg**, directeur, Sustainable Finance Lab  
**Jasper Timmermans**, beleidsadviseur, Financiële Markten, Ministerie van Financiën  
**Roland Uittenbogaard**, beleidsadviseur en universitair docent, Ministerie van Financiën en Erasmus Universiteit Rotterdam  
**Hans Visser**, emeritus hoogleraar economie, Vrije Universiteit Amsterdam  
**Peter Wierdsma**, senior econoom, De Nederlandsche Bank  
**Wilte Zijlstra**, toezichthouder expertisecentrum consumentengedrag, Autoriteit Financiële Markten

**GESPROKEN BURGERINITIATIEVEN****ONS GELD**

Frans Doorman  
Jacqueline Haarsma  
George van Houts  
Martijn Jeroen van der Linden  
Gerrit van Malkenhorst  
Luuk de Waal Malefijt  
Edgar Wortmann  
Ferdinand Zanda

**STICHTING FULL RESERVE / DEPOSITOBANK**

Richard van der Linde

**VOLLGELD / MONNAIE PLEINE**

Martin Alder  
Christian Gomez  
Jean-Marc Heim

**VIRTUEEL GOUD**

Kees van Hee  
Jacob van Wijngaard

**PLAN B**

Ada van Dijk  
Rene Visser

**MATHEMATICALLY PERFECTED ECONOMY**

Mike Montagne  
Jacob Schot

**MISES INSTITUUT**

Ger van Gils  
Jan Vis

**DE BURGERBANK**

Ad Broere  
Hans van Steenberg



## BIJLAGE III BELASTINGREGIME, SCHULDENBERG EN RISICHOUDING

Banken zijn voor het grootste deel gefinancierd met schulden, met een belangrijk aandeel voor banktegoeden. Het eigen vermogen maakt daarentegen maar een klein deel uit van een bankbalans. In het bedrijfsleven is de schuldfinanciering een belangrijke component, maar minder groot dan bij banken. Consumenten lenen ook vaak om met een hypotheek een eigen huis te financieren. Een hoge mate van schuldfinanciering verhoogt de kans op financiële crises en maakt de samenleving gevoeliger voor de gevolgen ervan. Een schuld impliceert immers een vaste verplichting tot afbetalen, wat moeilijk is als het economisch tij tegenzit, terwijl vermindering van eigen vermogen niet direct tot problemen hoeft te leiden. Een van de belangrijke drijfveren voor schuldfinanciering is de renteaftrek voor belasting, waardoor eigen vermogen fiscaal benadeeld wordt ten opzichte van vreemd vermogen. In deze notitie gaan we in op hoe dit fiscale motief werkt voor banken. Daarna bespreken we een aantal alternatieve belastingregimes die de aanzet tot schuldfinanciering kunnen matigen. We besluiten met een analyse hoe deze alternatieven het risicogedrag van banken mogelijk kunnen beïnvloeden.

### 1. HET BELASTINGSCHILD

In de vennootschapsbelasting (afgekort VPB) zijn de rentelasten die op leningen en obligaties moeten worden betaald aftrekbaar van de winst voordat hierover het VPB-tarief wordt geheven. Dit geeft het zogeheten ‘belastingschild’ (in het Engels: *tax shield*), dat de waarde van een bedrijf verhoogt. Hierdoor hebben aandeelhouders een motief om gebruik te maken van meer schuldfinanciering dan als deze aftrek niet zou bestaan.

Het belastingschild is voor zowel bedrijven als banken een stimulant voor schuldfinanciering, maar voor banken ligt het iets genuanceerder. Voor bedrijven geldt dat de waarde van de bezittingen aan de linkerkant van de balans de waarde van het bedrijf bepalen als er geen VPB wordt geheven. De financieringsvorm aan de verplichtingenkant van de balans speelt hierin dan geen rol (dit is de bekende stelling van Modigliani en Miller). Voor de bank ligt dat iets anders. Voor een bank bepaalt de kwaliteit van de banktegoeden aan de verplichtingenkant mede de waarde van de bank. De kwaliteit van deze tegoeden wordt bepaald door het serviceniveau dat de bank biedt in het betalingsverkeer, de rente die de bank vergoedt en de kans dat een banktegoed wordt opgenomen (wat bepalend is voor het aanhouden van liquiditeiten door de bank). Er bestaat dus wel een gradueel verschil tussen een bankbalans en bedrijfsbalans, maar het principe van het belastingschild is voor



zowel bedrijven als banken toepasbaar. Het grote verschil tussen een bankbalans en bedrijfsbalans zit in de hefboom, die veel hoger is bij banken. Als er dan VPB wordt geheven is het belastingschild voor banken veel groter.

Het belastingschild speelt dus zowel aan de vraagkant bij niet-financiële bedrijven, als aan de aanbodkant bij banken. De schuldfinanciering bij bedrijven wordt geleverd door banken, obligatie- en geldmarkten. Als dat via een banklening gebeurt, dan betekent dit dat de bank tegelijkertijd bij het verstrekken van deze bedrijfslening het tegoed van het bedrijf met hetzelfde bedrag verhoogt (zie hoofdstuk 2). Daardoor neemt de hoeveelheid schuld van de bank toe, ook relatief ten opzichte van de hoeveelheid eigen vermogen. Door een lening van de bank aan het bedrijf neemt de schuld dus van beiden toe, waardoor zowel het bedrijf als de bank de rentelasten hierop kunnen aftrekken. Dit verhoogt het belastingschild dus voor de bank en het bedrijf.

**Figuur III.1** Simpele bankbalans

Bankbalans	
bezittingen	verplichtingen
leningen            L	schulden            S
	eigen vermogen    E
<hr style="width: 80%; margin: 0 auto;"/>	<hr style="width: 80%; margin: 0 auto;"/>
+	+
L	S + E

Hoe werkt de winstbelasting en de renteaftrek en waarom geeft dit een belastingschild? Het effect van verschillende vormen van winstbelasting illustreren we aan de hand van de gestileerde bankbalans in de bovenstaande figuur. Laat  $R$  de rentevoet zijn die wordt ontvangen op de leningen  $L$  die de bank verstrekt. Op de banktegoeden en de andere leningen die de bank nodig heeft voor haar financiering  $S$  (schulden) betaalt zij een rentevoet van  $I$ . Voor een bank die levensvatbaar is zal doorgaans gelden dat  $R > I$ . Het verschil  $R - I$  noemt men de rentemarge. De totale verdiensten of het inkomen van de bank bedragen  $LR$  (lees  $L$  maal  $R$ ). De totale kosten zijn de rentebetalingen op de schulden  $SI$  ( $S$  maal  $I$ ). Omdat de vaste kosten voor personeel en behuizing relatief gering zijn ten opzichte van  $LR$  of  $SI$ , laten we deze voor de eenvoud buiten beschouwing (maar het is niet moeilijk om rekening te houden met een vaste kostenpost). De winst is het verschil in de opbrengsten en kosten  $LR - SI$ . Zonder belasting is dit wat er overblijft voor aandeelhouders.

Als we geen rekening houden met de bovengenoemde liquiditeitsvoordelen verkregen uit depositofinanciering ten opzichte van financiering met eigen vermogen, maakt het voor de waarde van bank niet uit welk deel van de leningen is gefinancierd met eigen vermogen en welk deel met banktegoeden en obligaties is gefinancierd. De waarde van de bank is dan de waarde van het pakket aan leningen  $L$  (en hoe goed daarop wordt afbetaald). Als ieder jaar  $R$  wordt ontvangen op de leningen en we de toekomstige inkomstenstroom met deze rentevoet naar het heden verdisconteren, krijgen we

$$\left[ 1 - 1 + \frac{1}{1+R} + \frac{1}{(1+R)^2} + \frac{1}{(1+R)^3} + \dots \right] RL = \left[ \frac{1}{1 - \frac{1}{1+R}} - 1 \right] RL = L$$

De waarde van de bank is dus  $L$ , de marktwaarde van het pakket van leningen die de bank heeft uitstaan. Hier maken we gebruik van het feit dat de oneindige som van de discontovoeten een meetkundige reeks vormt, die te schrijven is als

$$1 + \frac{1}{1+R} + \frac{1}{(1+R)^2} + \frac{1}{(1+R)^3} + \dots = \frac{1}{1 - \frac{1}{1+R}} = \frac{1+R}{R}$$

Het feit dat de bank  $L$  waard is, staat enigszins los van de financieringsvorm aan de verplichtingenkant van de balans, maar niet geheel (zoals we hierboven aanstipten). Voor de eenvoud houden we in de analyse verder geen rekening met dit effect. Dan geldt het algemene principe dat zonder vennootschapsbelasting de waarde van een bedrijf of bank volledig wordt bepaald door wat zij bezit en daarop in de toekomst denkt te ontvangen (en dit weer naar het heden verdisconteerd). De financieringsmix  $E$  van aandelen en schulden  $S$ , speelt geen rol voor de waarde-bepaling van het bedrijf. Wel is het zo dat het rendement op aandelen (maar niet de aandelenprijs) varieert met de omvang van de hefboom. De precieze relatie is als volgt: laat  $Y$  het verwachte rendement per aandeel zijn, dan geldt

$$Y = R + (R - I) (S/E).$$

Zodra er VPB wordt geheven is de waarde van de onderneming niet langer neutraal ten opzichte van de financieringsvorm. Onder het huidige regime van VPB kan de betaalde rente op leningen worden afgetrokken van de opbrengsten. Hierdoor varieert de waarde van de onderneming met de omvang van de hefboom. Hoe hoger de hefboom, hoe hoger de waarde van de onderneming (als zij winst maakt). We analyseren dit effect in enig detail.

## 2. BELASTINGREGIMES

### HUDIG BELASTINGREGIME: RENTE IS AFTREKBAAR VAN DE WINST VOOR BELASTING

Het huidige belastingstelsel kent een vennootschapsbelastingvoet  $t$  die wordt geheven op de winst na aftrek van de rentekosten. Voor de bank zijn dit de rentelasten  $SI$  op de banktegoeden en obligatieleningen. De belastingdienst ontvangt:  $t(LR - SI)$ .

Voor de aandeelhouders blijft er dan

$$(1-t)(LR - SI)$$

over. Waarom hebben aandeelhouders van de bank er belang bij om een flink deel van de kredieten die de bank verstrekt met schuld te financieren?

Om dit te zien vergelijken we wat er overblijft voor aandeelhouders en depositohouders in het hypothetische geval dat de bank alle leningen uit eigen vermogen financiert (en dus geen depositohouders heeft, alleen aandeelhouders), met het geval dat de bank zich ten minste voor een deel met schulden financiert. In het eerste geval betaalt de bank  $tLR$  aan vennootschapsbelasting. Er zijn ook nog andere relatief kleine kostenposten, zoals personeelskosten, die op het bedrag waarover de belasting wordt geheven in mindering worden gebracht, maar dit verandert niets aan het principe dat schuldfinanciering de waarde voor aandeelhouders verhoogt. Bij volledige financiering uit eigen vermogen blijft er dus na belasting  $(1-t)LR$  voor de aandeelhouders over.

Als de bank zich gedeeltelijk met schulden financiert, dan is de belastingafdracht  $t(LR - SI)$ . Dus in vergelijking met volledige financiering met aandelen, wordt er minder belasting betaald. De bank die met vreemd vermogen is gefinancierd, bespaart

$$tLR - t(LR - SI) = tSI$$

aan belastingafdracht. Als dit voordeel jaarlijks terugkeert, geeft dit een totaal voordeel van

$$\left[ 1 - 1 + \frac{1}{1+R} + \frac{1}{(1+R)^2} + \frac{1}{(1+R)^3} + \dots \right] tSI = \left[ \frac{1}{1-\frac{1}{1+R}} - 1 \right] tSI = \frac{I}{R} tSI$$

Dit voordeel wordt het belastingschild genoemd. Het belastingschild  $tS(I/R)$  valt toe aan de aandeelhouders. Dat wil zeggen dat de waarde van de bank met dit bedrag toeneemt. Dus hoe hoger de hefboom, hoe minder belasting er wordt afgedragen en hoe meer er overblijft na belasting. De omvang van dit voordeel varieert met de hoogte van de rente  $I$  en de discontovoet  $R$ , maar is altijd positief zolang de bank winstgevend is. Een hoger VPB-tarief  $t$  heeft ook een opdrijvend effect op het belastingschild. Er is dus een sterke prikkel om de bank gedeeltelijk met vreemd vermogen te financieren. Overigens wordt het effect van het belastingschild

vanwege de VPB getemperd doordat er ook inkomstenbelasting op rente en aandelen en dividenden wordt geheven. Hierdoor is het uiteindelijke effect voor individuele aandeelhouders kleiner.

Voor banken is het makkelijker om van de financieringshefboom gebruik te maken dan voor andere bedrijven. Om van het girale en elektronische betalingsverkeer gebruik te maken, moet men een bankrekening hebben. Wanneer banken een lening verstrekken, creëren zij tegelijkertijd banktegoeden. Dit draagt eraan bij dat de hefboom bij banken hoger is dan in het overige bedrijfsleven. Het depositogarantiestelsel en het feit dat omvangrijke (systeemrelevante) banken impliciet kunnen rekenen op overheidssteun mocht de nood aan de man zijn, zijn tevens verantwoordelijk voor de hoge hefboom in het bankwezen. Hogere kapitaalseisen na de kredietcrisis proberen deze drang tot hoge hefboom tegen te gaan.

Het effect van de vennootschapsbelasting op de omvang van de hefboom is onderzocht door De Mooij en Keen (2016) en het IMF (2016b). Het belastingschild varieert  $tS(I/R)$  proportioneel met het VPB-tarief  $t$ , maar een tariefverandering heeft op termijn ook effecten op de andere variabelen  $S$ ,  $I$  en  $R$ . Dat betekent dat empirisch onderzoek nodig is om het totale effect vast te stellen. De schattingen van De Mooij en Keen (2016) en het IMF (2016b) wijzen op een toename van 1,9 à 3,5 procent van de schuldratio (dus  $S/L$ ) als de VPB-voet  $t$  van 25% naar 35% gaat. Het geheel elimineren van de voorkeur voor schuldfinanciering bij een VPB-voet van 25% zou de schuldratio volgens deze schatting verlagen met 4,5 à 9 procent van het balanstotaal. Groenewegen en Wierdsma (2017) schatten het netto-effect voor Nederlandse banken van het belastingschild vanwege de VPB (minus de Nederlandse bankbelasting) in de orde van een procent van het bbp (ongeveer €7 miljard), wat gezien kan worden als de huidige waarde van alle toekomstige belastingbesparingen voor bankaandeelhouders.

De Mooij, Keen en Orihara (2014) laten zien dat indien er een onderscheid wordt gemaakt tussen grootbanken en kleine banken, de effecten van een verandering in de belastingvoet op de schuldratio voor grootbanken beduidend lager zijn dan bij kleinere banken. Hiervoor zijn twee verklaringen te geven. De grootbanken zitten veelal tegen het plafond van wat wettelijk is toegestaan aan hefboomfinanciering en kunnen de hefboom dus nauwelijks vergroten. Naar beneden toe speelt het *debt overhang*-effect, wat betekent dat als een bank eenmaal een hoge hefboom heeft, de aandeelhouders deze niet willen verlagen (zie bijvoorbeeld Myers 1977). Een recente studie spreekt in dit verband van een paleffect of rateffect (Admati et al. 2018). Dat effect werkt zo. Als een bank al een heel hoge hefboom heeft, zal het verlagen van deze hefboom door meer eigen vermogen aan te trekken vooral ten goede komen aan de crediteuren (vreemdvermogenverschaffers). Extra kapitaal verlaagt de kans op een bankroet waardoor schuldverstrekkers een grotere kans hebben om geheel te worden afbetaald en – mocht er zich toch een bankroet aan-

dienen – zijn het de schuldstrekkers die profiteren van het extra eigen vermogen. Bovendien zorgt meer eigen vermogen voor een verkleining van het belastingsschild. Omdat alle voordelen van extra eigen vermogen naar de crediteuren (depositohouders en obligatiehouders) gaan, heeft de grootbank zich in feite vastgeklemd op het hoge hefboomniveau.

De Mooij, Keen en Orihara (2014) hebben ook gekeken wat de impact van de hefboom is op de kans dat zich een systeemcrisis in het bankwezen voordoet. Zij berekenen dat bij een hefboom van 25 (dat wil zeggen dat de financiering van de bank voor 96% bestaat uit banktegoeden en obligaties, zoals ongeveer het geval is in Nederland) een verhoging van de VPB-voet  $t$  van 25% naar 26%, de kans op een bankcrisis doet toenemen met schattingen die variëren tussen de 0,1% tot wel 5%. Bij een hefboom beneden de 10 is dit effect echter te verwaarlozen. Dit geeft dus aan hoe belangrijk het is om de omvang van de schuldfinanciering te beteugelen vanuit de optiek van de systeemstabiliteit.

#### **BEPERKEN RENTEAFTREK (TCR-REGIME)**

In het regeerakkoord van 2017 is het voornemen opgenomen om de renteaftrek voor banken en verzekeraars te beperken tot 92% van het balanstotaal van een bank. In de Engelstalige literatuur staat dit bekend als de ‘Thin Capitalization Rule’, kortweg TCR. De verhouding vreemd vermogen ten opzichte van het balanstotaal ligt nu voor de meeste Nederlandse banken rond de 95 à 96%, waarmee de voorgestelde maatregel voor banken dus effectief zou zijn.

Laat algemener gesteld  $a$  de factor zijn die het plafond aangeeft tot waar de renteaftrek is toegestaan. Dit vermindert de omvang van het belastingsschild. Zonder plafond is het belastingsschild  $tSI/R$ . Als er een plafond is ingesteld op  $aL$ , dan heeft dit een effect op het belastingsschild als de omvang van de schuldfinanciering  $S$  dit plafond overstijgt. Laat dit het geval zijn, dan daalt het belastingsschild van  $tSI/R$  tot  $taLI/R$ . De waarde van de bank daalt dan met  $t(S-aL)/R$ . Over de tijd kan dit leiden tot een aanpassing in de omvang van de schuldfinanciering  $S$ , bijvoorbeeld tot de grens van het plafond  $aL$ . Dit heeft echter geen invloed op de waarde van de bank.

In de plannen voor deze kabinetsperiode is eveneens sprake van een verlaging van het VPB-tarief. Ook dit zal het belastingsschild en daarmee het motief voor schuldfinanciering doen dalen. Laat  $\tau$  het nieuwe tarief zijn, waarvoor dus geldt  $\tau < t$ . Dan daalt het belastingsschild verder van  $tSI/R$  via  $taLI/R$  tot  $\tau aLI/R$ .

Veel landen hebben een bepaalde variant van het TCR-regime, volgens het IMF (2016b) gaat het om ongeveer 60 landen. Daarbij zijn er belangrijke variaties tussen landen, zowel wat betreft de doelstelling (het tegengaan van belastingontwijking of het beperken van schuldfinanciering), de bedrijven die worden geraakt (sommige landen differentiëren tussen financiële en niet-financiële bedrijven), en om

welke schulden het gaat (alle schulden of alleen schulden binnen eenzelfde concern). Het IMF (2016b: 22-23) stelt dat de TCR-maatregel vooral schuldfinanciering bij bedrijven tegengaat wanneer het wordt toegepast op alle schulden.

Men zou zich af kunnen vragen waarom de renteaftrek niet in een keer helemaal wordt afgeschaft. Gegeven de huidige omvang van de schuldenberg zou dit veel ondernemingen in de problemen brengen. Wanneer men dit pad bewandelt, moet dat in kleine stapjes gaan, om grote macro-economische schokken te voorkomen. Om dezelfde reden wordt de renteaftrek op hypotheeklen in kleine stapjes teruggebracht. Voor banken is het extra ingewikkeld, aangezien rentelasten die voortvloeien uit hun geldscheppingsrol een inherent onderdeel van hun bedrijfsmodel zijn. Bovendien moet men voor het bedrijfsleven rekening houden met arbitrage tussen de verschillende landen en tracht de overheid belastingarbitrage te voorkomen. Aanpassingen van het belastingregime kunnen gepaard gaan met ontwijkgedrag via internationale belastingarbitrage.

#### **AFTREK OP EIGEN VERMOGEN (ACE-REGIME)**

Er is nog een ander regime dat het ongelijke speelveld tussen de twee vormen van financiering in sterke mate gelijktrekt: het *Allowance for Corporate Equity*-regime, kortweg ACE genoemd. Dit alternatief voor het beperken van de renteaftrek werkt juist de andere kant op door ook aftrek op het eigen vermogen (kapitaal) toe te staan. Op deze wijze trekt dit het speelveld tussen de alternatieve financieringsvormen ook gelijk. In dit regime is er een aftrek voor een 'normaal' rendement op het eigen vermogen. Als het erom gaat de hefboom in de financiële sector te verminderen, kan deze belastingaftrek ook exclusief voor de banken en verzekeraars worden ingevoerd (IMF 2016b).

Laat  $G$  de risicoloze rente op een staatsobligatie zijn die gebruikt mag worden om het 'normale' rendement op het eigen vermogen te bepalen. De ACE geeft dan een belastingvrijstelling van  $GE$ , het rendement op het aandelenvermogen als dit geïnvesteerd zou zijn in staatsobligaties. In dit regime ontvangt de belastingdienst niet  $t(LR-SI)$ , maar  $t(LR-SI-EG)$ .

Voor de aandeelhouders blijft er dan

$$(1-t)(LR-SI) + tEG = (1-t)(LR-SI) + t(L-S)G$$

over. Door de bankleningen gedeeltelijk te financieren met banktegoeden en obligaties  $S$  besparen de aandeelhouders jaarlijks

$$t(LR-LG) - t(LR-SI-EG) = t(SI+EG-LG).$$

Deze besparing kan nog anders worden geschreven met behulp van de balansidentiteit

$$L = S + E.$$

Voor een vaste omvang van de leenportefeuille  $L$  geeft dat

$$t(SI+EG-LG) = t(SI+[L-S]G-LG) = tS(I-G) < tSI.$$

Als  $I > G$ , dat wil zeggen dat de rente op de bancaire schulden boven de rente op staatsobligaties ligt, is er voor de bank nog altijd een voordeel om zich met banktegoeden te financieren. De prikkel om een hoge hefboom aan te brengen in de bankbalans is echter wel minder. Bij  $I = G$  is het om het even wat het aandeel van de banktegoeden in de financiering is. Wanneer  $I < G$ , is er zelfs een voorkeur voor het financieren met eigen vermogen.

Invoering van de ACE betekent aan de ene kant dat de belastinggrondslag slinkt door de aftrekpost *EG*, en daarmee ook de opbrengst. Anderzijds zal de omvang van de schulden afnemen en het geïnvesteerde eigen vermogen toenemen omdat de prikkel om te financieren met vreemd vermogen afneemt. Het netto-effect op de belastingopbrengst indien de belastingvoet ongewijzigd blijft, is waarschijnlijk licht negatief (IMF 2016b: 30). Om deze reden kan de VPB-voet iets worden verhoogd, zodat de invoering van het ACE-regime neutraal is voor de belastingontvangst. Hierbij geldt, net als bij andere aanpassingen in het fiscale regime, dat belastingarbitrage een aandachtspunt is. Complexere schema's zijn ook denkbaar waarbij de renteaftrek gelimiteerd wordt in combinatie met een aftrek voor het rendement op het eigen vermogen (zie De Mooij en Devereux 2011).

In praktische zin is het ACE-systeem ook bruikbaar gebleken. Landen als België en Italië kennen vormen van de ACE. Schepens (2016) schat dat door de invoering van het ACE-regime, de kapitaalratio ( $E/L$ ) in banken met 13,5% is toegenomen (merk op dat de verhouding  $E/L$  laag is; het gaat dus om een procentuele stijging van deze lage verhouding). België moest na invoering de wet wel aanpassen om het vrije verkeer van kapitaal in de EU te borgen. Vanwege de internationale belastingconcurrentie wordt er recentelijk weer nagedacht over terugkeer naar het oude VPB-systeem. Dit geeft aan hoe belangrijk het is afspraken hierover in EU-verband te maken.

### 3. DE RISICHOUDING VAN BANKEN EN HET BELASTINGREGIME

Over de tijd is de verhouding tussen eigen vermogen en vreemd vermogen in de balansen van banken sterk afgenomen. Het vigerende belastingregime waarbij de rentelasten voor winst kunnen worden afgetrokken is een van de factoren die hieraan heeft bijgedragen. De empirie van De Mooij en Keen (2016) en het IMF (2016b) ondersteunt deze hypothese. Gegeven de risico's verbonden aan excessieve schuldfinanciering, is het wenselijk om een gelijk speelveld te bieden voor financiering op basis van schulden en eigen vermogen. Zowel een TCR- als een ACE-regime kan hieraan bijdragen. De relevante vraag is wat de mogelijke effecten zijn van een dergelijke stap op het type activiteiten dat de bank ontplooit. Meer specifiek: welke mogelijke invloed hebben aanpassingen in het belastingregime op het risicogedrag van banken?

Om dit te analyseren gebruiken we een bekend model uit de micro-economie van banken dat de verleiding tot aangepast gedrag analyseert (zie Freixas en Rochet 2008: 33-35). Voor banken zijn banktegoeden een zeer belangrijk onderdeel van de financiering. Depositohouders kunnen de rente die op hun banktegoeden wordt geboden gemakkelijk vergelijken met de aanbiedingen van andere banken. Door concurrentie zullen die weinig van elkaar verschillen. Maar hoe de banken de gelden investeren, is minder gemakkelijk na te gaan voor deposithouders. Er is sprake van asymmetrische informatie. Deposithouders hebben beperkte mogelijkheden om de financiële bezittingen van banken te controleren, dit geeft banken enige speelruimte in de activiteiten die zij ondernemen.

We veronderstellen daarom dat de rente  $I$  die op banktegoeden wordt gegeven vaststaat en losstaat van de samenstelling van de leenportefeuille. Voor het gemak nemen we daarbij aan dat andere vormen van schuldfinanciering geen rol spelen. We zullen laten zien dat indien de rente die aan de deposithouders wordt geboden losstaat van de risicohouding van de bank, de bank bij hoge rentestanden  $I$  de neiging heeft om meer risico te nemen. Vervolgens gaan we na wat het heffen van een VPB doet met de risicohouding van een bank. Op zich remt de vennootschapsbelasting het nemen van risico. Daarna analyseren we wat de effecten zijn onder het TCR- en het ACE-belastingregime.

Stel een bank bezit een portefeuille met matig risicovolle bedrijfsleningen ter waarde van  $L$ . Maar de bank overweegt deze om te wisselen voor een risicovollere portefeuille van dezelfde waarde, met een ander rendement. De portefeuille met matige risico's is succesvol met kans  $\pi_M$  en kent dan een rendement van  $LM$ , waarbij  $M$  de rente op de bedrijfsleningen met matig risico is. De portefeuille met hoog risico is succesvol met kans  $\pi_H$  en heeft dan een rendement van  $LH$ , waarbij  $H$  de rente op deze bedrijfsleningen is. De kans op succes van de minder risicovolle portefeuille is groter dan die van de andere portefeuille, dat wil zeggen dat  $\pi_M > \pi_H > 0$ . Veronderstel verder dat de opbrengst van de hoog risicovolle leningen boven die van de minder risicovolle leningen ligt, dus  $H > M > 0$ ; maar de risicogewogen opbrengst of verwachte opbrengst is wel lager, dat wil zeggen dat  $\pi_H H < \pi_M M$ . In het geval dat het tegenzit, levert een portefeuille niets op en gaat het aandelenkapitaal  $E$  van de bank verloren. De deposithouders, of het depositogarantiestelsel, dragen dan het overblijvende verlies.

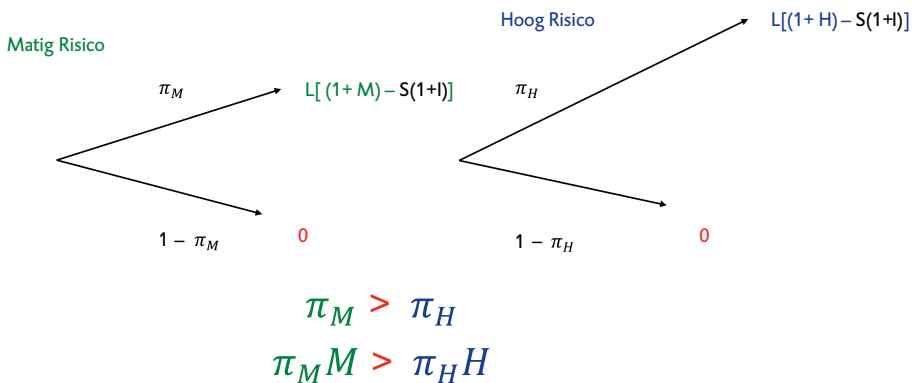
De binaire uitkomsten – ofwel succes dan wel geen enkele opbrengst – zijn gekozen voor de eenvoud, maar ook bij een continuüm van mogelijke uitkomsten en risico's verkrijgt men dezelfde conclusies. Als het goed gaat ontvangen de deposithouders de rente  $I$  op hun banktegoeden. De aandeelhouders vereisen een rendement van ten minste  $Q$ . Dit is het rendement dat in de markt op alternatieve projecten te halen valt. Tevens veronderstellen we dat de aandelenmarkt ook op achterstand staat qua informatie ten opzichte van de bank – de aandeelhouder zal geen



ander rendement eisen bij een verandering in risicokarakteristieken van de leenportefeuille van de bank. Ook kijken we niet naar eventuele veranderingen in kapitaal-eisen die voortvloeien uit een veranderde risicohouding. Aan het slot van deze notitie gaan we kort in op de verschillende aannames onder dit model.

Grafisch zijn de opbrengsten bij de twee mogelijke uitkomsten van de twee typen portefeuilles als volgt weer te geven (zie figuur III.2).

**Figuur III.2 Twee type portefeuilles**



Zonder vennootschapsbelasting is de verwachte extra toekomstige opbrengst van de portefeuille met matig risico:<sup>1</sup>

$$\begin{aligned} & \pi_M [L(1+M) - S(1+I)] + (1 - \pi_M)0 - (1+Q)E \\ &= \pi_M [LM - SI + (L - S)] - (1+Q)E \\ &= \pi_M (LM - SI + E) - (1+Q)E \end{aligned}$$

Merk op dat het eerste deel in bovenstaande uitdrukking een herschreven vorm is van de verwachte opbrengst  $L(1+M)$  minus de terugbetaling van de schuld plus rente  $S(1+I)$  in het goede scenario, waarbij  $L=E+S$  is gesubstitueerd. De verwachte opbrengst is dan  $\pi_M (LM - SI + E)$ , omdat de portefeuille met kans  $(1 - \pi_M)$  niets oplevert. Deze opbrengst moet worden afgezet tegen wat er aan eigen kapitaal is ingestoken ( $E$ ), en hoeveel het rendement is,  $QE$ , dat gemiddeld elders in de markt gerealiseerd kan worden. Zolang het verschil tussen de verwachte opbrengst  $\pi_M (LM - SI + E)$  en de opportuniteitskosten  $(1+Q)E$  positief is, is het voor de bank zinvol om de portefeuille met matig risicovolle leningen te financieren.

Een vergelijkbare uitdrukking geldt voor de portefeuille met hoog risico

$$\pi_H (LH - SI + E) - (1+Q)E$$

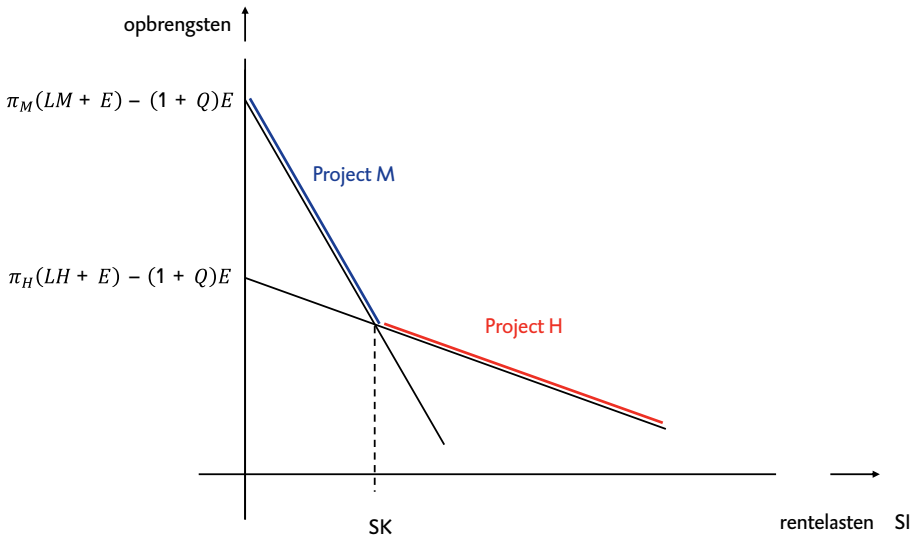
We kunnen nu analyseren bij welke depositorente  $I$  de bank kiest voor de portefeuille met matig risico, en wanneer de portefeuille met hoog risico wordt gekozen. De twee uitdrukkingen voor de portefeuillerendementen minus de opportu- teitskosten zijn grafisch weergegeven in figuur III.2. Er is een bepaalde deposito- rente waarbij de bank overstapt van de portefeuille met laag risico naar de portefe- uille met hoog risico, de kantelrente. We gebruiken voor dit specifieke renteni- veau het symbool  $K$  om aan te geven bij welke rentestand  $I$  de keuze voor het type leningen kantelt. Door beide uitdrukkingen aan elkaar gelijk te stellen en op te los- sen naar  $I$ , vinden we dat

$$K = \frac{\pi_M M - \pi_H H}{\pi_M - \pi_H} \cdot \frac{L}{S} + \frac{E}{S}$$

Waarom geeft de bank bij een hoge depositorente  $I$  de voorkeur aan het nemen van meer risico? Dat zit zo. De kosten van het betalen van de depositorente  $SI$  werken sterker door voor het project met laag risico omdat de kans op succes daar groter is:  $\pi_M > \pi_H$ . Dit maakt dat  $\pi_M SI > \pi_H SI$ . Bij lage rentestanden  $I$  domineert de project- opbrengst  $\pi_M LM > \pi_H LH$ , maar bij hoge  $I$  werken de kosten sterker door. In figuur III.2 worden de kosten weergegeven door de hellingen van de twee pro- jecten, terwijl de opbrengsten de intercepten langs de verticale as bepalen. Bij het stijgen van de depositorente  $I$  past de bank haar voorkeur voor het financieren van het type leningen aan, terwijl de rente  $I$  die aan de depositohouder wordt betaald, losstaat van deze keuze. Dit aangepaste gedrag noemt men in de Engelstalige litera- tuur 'moral hazard'.

Dit is precies wat gebeurde in de tweede fase van de crisis in de spaarbankensector in de VS begin jaren tachtig. Om voldoende tegoeden aan te trekken moesten spaarbanken hun rente verhogen, ondanks het feit dat de rente-inkomsten achter- bleven. Dit leidde vaak tot een 'alles-of-niets'-strategie waarbij de spaarbanken gokten op herstel door veel risico te nemen met hun beleggingen (Congressional Budget Office 1992).

**Figuur III.3** Projectkeuze bank zonder VPB



Vervolgens onderzoeken we het effect van een VPB-tarief op het risicogedrag van de bank. Met een vennootschapsbelastingvoet (VPB-voet) van  $t$  bedraagt de verwachte belastingafdracht respectievelijk  $t\pi_M(LM - SI)$  en  $t\pi_H(LH - SI)$ . De verwachte opbrengst na belasting luidt dan

$$(1-t)\pi_M(LM - SI) - (1+Q - \pi_M)E$$

en

$$(1-t)\pi_H(LH - SI) - (1+Q - \pi_H)E$$

Met behulp van deze twee uitdrukkingen kunnen we weer nagaan bij welke depositorente  $I$  op banktegoeden de bank indifferent is tussen de twee projecten. Door beide laatste uitdrukkingen aan elkaar gelijk te stellen en op te lossen naar  $I$ , vinden we de kantelrente

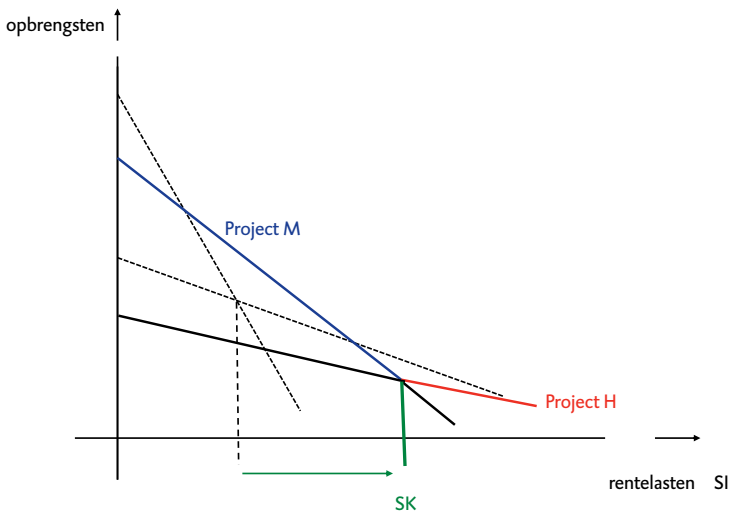
$$K = \frac{\pi_m M - \pi_H H L}{\pi_m - \pi_H} \frac{1}{S} + \frac{1}{1-t} \frac{E}{S}$$

Wat zegt deze formule? Indien de rente  $I$  die wordt vergoed op banktegoeden lager ligt dan  $K$ , dan kiest de bank voor de portefeuille met een matig risico. Stijgt de depositorente  $I$  boven  $K$ , bijvoorbeeld doordat concurrerende banken meer bieden, dan verkiest de bank de portefeuille met een hoog risico.

Met behulp van bovenstaande uitdrukking voor de kantelrente kunnen we eenduidig vaststellen wat het effect is van een belastingverhoging. Eerder lieten we al zien dat een hoger VPB-tarief  $t$  het belastingschild doet stijgen en een hogere hefboom geeft. Nu kunnen we ook nagaan wat een hoger tarief doet met het risicogedrag

van een bank. Dit volgt direct uit de tweede term van de uitdrukking voor de kantelrente  $K$  waar  $1-t$  in de noemer staat. Hoe hoger de belastingvoet  $t$  is, hoe hoger de rente  $K$  is waarbij de bank meer risico gaat nemen. In het geval dat de depositorente vlakbij de kantelrente ligt, zal een hoger tarief van de vennootschapsbelasting, het nemen van extra risico door de bank remmen. Grafisch is dit effect van een hogere VPB-voet weergegeven in figuur III.3. Door de positieve VPB-voet,  $t > 0$ , verschuiven de lijnen die de nettoprojectopbrengsten (opbrengsten minus de opportuniteitskosten) weergegeven naar beneden en gaan deze ook vlakker verlopen. Hierdoor verschuift de kantelrente  $K$  naar rechts.

**Figuur III.4** Projectkeuze bank met VPB  $t > 0$



Maar naast dit directe ‘prijseffect’, is er op termijn ook een effect van de tariefwijziging op het belastingschild. Een hoger tarief  $t$  doet het belastingschild toenemen en impliceert, zoals we al eerder zagen, dat de bank de hefboom wil verhogen. Dat wil zeggen dat de kapitaal-schuld ratio  $E/S$  gaat dalen. Dit effect werkt tegengesteld aan het directe effect van de stijging van  $1/(1-t)$  als  $t$  toeneemt. De twee effecten werken tegen elkaar in en het netto-effect is niet eenduidig vast te stellen. Hoe pakt dit uit onder de twee alternatieve belastingregimes ACE en TCR?

#### **ACE-REGIME**

Stel nu dat het ACE-systeem wordt ingevoerd, wat doet dit met de risicohouding van de bank? Laat  $G$  de denkbeeldige rente zijn die gerekend mag worden voor de aftrek op het eigen kapitaal. Dit kan bijvoorbeeld de rente op tienjarige staatsobligaties zijn. Indien de portefeuille met matig risico succesvol is, wordt er belas-

ting geheven over  $(LM - SI - EG)$ . En voor de portefeuille met veel risico zijn de belastbare inkomsten in het geval van succes  $(LH - SI - EG)$ . De uitdrukkingen voor de verwachte opbrengst na belasting zijn dan als volgt:

$$\pi_M(LM - SI) - \tau\pi_M(LM - SI - EG) - (1 + Q - \pi_M)E$$

en

$$\pi_H(LH - SI) - \tau\pi_H(LH - SI - EG) - (1 + Q - \pi_H)E$$

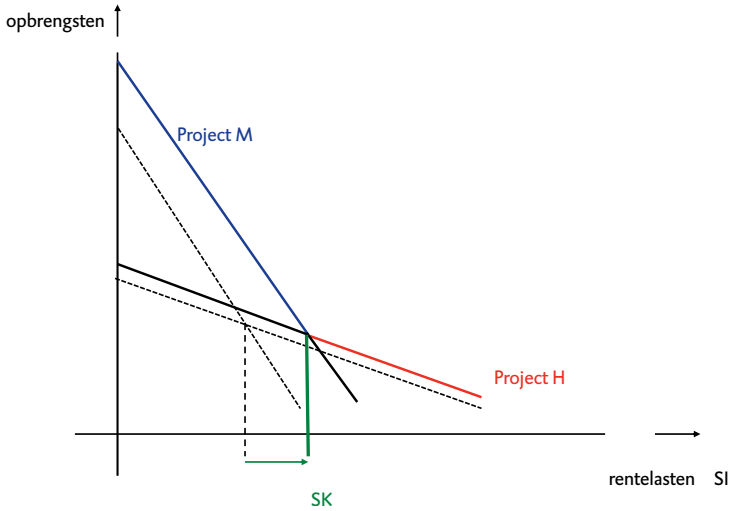
Om de belastingvoet onder het ACE-regime aan te duiden gebruiken we weer het symbool  $\tau$ . De depositorente  $K$  waarbij de bank indifferent is tussen de twee portefeuilles met leningen luidt in het geval van het ACE-regime

$$K = \frac{\pi_M M - \pi_H H}{\pi_M - \pi_H} \frac{L}{S} + \frac{1 + \tau G}{1 - \tau} \frac{E}{S}$$

Een hogere denkbeeldige rente  $G$  voor de aftrek op eigen vermogen doet de kantelrente  $K$  stijgen, waarmee de neiging tot het nemen van meer risico wordt gematigd. Tevens heeft een hoger ACE-tarief  $\tau$  een opstuwend effect op  $K$ . Bovendien vinden we dat een stijging van de belastingvoet  $\tau$  nu extra hard doorwerkt in de toename van  $K$ , omdat  $\tau G$  positief in de teller voorkomt en  $1 - \tau$  in de noemer staat. Als bovendien de opbrengst van de vennootschapsbelasting bij overgang op het ACE-systeem gelijk moet blijven, dan dient  $\tau > t$  en neemt de neiging tot aangepast gedrag nog meer af.

Zonder een tariefswijziging is het effect van het ACE-regime getekend in figuur III. 4. De aftrek op het eigen vermogen laat beide netto-opbrengstlijnen stijgen, evenwijdig aan de oude lijnen, maar meer voor de portefeuille met gemiddeld risico. De twee intercepten nemen toe met respectievelijk  $t\pi_M EG$  en  $t\pi_H EG$ . Maar  $t\pi_M EG > t\pi_H EG$ , zodat de kantelrente naar rechts verschuift. Het ACE-regime is neutraal met betrekking tot de financieringsvorm en heeft bijgevolg geen effect op de hellingshoek van de twee lijnen. Op termijn zal de invoering van een ACE-regime, onder de gemaakte aannames, niet alleen een prijseffect hebben, maar ook tot aanpassingen in de financieringsmix leiden.

**Figuur III.5** Projectkeuze bank met VPB en ACE



### TCR

In dit regime wordt de hefboom begrensd door een plafond op de renteaftrek. Laat  $a$  weer het percentage van het balanstotaal zijn waarmee de aftrek wordt beperkt. Stel bovendien dat  $S \geq aL$ , zodat de beperking voor beide typen portefeuilles effectief is. Tevens veronderstellen we dat het VPB-tarief simultaan met de invoering van het renteplafond wordt verlaagd van  $t$  tot  $\tau$ , zoals is voorgesteld in het regeerakkoord. De uitdrukkingen voor de verwachte opbrengst na belasting zijn dan als volgt:

$$\pi_M(LM - SI) - \tau\pi_M(LM - aLI) - (1 + Q - \pi_M)E$$

en

$$\pi_H(LH - SI) - \tau\pi_H(LH - aLI) - (1 + Q - \pi_H)E$$

Dan is de uitdrukking voor de kantelrente

$$K = \frac{(\pi_M M - \pi_H H)(1 - \tau)L}{(\pi_M - \pi_H)(S - \tau aL)} + \frac{E}{S - \tau aL}$$

We bespreken een tweetal effecten. Allereerst het prijseffect zonder dat de hoeveelheden vreemd vermogen  $S$  en kapitaal  $E$  veranderen. Over de tijd zullen deze wel veranderen. Ten tweede bespreken we de gecombineerde effecten van de tariefwijziging en de hoeveelhedaanpassingen. Ten slotte laten we zien hoe een combinatie met het ACE-regime nog effectiever kan zijn in het temperen van het risicogedrag.

**PRIJSEFFECT**

Wat is het gecombineerde effect van een verlaging van  $t$  tot  $\tau$ ,  $\tau < t$ , en de aftrekbeperkende factor  $a < 1$ ? De TCR-regeling impliceert

$$K = \frac{(\pi_m M - \pi_H H)(1 - \tau)L}{\pi_m - \pi_H} + \frac{E}{S - \tau a L}$$

Voorheen hadden we

$$K = \frac{\pi_m M - \pi_H H L}{\pi_m - \pi_H} + \frac{1}{S} \frac{E}{1 - t}$$

Vergelijk de twee delen van beide formules. We gaan ervan uit dat de aftrekbeperking effectief is, dat wil zeggen dat  $S > aL$ . Onder deze voorwaarde geldt dat

$$\frac{S}{S - \tau a L} < \frac{1}{1 - t}$$

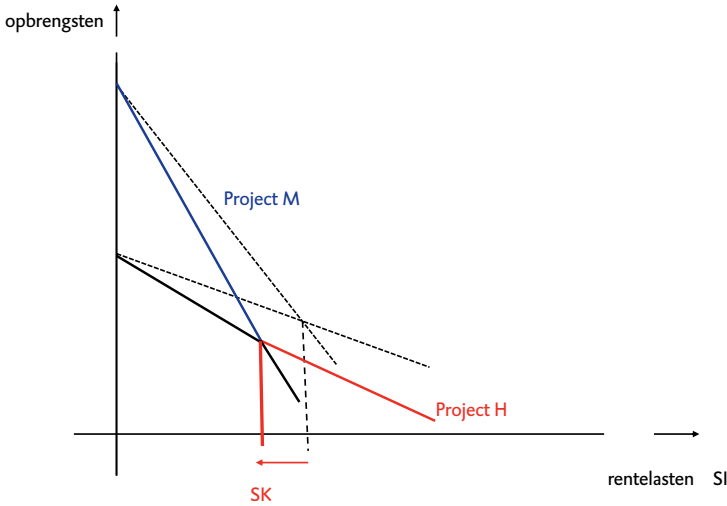
en

$$\frac{(1 - \tau)S}{S - \tau a L} < 1$$

Dit betekent dat de gecombineerde verlaging van het VPB-tarief en de beperking van de renteaftrek de kantelrente  $K$  verlaagt. Door  $a$  te verlagen gecombineerd met de tariefverlaging tot  $\tau$ , neemt  $K$  in eerste instantie juist af in plaats van toe. Bij gelijkblijvende hefboom zal dan een toekomstige stijging van de depositorente eerder aanleiding geven om over te stappen naar het financieren van meer risicovolle leningen. Dit is in eerste instantie tegengesteld aan wat het ACE-systeem bereikt. Maar op termijn speelt er ook een hoeveelheidseffect.

Zonder een tariefswijziging te betrekken bij de invoering van het TCR-regime, kunnen we het begrenzen van de renteaftrek eenvoudig grafisch weergeven, zie figuur III.5. Door het renteplafond en bij ongewijzigd tarief, roteren de netto-opbrengstlijnen naar beneden. Dit komt doordat de renteaftrek nu minder effectief is dan voorheen, wat de hellingshoek van de twee lijnen verscherpt. Hierdoor schuift de kantelrente naar links en zal de bank eerder voor de risicovollere portefeuille kiezen als de depositorente  $I$  gaat stijgen. Als daarbij de belastingvoet nog wordt verlaagd, speelt het omgekeerde effect als in figuur III.3.

**Figuur III.6 Projectkeuze bank met VPB en TCR**



**HOEEVELHEIDSEFFECTEN**

Als resultaat van de tariefsverlaging zal op termijn de hoeveelheid schuldfinanciering gaan dalen omdat het belastingschild afneemt, zoals blijkt uit de schattingen in De Mooij, Keen en Orihara (2014) en De Mooij en Keen (2016) met betrekking tot het effect van een VPB-verandering. Het IMF (2016b) berekent dat een TCR-regime door het verlagen van  $a$  ook de hoeveelheid depositofinanciering vermindert. Stel bijvoorbeeld dat de hoeveelheid banktegoeden daalt tot de aftrekbare marge, dat wil zeggen tot  $S=aL$ . Dat impliceert dat de hoeveelheid eigen kapitaal toeneemt tot  $(1-a)L$ . Dit geeft een kantelrente van

$$K = \frac{(\pi_m M - \pi_H H)}{(\pi_m - \pi_H)} \frac{1}{a} + \frac{1-a}{a} \frac{1}{1-\tau}$$

ten opzichte van het uitgangspunt

$$K = \frac{\pi_m M - \pi_H H}{\pi_m - \pi_H} \frac{L}{S} + \frac{E}{S} \frac{1}{1-t}$$

Het gevolg is dat de kantelrente  $K$  door de hoeveelheidseffecten *wel* toeneemt als we bijvoorbeeld de voor Nederland relevante parameterwaarden invullen. Deze zijn als volgt: in de huidige situatie is  $E/S$  ongeveer 0,04 zodat  $L/S$  bij benadering 1,04 is. Het huidige VPB-tarief bedraagt  $t=0,25$ . In het regeerakkoord van 2017 wordt voorgesteld om  $a$  te beperken tot 0,92 en gaat het tarief in drie stappen naar  $\tau=0,21$ . Dit alles betekent dat

$$\frac{E}{S} \frac{1}{1-t} = \frac{0,04}{0,75} = 0,05 < 0,11 = \frac{0,08/0,92}{0,79} = \frac{1-a}{a} \frac{1}{1-\tau}$$



Op termijn geeft het in het regeerakkoord voorgestelde TCR-regime gecombineerd met de tariefsverlaging dus een verbetering in de risicohouding als de veronderstelde hoeveelheid schuldfinanciering van banken inderdaad daalt tot 92%. Kan het nog beter?

#### COMBINATIE TCR EN ACE

De vraag is of, gegeven de negatieve prijseffecten inherent aan het TCR-regime, een combinatie van de regeringsplannen en het ACE-principe nog effectiever kan werken. Indien in de regeringsplannen naast de renteaftrek tevens een aftrek voor eigen kapitaal wordt toegestaan, dan gaat de kantelrente van

$$K = \frac{(\pi_m M - \pi_H H)}{(\pi_m - \pi_H)} \frac{1}{a} + \frac{1-a}{a} \frac{1}{1-\tau}$$

naar

$$K = \frac{(\pi_m M - \pi_H H)}{(\pi_m - \pi_H)} \frac{1}{a} + \frac{1-a}{a} \frac{1+\tau G}{1-\tau}$$

De factor  $\tau G$  in de teller van de tweede term zorgt voor een extra opdrijvend effect op  $K$ . Maar omdat de extra aftrek de belastingbasis versmalt, zal de voet  $\tau$  weer iets moeten worden verhoogd om dezelfde opbrengst te genereren, als de maatregel belastingneutraal wordt ingevoerd. Ook dit zal de kantelrente weer verhogen en daarmee de risicogeneidheid afremmen. Eventueel kan dit een apart tarief alleen voor banken zijn. Dus langs twee kanten pakt de combinatie van TCR en ACE positief uit. Op termijn zal door deze combinatie de hoeveelheid schuldfinanciering waarschijnlijk extra dalen (beneden  $aL$ ).

#### 4. TOT SLOT

Hoe belangrijk het belastingregime is voor het beteugelen van het risicogedrag en de hefboom van banken is niet nauwkeurig te zeggen op basis van het bovenstaande simpele model. Uit de analyse blijkt dat een combinatie van een beperking van de renteaftrek (het door het kabinet voorgestelde renteplafond) in combinatie met een aftrek op eigen vermogen volgens het ACE-regime kan helpen om tot een gelijk spelveld te komen tussen financiering op basis van schulden en financiering op basis van eigen vermogen.

Bij deze conclusies moeten we wel vermelden dat de onderliggende aannames van het model de werkelijkheid sterk versimpelen. We nemen bijvoorbeeld aan dat de schuldfinanciering van de bank volledig van depositohouders komt en dat zij geen hogere rente eisen bij een veranderde risicohouding van de bank. Dat dit geldt voor depositohouders is goed te beargumenteren; het is voor hen moeilijk na te gaan wat de bank precies doet en welke risico's dat oplevert. In de praktijk zijn er echter meer schuldverstrekkers, die zich beter informeren en een hogere vergoeding eisen

van bedrijven die veel risico nemen ten opzichte van bedrijven die minder risico nemen. Het model neemt ook aan dat de aandeelhouders niet reageren op een veranderende risicohouding van de bank. De risicovollere bedrijven hebben daardoor in de praktijk wel hogere financieringskosten. Een andere versimpeling is dat we in de analyse geen rekening houden met kapitaaleisen die afhankelijk zijn van het risico dat in de bankbalans zit. Hoewel het niet moeilijk is om daar rekening mee te houden, compliceert dit de berekeningen onnodig. Ten slotte gaat het model uit van het gedrag van een individuele bank. Of de bevindingen ook gelden wanneer alle Nederlandse banken blootgesteld zijn aan veranderde maatregelen kan niet uit het model worden afgeleid.

Wel blijkt uit empirisch werk dat deze aanpak kan helpen. Volgens het IMF (2016b) dragen het TCR-regime en het ACE-regime bij aan minder prikkels voor schuldfinanciering. De Europese Commissie heeft al een aantal voorstellen gedaan voor een gelijke fiscale behandeling van schuld en eigen vermogen (zie bijv. Europese Commissie 2016c). Het nu voorgestelde TCR-regime, mogelijk gecombineerd met een aftrek op eigen vermogen volgens het ACE-regime, zou eraan kunnen bijdragen om de excessieve schuldfinanciering binnen het bankwezen tegen te gaan. Daarbij zijn de omstandigheden vanwege lage rentes relatief gunstig. Dit geldt voor het TCR-regime, omdat een beperking van aftrekbaarheid van rentelasten draaglijker is in geval van lage dan in geval van hoge rentes. Het geldt ook voor het ACE-regime; de rente op staatsobligaties staat nu zeer laag, waardoor een belastingneutrale invoering van het ACE-regime mogelijk is. De aftrek op het eigen vermogen is relatief beperkt en kan gemakkelijk gecompenseerd worden met een kleine tariefsverhoging. Als de rente op termijn weer stijgt, geeft dit een geleidelijke aanpassing in de aftrek op eigen vermogen en vreemd vermogen.

## NOOT

- 1 In de eerste uitdrukking staan de netto verwachte opbrengsten van de portefeuille maal de kans op succes tussen vierkante haken. Deze netto opbrengsten zijn afgezet tegen het minimaal geëiste rendement op het eigen vermogen  $E$  door aandeelhouders  $(1+Q)E$ . Het verschil is de extra verwachte opbrengst.

## BIJLAGE IV BEGRIPPENLIJST

*Hieronder volgt een overzicht met uitleg van een aantal termen en begrippen die gebruikt worden in dit rapport. Dit is bedoeld als handreiking naar de lezer die minder vertrouwd is met de materie. Voor sommige begrippen zijn er uiteraard meerdere definities mogelijk. Voor de leesbaarheid hebben we niet alle mogelijke nuances aangegeven.*

- **Bank**

Juridisch gezien is ‘bank’ op dit moment een beschermde naam die alleen gebruikt mag worden voor “een onderneming waarvan de werkzaamheden bestaan in het bij het publiek aantrekken van deposito’s of van andere terugbetaalbare gelden en het verlenen van kredieten voor eigen rekening.” (art. 4 Verordening kapitaalvereisten). In deze definitie komt niet duidelijk naar voren dat banken bij het verstrekken van krediet nieuwe deposito’s creëren. In dit rapport wordt de term bank breder gebruikt, ook voor bepaalde financiële instellingen die maar één van de twee genoemde diensten aanbieden.

- **Betaalbank**

Instelling die zich alleen met betalen en sparen bezighoudt.

- **Centralebankreserves**

Tegoeden die banken aanhouden bij de centrale bank. Centralebankreserves dienen als betaalmiddel voor banken onderling en tussen banken en centrale banken. Banken kunnen hun reserves bij de centrale bank inwisselen voor contant geld. Ook kunnen banken extra reserves lenen bij de centrale bank. Burgers en niet-bancaire private instellingen hebben geen toegang tot deze reserves. Deze reserves worden daarom niet tot de maatschappelijke geldhoeveelheid gerekend.

- **Digitaal centralebankgeld**

Digitale tegoeden bij de centrale bank die voor het publiek toegankelijk zijn en waarmee betalingen kunnen worden verricht. Op dit moment bieden centrale banken geen betaalrekeningen aan particulieren, al is dit in sommige landen in het verleden wel in beperkte mate gebeurd. Vandaag de dag hebben alleen banken rekeningen bij de centrale bank. Omdat de tegoeden die daarop staan alleen voor banken toegankelijk zijn en niet als geld in de maatschappij functioneren, spreekt men in dit verband niet van digitaal centralebankgeld maar van centralebankreserves.

- **Eigen vermogen**

Het bedrag dat overblijft wanneer je de waarde van alle bezittingen van een bedrijf vermindert met de schulden. Het is in feite het geld dat de eigenaars zelf hebben ingelegd, vermeerderd met ingehouden winsten en vermindert met gemaakte verliezen en uitgekeerd dividend.

- **Financiële sector**

Alle instellingen die diensten aanbieden die ervoor zorgen dat we kunnen betalen, sparen, lenen en verzekeren. Hieronder vallen bijvoorbeeld banken, verzekeraars, pensioenfondsen en beleggingsinstellingen.

- **Financieringsinstelling**

Instelling die zich bezighoudt met het verstrekken van krediet. In het publiek-geldsysteem kan deze instelling daartoe geen nieuw giraal geld creëren – nieuw geld kan in dat systeem alleen door de centrale bank worden gecreëerd.

- **Geld**

Het algemeen geaccepteerde middel om betalingen mee te doen. Vandaag de dag zijn er twee algemeen erkende vormen: contant geld, te weten munten en bankbiljetten en giraal geld, de tegoeden bij commerciële banken.

- **Geldhoeveelheid**

De maatschappelijke geldhoeveelheid beschrijft de hoeveelheid geld in het bezit van het publiek (burgers en bedrijven, met uitzondering van banken). Er zijn verschillende afbakeningen van de geldhoeveelheid, afhankelijk van wat als geld wordt meegeteld. Deze worden uitgedrukt met M (van *money*) gevolgd door een cijfer. Bij de smalle afbakening (M<sub>1</sub>) worden alleen contanten en betaaltoegoeden meegeteld. Bij bredere afbakeningen (M<sub>2</sub> en M<sub>3</sub>) wordt ook spaargeld meegerekend en financiële instrumenten die relatief snel, eenvoudig en met niet of nauwelijks verlies in waarde in betaaltoegoeden kunnen worden omgezet (zie ook tabel 1.1). Naast de maatschappelijke geldhoeveelheid is er ook nog de basisgeldhoeveelheid. Hierbij gaat het om het totaal aan contant geld en centralebankreserves. Dit wordt aangeduid met Mo. M<sub>1</sub> en Mo overlappen deels (het contant geld dat in handen is van het publiek telt voor beide mee).

- **Geldmarkt**

Verwijst naar de vraag naar en het aanbod van financiële middelen met een korte looptijd (korter dan een jaar). Een belangrijk onderdeel van de geldmarkt is de interbancaire markt, waar banken met een overschot aan centralebankreserves deze voor een korte periode uitlenen aan banken met een tekort.

- **Geldstelsel**

Het geheel van giraal en contant geld. In het geldstelsel spelen de centrale bank en commerciële banken (geldscheppende instellingen) een belangrijke rol.

- **Giraal geld**

Tegoeden op een betaal- of spaarrekening.

- **Hefboomratio**

Het percentage eigen vermogen ten opzichte van de totale bezittingen op een bankbalans. Het verschil tussen de hefboomratio en de kapitaalratio is dat bij de kapitaalratio ook het risicoprofiel van de bezittingen wordt meegenomen en naast eigen vermogen een beperkt aantal schuldinstrumenten meetelt als kapitaal.

- **Inflatie/deflatie**  
Een stijging respectievelijk daling van het algemene prijspeil in een economie. Het is niet vanzelfsprekend wat moet worden meegenomen bij het bepalen van het algemene prijspeil. Over het algemeen wordt inflatie berekend met behulp van de consumentenprijsindex (CPI). De CPI geeft aan hoe de prijzen van bepaalde geselecteerde goederen en diensten in een jaar zijn ontwikkeld. In de EU wordt gebruik gemaakt van een geharmoniseerde prijsindex (de HICP).
- **Kapitaalmarkt**  
Verwijst naar de vraag naar en het aanbod van financiële middelen met een lange looptijd (langer dan een jaar). Het gaat hierbij bijvoorbeeld om de uitgifte van, en de handel in aandelen en langlopende obligaties.
- **Kapitaalratio**  
Het percentage kapitaal ten opzichte van de totale, naar risico gewogen bezittingen op een bankbalans. Kapitaal is het eigen vermogen van de bank plus een beperkt aantal schuldinstrumenten. Relatief risicovolle bezittingen vereisen meer kapitaal dan relatief veilige bezittingen.
- **Kapitaalregulering**  
Beleid dat erop gericht is dat banken genoeg kapitaal (eigen vermogen plus een beperkt aantal schuldinstrumenten) hebben om zo verliezen op te kunnen vangen zonder dat hun solvabiliteit in gevaar komt.
- **Kwantitatieve verruiming**  
Bij kwantitatieve verruiming, onderdeel van het monetair beleid dat centrale banken sinds de crisis voeren, koopt de centrale bank op grote schaal financiële bezittingen van banken of andere instellingen.
- **Liquide bezittingen**  
Bij liquide bezittingen van een bank gaat het om contant geld, centralebankreserves en bezittingen die binnen een korte termijn (30 dagen) kunnen worden verkocht en daarmee omgezet in centralebankreserves.
- **Liquiditeitsrisico**  
Het risico dat het verschil in looptijd tussen de bezittingen en de schulden van bijvoorbeeld een bank oplevert. De bank moet de tegoeden van depositohouders onmiddellijk kunnen betalen, terwijl veel van de schulden van anderen aan de bank (de bankkredieten) niet direct opeisbaar zijn.
- **Looptijdtransformatie**  
Het verschil in looptijd tussen de schulden en de bezittingen van bijvoorbeeld een bank. Banken bieden aan de ene kant rekeningen aan waarvan de tegoeden snel of direct opneembaar zijn. Aan de andere kant verstrekken zij leningen met een lange looptijd, bijvoorbeeld hypotheeken. Deze looptijdtransformatie zorgt voor een inherent liquiditeitsrisico.
- **Macroprudentieel beleid**  
Beleidsmaatregelen die specifiek gericht zijn op het waarborgen van de stabiliteit van de financiële sector als geheel. Macroprudentieel beleid tracht het handelen van financiële instellingen, burgers en bedrijven zodanig te beïnvloeden

dat systeemrisico's worden tegengegaan. Dit bijvoorbeeld door extra kapitaal-eisen te stellen aan systeembanken of het anticyclisch verhogen van kapitaal-eisen.

- **Microprudentieel beleid**

Beleidsmaatregelen die specifiek gericht zijn op het waarborgen van de stabiliteit van individuele banken. Bijvoorbeeld door van banken te eisen dat zij voldoende eigen vermogen hebben om verliezen op te vangen en dat zij voldoende stabiele financiering hebben.

- **Monetair beleid**

Beleidsmaatregelen die primair gericht zijn op het waarborgen van de interne en/of externe stabiliteit van de munt. Afhankelijk van land en periode heeft monetair beleid ook nog andere doelen, zoals het bijdragen aan economische stabiliteit en werkgelegenheid. Monetair beleid wordt vandaag de dag primair vormgegeven door het variëren van de rentes die centrale banken rekenen aan commerciële banken. Sinds de crisis maken centrale banken ook gebruik van kwantitatieve verruiming, waarbij zij op grote schaal financiële bezittingen van banken en andere instellingen opkopen.

- **Monetair-financieel systeem**

Geldscheppende instellingen, andere financiële instellingen, centrale banken en toezichthouders die tezamen effect hebben op het functioneren van geldschepping, betalen, sparen, kredietverlening en verzekeren.

- **Obligatie**

Een verhandelbaar schuld papier uitgegeven door de overheid (staatsobligatie), een financiële instelling of een bedrijf. Door het aangaan van een obligatielening krijgt de instelling geld ter beschikking, maar daar staat een schuld tegenover die de instelling moet aflossen en waar de instelling rente over moet betalen.

- **Publiekgeldsysteem**

Een systeem met een strikte scheiding tussen het betaaldeel en het financieringsdeel. Geld staat direct bij de centrale bank of bij betaalbanken waarbij tegoeden voor honderd procent zijn gedekt met centralebankreserves. Nieuw geld kan alleen door de centrale bank worden gecreëerd. In het financieringsdeel dienen instellingen eerst geld op te halen voordat zij leningen kunnen verstrekken.

- **Repo**

De afkorting van *repurchase agreement*. Bij een repo verkoopt een partij een financiële bezitting (bijvoorbeeld een staatsobligatie) aan een andere partij, met de belofte om deze op een later tijdstip terug te kopen. De verkopende partij krijgt op die manier voor een bepaalde tijd beschikking over geld, de kopende partij krijgt beschikking over het financiële instrument. Repo's vervullen verschillende functies. Voor institutionele beleggers is het bijvoorbeeld een manier om hun geld relatief veilig te kunnen 'stallen'. Omdat het deposito-

garantiestelsel niet alle tegoeden dekt, is een repo een manier om grote bedragen voor een bepaalde tijd tegen onderpand ‘weg te zetten’. De tegenpartij heeft op deze manier juist beschikking over liquiditeit.

- **Risicotransformatie**

Het verschil in risico tussen de schulden en de bezittingen van bijvoorbeeld een bank. De eigendommen van een bank kunnen in waarde fluctueren, terwijl de schulden van een bank (zoals onze girale tegoeden) een vaste nominale waarde hebben.

- **Schaduwbank**

Financiële instelling die formeel geen bank is maar die activiteiten ontplooit die sterk lijken op die van banken. Definities van wat een schaduwbank is lopen uiteen. Schaduwbanken zijn vaak nauw verweven met het bankwezen, maar kunnen in tegenstelling tot banken zelf geen giraal geld scheppen.

- **Solvabiliteit**

De mate waarin een bedrijf voldoende eigen vermogen heeft om verliezen op te vangen.

- **Staatsobligatie**

Verhandelbaar schuldpapier uitgegeven door de overheid.

- **Systeemrisico**

Het risico dat zich ontwikkelingen voordoen die het financiële stelsel als geheel bedreigen, waardoor uiteindelijk de economie forse schade oploopt.

- **Vreemd vermogen**

De schulden van een bank of bedrijf.





## LITERATUUR

- Abdelal, R. (2007) *Capital Rules. The Construction of Global Finance*, Cambridge, MA / Londen: Harvard University Press.
- Adfonso, G., J.A.C. Santos en J. Traina (2014) 'Do "Too-Big-To-Fail" Banks Take On More Risk?', *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review* 20, 2: 41-58.
- Admati, A., F. Allen, R. Brealey et al. (2010) 'Healthy banking system is the goal, not profitable banks', *Financial Times* 9 november.
- Admati, A.R. en M. Hellwig (2013) *The Bankers' New Clothes: what's wrong with banking and what to do about it*, Princeton: Princeton University Press.
- Admati, A.R., P.M. Demarzo, M.F. Hellwig en P. Pfleiderer (2018) 'The leverage ratchet effect', *The Journal of Finance* 73, 1: 145-198.
- Adrian, F.T. en H.S. Shin (2008) 'Liquidity and financial contagion', *Financial Stability Review, Special Issue on Liquidity* 11, 1-7.
- Adviescommissie Toekomst Banken (2009) *Naar herstel van vertrouwen*, Amsterdam: Nederlandse Vereniging van Banken.
- Aikman, D., M. Galesic, G. Gigerenzer, S. Kapadia, K.V. Katsikopoulos, A. Kothiyal, E. Murphy en T. Neumann (2014) 'Taking Uncertainty Seriously: Simplicity versus Complexity in Financial Regulation', *Bank of England Financial Stability Paper* 28, DOI: 10.2139/ssrn.2432137.
- Algemene Rekenkamer (2016) *Brief aan de Tweede Kamer over Ontwikkelingen interventies kredietcrisis*, Den Haag: Algemene Rekenkamer.
- Anheier, H.K. (2013) 'Institutional Voids and the Role of Civil Society: the Case of Global Finance', *Global Policy* 5, 1: 23-35.
- Arcand, J.L., E. Berkes en U. Panizza (2015) 'Too much Finance?', *Journal of Economic Growth* 20, 2: 105-148.
- Ark, van B. en H. de Jong (1996) 'Accounting for economic growth in the Netherlands since 1913', *Economic and social history in the Netherlands* 7: 199-242.
- Autoriteit Consument en Markt (2014) *Barrières voor toetreding tot de Nederlandse bancaire retailsector*, Den Haag: ACM.
- Bachetta, P. (2017) 'The Sovereign Money Initiative in Switzerland: An Assessment', *Swiss Finance Institute Research Paper* 17-25, DOI: 10.2139/ssrn.2994926.
- Bakker, A. F. P. (1996) *International financial institutions*, Londen: Longman.
- Bakker, A. F. P. en M. M. P. van Lent (1989) *Pieter Lieftinck, 1902-1989. Een leven in vogelvlucht*, Utrecht: Veen.
- Baltensperger, E. en J. Dermine (1986) *The Role of Public Policy in Insuring Financial Stability: a Cross-Country, Comparative Perspective*, INSEAD.
- Bank of England (2013) *Quarterly Bulletin* 2013 Q3, beschikbaar op: bankofengland.co.uk.
- Bank of England (2015) 'Cyber Risk', *Financial Stability Report* 37, 31-33.
- Bardearr, J. en M. Kumhof (2016) *The macroeconomics of central bank issued digital currencies*, beschikbaar op: bankofengland.co.uk.

- Barendregt, J. en H. Visser (1997) 'Towards a new maturity', blz. 152-194 in M. 't Hart, J. Jonker en J.L. van Zanden (red.) *A financial history of the Netherlands*, Cambridge, VK: Cambridge University Press.
- Beck, T. (2011) *The Role of Finance in Economic Development: Benefits, Risks, and Politics*, CentER Discussion Paper 141.
- Beck, T., B. Büyükkarabacak, F.K. Rioja en N.T. Valev (2012) 'Who Gets the Credit? And Does It Matter? Household vs. Firm Lending Across Countries', *The B.E. Journal of Macroeconomics* 12, 1: Art. 2.
- Benes, J. en M. Kumhof (2013) *The Chicago Plan Revisited*, IMF Working Paper 12: 202.
- Benink, H. (2018) *Banken hebben nog steeds onvoldoende buffers*, *ESB* Jaargang 103 (4766S) 11 oktober.
- Betlem, R. (2017) 'Bitcoin? Is dat een nieuwe betaalkaart?', *Het Financieele Dagblad* 14 juli, beschikbaar op: <https://fd.nl/weekend/1209813/bitcoin-is-dat-een-nieuwe-betaalkaart>.
- Bettendorf, B. en S. Cnossen (2014) *Bouwstenen voor een moderne btw*, CPB Policy Brief 02, Den Haag: Centraal Planbureau.
- Bezemer, D. (2012). *Lessen uit de crisis: Waarom we opnieuw moeten nadenken over geld*, *TPEdigitaal* 6 (3/4): 63-73.
- Bezemer, D. (2017) *Oratie Dirk Bezemer: Waarom schuldverschuiving Nederlandse hoogconjunctuur kwetsbaar maakt*, 14 maart.
- Bezemer, D. (2018) 'Tien jaar later', *De Groene* 21 maart, beschikbaar op: [www.groene.nl/artikel/tien-jaar-later-2018-03-21](http://www.groene.nl/artikel/tien-jaar-later-2018-03-21)
- Bezemer, D. en J. Muysken (2015) *Dutch Financial Fragilities*, WRR Working Paper 13, Den Haag: WRR, The Netherlands Scientific Council for Government Policy.
- Bie, R. van der (1997) *Een doorlopende groote roes. De economische ontwikkeling van Nederland, 1913-1921*, diss., Amsterdam: Vrije Universiteit.
- Bijlsma, M.J. en R.J.M. Mocking (2013) *The private value of too-big-to-fail guarantees*, CPB Discussion Paper 240, Den Haag: CPB.
- Bijlsma, M. en S. van Veldhuizen (2016) 'Verandert fintech de financiële sector', *ESB*, 101, 2 september.
- Bijlsma, M.J. en A. Dubovik (2014) *Banks, Financial Markets and Growth in Developed Countries – A survey of the empirical literature*, CPB Discussion Paper 266, Den Haag: CPB.
- Birch, D. (2017) *Before Babylon, beyond Bitcoin. From Money That We Understand To Money That Understands Us*, Londen: London Publishing Partnership.
- BIS (2010) *Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*, Bazel: Bank for International Settlements.
- BIS (2013) *Basel III: The Liquidity Coverage Ratio and liquidity risk monitoring tools*, Bazel: Bank for International Settlements.
- BIS (2014a) *Basel III: the net stable funding ratio*, Bazel: Bank for International Settlements.
- BIS (2014b) *Cyber resilience in financial market infrastructures*, Bazel: Bank for International Settlements.
- BIS (2015) *85th Annual Report*, Bazel: Bank for International Settlements.

- BIS (2016) *Reducing variation in credit risk-weighted assets – constraints on the use of internal model approaches*, Bazel: Bank for International Settlements.
- BIS (2018) *Central bank digital currencies*, Bazel: BIS.
- Bjerg, O. (2015) How is Bitcoin Money?, *Theory, Culture & Society* 33:1, 53–72.
- Bjerg, O., D. McCann, L. Macfarlane, R.H. Nielsen en J. Ryan-Collins (2017) *Seigniorage in the 21st Century: A Study of the Profits from Money Creation in the United Kingdom and Denmark*, beschikbaar op: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2921225>
- Blyth, M. (2002) *Great Transformations. Economic Ideas and Institutional Change in the Twentieth Century*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Boonstra, W.W. (2015) *Hoe werkt geldschepping?*, Utrecht: Rabobank.
- Boonstra, W.W. (2018) *Geld; wat is het, wat doet het, waar komt het vandaan?*, Amsterdam: VU University Press.
- Boot, A. (2018) 'Bancaire strategie in tijden van fintech', *ESB*, 4766, pp. 39-43.
- Boot, A. en L. Ratnovski (2016) 'Banking and Trading', *Review of Finance* 2219-2246.
- Bordo, M.D. en A.T. Levin (2017) *Central bank digital currency and the future of monetary policy*, NBER Working Papers.
- Borio, C. (2010) *Implementing a macroprudential framework: Blending boldness and realism*, Bazel: Bank for International Settlements.
- Borio, C. (2012) *The financial cycle and macroeconomics: What have we learnt?*, BIS Working Paper 395, Bazel: Bank for International Settlements.
- Borio, C. (2017) *Through the looking glass*, OMFIF City Lecture 22 september.
- Borio, C. en M. Drehmann (2009) *Towards an operational framework for financial stability: 'fuzzy' measurement and its consequences*, BIS Working Paper 284, Bazel: Bank for International Settlements.
- Bremmer, D. (2018) *Minder dan 4 op de 10 betalingen nog contant, DNB is bezorgd*, AD 29 oktober beschikbaar op: [www.ad.nl/economie/minder-dan-4-op-de-10-betalingen-nog-contant-dnb-is-bezorgd~a7a3fb34/](http://www.ad.nl/economie/minder-dan-4-op-de-10-betalingen-nog-contant-dnb-is-bezorgd~a7a3fb34/)
- Broadbent, B. (2016) *Central banks and digital currencies*, speech London School of Economics 2 maart.
- Brunnermeier, M.K., A. Crocket, C. Goodhart, A.D. Persaud en H.S. Shin (2009) *The Fundamental Principles of Financial Regulation*, Genève: International Center for Monetary and Banking Studies (ICMB) and Centre for Economic Policy Research (CEPR).
- Burgess, S. en N. Janssen (2007) 'Proposals to modify the measurement of broad money in the United Kingdom: a user consultation', *Bank of England Quarterly Bulletin* Q3.
- Buttiglione, L., P.R. Lane, L. Reichlin, V. Reinhart et al. (2014) *Deleveraging? What Deleveraging?* The 16th Geneva Report on the World Economy, Londen: CEPR Press.
- Cannas, G., J. Cariboni, L. Kazemi Veisari en A. Pagano (2014) *Updated estimates of EU eligible and covered deposits*, European Commission, Joint Research Centre, Institute for the Protection and Security of the Citizen.

- Capie, F., C. Goodhart en N. Schnadt (1994) 'The development of central banking', blz. 1-261 in S. Fischer, C. Goodhart en N. Schnadt (red.) *The future of central banking: the tercentenary symposium of the Bank of England*, Cambridge, VK: Cambridge University Press.
- Carmassi, J. en S. Micossi (2012) *Time to Set Banking Regulation Right*, Brussel: Centre for Economic Policy Research.
- Carney, M. (2014) Speech given at the 146th Annual Trades Union Congress, Liverpool, 9 september, Bank of England.
- Carruthers, B.G. (2010) 'The sociology of Money and Credit', p.355-378 in *The Handbook of Economic Sociology*, Princeton: Princeton University Press.
- Caruana, J. (2016) *Monetary policy for financial stability*, Keynote speech by Jaime Caruana, General Manager, Bank for International Settlements, 52<sup>nd</sup> SEACEN Governors' Conference, Naypyidaw, Myanmar, 26 november.
- Cavelaars, P., J. de Haan, P. Hilbers en B. Stellinga (2013) 'Uitdagingen voor financieel toezicht na de crisis', in P. Welp et al. (red.) *De staat van toezicht. Sector- en themastudies*, WRR-verkenningen nr. 27, Amsterdam: AUP.
- CBS (2001) *Tweehonderd jaar statistiek in tijdreeksen 1800-1999*, Den Haag: CBS.
- CBS (2009) *Werkloosheid jaren dertig hoogste ooit*, beschikbaar op: [www.cbs.nl/nl-nl/nieuws/2009/12/werkloosheid-jaren-dertig-hoogste-ooit](http://www.cbs.nl/nl-nl/nieuws/2009/12/werkloosheid-jaren-dertig-hoogste-ooit).
- CBS (2017) *Vertrouwen in mensen en in organisaties*, Den Haag: CBS.
- Cecchetti, S.G. en E. Kharroubi (2012) *Reassessing the impact of finance on growth*, BIS Working Paper 381, Bazel: Bank for International Settlements.
- Cecchetti, S.G. en E. Kharroubi (2015) *Why does financial sector growth crowd out real economic growth?* BIS Working Paper 490, Bazel: Bank for International Settlements.
- Chamley, C., L.J. Kotlikoff en H. Polemarchakis (2012) 'Limited-Purpose Banking – Moving from "Trust Me" to "Show Me" Banking', *American Economic Review* 102, 3: 113-19.
- Chiarella, C., P. Flaschel, F. Hartmann en C. Proaño (2011) *Stock market booms, endogenous credit creation and the implications of broad and narrow banking for macroeconomic stability*, Working Paper 7, New School for Social Research.
- Cohen-Setton, J. (2015) *QE and central bank (continued)*, blogs review beschikbaar op: <http://bruegel.org/2015/01/blogs-review-qe-and-central-bank-solvency-continued/>
- Coljé, H. (1988) *Het toezicht op de banken in Nederland*, Amsterdam: NIBE.
- Commissie De Wit (2010) *Parlementair onderzoek financieel stelsel. Rapport*, Kamerstukken II, 2009-2010, 31980, nr. 4.
- Commissie De Wit II (2012) *Parlementaire enquête financieel stelsel. Eindrapport*, Kamerstukken II, 2011-2012, 31980, nr. 61.
- Commissie Wijffels (2013) *Commissie-Structuur Nederlandse Banken: Naar een dienstbaar en stabiel bankwezen*.
- Committee on the Global Financial System (2018) *Structural changes in banking after the crisis*, CGFS Paper 60.

- Congressional Budget Office (1992) *The economic effects of the savings & loan crisis*, CBO-study, Congress of the United States.
- Constancio, V. (2015) *Financial stability risks, monetary policy and the need for macro-prudential policy*, Speech by Vítor Constâncio, Vice-President of the ECB, Warwick Economics Summit, 13 februari.
- Cournède, B. en O. Denk (2015) *Finance and economic growth in OESO and G20 countries*, OESO Working Paper 1223.
- CPB (2016) *Risicorapportage Cyberveiligheid Economie*, Den Haag: Centraal Planbureau.
- Cruijssen, C. van der, J. de Haan en D. Jansen (2013) 'Trust and Financial Crisis Experiences', *DNB Working Paper Series* 389, Amsterdam: DNB.
- Dalen, H. van, en A. Klammer (2015) *Geld*, Amsterdam: Amsterdam University Press.
- Danielsson, J., H.S. Shin en J-P. Zigrand (2012) *Endogenous and Systemic Risk*, NBER chapters, no. 12054.
- Danmarks Nationalbank (2017) Central bank digital currency in Denmark? Analysis no 28.
- De Mooij, R. en M. Keen (2016) 'Debt, Taxes, and Banks', *Journal of Money, Credit and Banking* 48, 1: 5-33.
- De Mooij, R. en M.P. Devereux (2011) 'An applied analysis of ACE and CBIT reforms in the EU', *International Tax and Public Finance* 18, 1: 93-120.
- De Mooij, R., M. Keen, en M. Orihara (2014) 'Taxation, Bank Leverage, and Financial Crises', blz. 229-252 in R. De Mooij en G. Nicodème (red) *Taxation and Regulation of the Financial Sector*, Cambridge, MA: the MIT Press.
- De Ruijter (2012) *Scenario's Woningmarkt – Risico's voor de woningmarkt en inventarisatie van beleidsopgaven*, Amstelveen: De Ruijter Strategie BV.
- De Volksbank (2017) *Jaarverslag Volksbank NV*, Utrecht: de Volksbank.
- Debelle, G. (2004) 'Household debt and the macroeconomy', *BIS Quarterly Review*, Bazel: Bank for International Settlements.
- Demertzis, M. en A. Lehmann (2017) 'Tackling Europe's crisis legacy: a comprehensive strategy for bad loans and debt restructuring', *Policy Contribution* 11: 1-15, Brussel: Bruegel.
- Denk, O. (2015) *Financial sector pay and labour income inequality: Evidence from Europe*, OESO Economics Department Working Papers No. 1225, Parijs: OESO Publishing.
- Dijk, M. van en B. Voogt (2017) *Actualisatie economische effecten van een verdere verlaging van de LTV-limiet*, CPB Achtergronddocument bij de Risicorapportage Financiële Markten 2017, 6 juni.
- Disyatat, P. (2008) *Monetary policy implementation: Misconceptions and their consequences*, BIS working paper 269, Bazel: Bank for International Settlements.
- Dixhoorn, C. van (2013a) *Full Reserve Banking: An analysis of four monetary reform plans*, Utrecht: Sustainable Finance Lab.
- Dixhoorn, C. van (2013b) *The 'Nature' of Money: Does our current money system hinder sustainable development?* Masterscriptie Universiteit Utrecht.
- DNB (2001) *Kwartaalbericht december 2001*. Amsterdam: De Nederlandsche Bank.
- DNB (2002) *Tariefstructuren en infrastructuur in het Nederlandse massale betalingsverkeer*, Amsterdam: De Nederlandsche Bank.

- DNB (2010) *Een eeuw financiële leverage van Nederlandse banken*, DNB Kwartaalbericht, Juni 2010.
- DNB (2011) *Overheidssteun aan financiële instellingen*, beschikbaar op: [www.dnb.nl/nieuws/nieuwsoverzicht-en-archieef/dnbulletin-2011/index.jsp](http://www.dnb.nl/nieuws/nieuwsoverzicht-en-archieef/dnbulletin-2011/index.jsp)
- DNB (2015a) *Nederlands depositogarantiestelsel wordt meer risicogebaseerd*, beschikbaar op: [dnb.nl/nieuws/nieuwsoverzicht-en-archieef/persberichten-2015/dnb334375.jsp](http://dnb.nl/nieuws/nieuwsoverzicht-en-archieef/persberichten-2015/dnb334375.jsp).
- DNB (2015b) *Staat van het toezicht 2015*, Amsterdam: De Nederlandsche Bank.
- DNB (2015c) *Visie op de structuur van de Nederlandse bankensector – Stabiliteit en efficiëntie door diversiteit en concurrentie*, Amsterdam: De Nederlandsche Bank.
- DNB (2016a) *De financiële stabiliteitstaak van DNB*, Amsterdam: De Nederlandsche Bank.
- DNB (2016b) *DNBulletin: Achterblijvend vertrouwen onderstreept noodzaak macroprudentieel beleid*, beschikbaar op: [www.dnb.nl/nieuws/nieuwsoverzicht-en-archieef/dnbulletin-2016/dnb346228.jsp#](http://www.dnb.nl/nieuws/nieuwsoverzicht-en-archieef/dnbulletin-2016/dnb346228.jsp#)
- DNB (2016c) *Technische mogelijkheden IBAN-portabiliteit in Nederland*, Amsterdam: De Nederlandsche Bank.
- DNB (2017) *Overzicht Financiële Stabiliteit – Voorjaar 2017*, Amsterdam: De Nederlandsche Bank.
- DNB (2018a) *Beleidsinstrumenten*, beschikbaar op: [www.dnb.nl](http://www.dnb.nl).
- DNB (2018b) *DNB en resolutie*, beschikbaar op: [www.dnb.nl](http://www.dnb.nl).
- DNB (2018c) *DNBulletin: Contant of pin? Wie betaalt, bepaalt*, 7 november.
- DNB (2018d) *Jaarverslag 2017*, Amsterdam: DNB.
- DNB (2018e) *Overzicht Financiële Stabiliteit – Najaar 2018*, Amsterdam: De Nederlandsche Bank.
- DNB (2018f) *Resultaten van de MOB-vergadering 16 mei*, beschikbaar op: [www.dnb.nl](http://www.dnb.nl).
- Dommerholt, B. en R. van Tilburg (2016) *De voor- en nadelen van publieke geldschepping*, ESB januari 2017.
- Dow, S., G. Johnson en A. Montagnoli (2015) *A critique of full reserve banking*, Sheffield Economic Research Paper Series, The University of Sheffield.
- Drehmann, M., C. Borio en K. Tsatsaronis (2011) *Anchoring countercyclical capital buffers: the role of credit aggregates*, BIS Working Paper 355, Bazel: Bank for International Settlements.
- Dyson, B., G. Hodgson en F. van Lerven (2016) *Sovereign Money. An introduction*, beschikbaar op: [positivemoney.org](http://positivemoney.org).
- ECB (2004) *The operational target of monetary policy and the rise and fall of reserve position doctrine*, beschikbaar op: [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu).
- ECB (2007) *Monthly bulletin*, februari, beschikbaar op: [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu).
- ECB (2011a) *The monetary policy of the ECB*, beschikbaar op: [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu).
- ECB (2011b) *The implementation of monetary policy in the euro area*, beschikbaar op: [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu).
- ECB (2011c) *Monthly bulletin*, januari, beschikbaar op: [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu).
- ECB (2015) 'The fiscal impact of financial sector support during the crisis', *ECB Economic Bulletin* 6, Frankfurt am Main: ECB.
- ECB (2016) *Wat zijn minimumreserveverplichtingen?*, beschikbaar op: [ecb.europa.eu](http://ecb.europa.eu).

- ECB (2018) *The definition of price stability*, beschikbaar op: [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)
- ECB Task Force on Systemic Liquidity *Systemic liquidity concept, measurement and macroprudential instruments*, Occasional Paper Series 214, oktober.
- Eekelen, L.J.J. van (1987) 'De ontwikkeling van het solvabiliteitstoezicht van De Nederlandsche Bank', *Maandschrift Economie* 51: 134-149.
- Eerden, L.A. van (2001) 'Structural regulation of the banking industry in the Netherlands: a shift of power, 1980-95', blz. 363-382 in M. Bovens, P. 't Hart en B. Guy Peters (red.) *Success and Failure in Public Governance. A Comparative Analysis*, Cheltenham/Northampton, MA: Edward Elgar.
- Egmond, N.D. van en B.J.M. de Vries (2016) *Monetaire hervorming; de mogelijkheid van een gezond financieel-economisch bestel*, beschikbaar op: [www.sustainablefinancelab.nl](http://www.sustainablefinancelab.nl).
- Eichengreen, B. (1992) *Golden Fetters. The Gold Standard and the Great Depression 1919-1939*, Oxford: Oxford University Press.
- Eichengreen, B. (2011) *Exorbitant privilege. The Rise and Fall of the Dollar and the Future of the International Monetary System*, Oxford: Oxford University Press.
- Eichengreen, B. en P. Temin (2000) 'The Gold Standard and the Great Depression', *Contemporary European History* 9, 2: 183-207.
- Eichengreen, B., M. El-Erian, A. Fraga et al. (2011) *Rethinking central banking*, Ontario: Committee on International Economic Policy and Reform.
- Eijffinger, S.C.W. (1983) *Het monetaire beleid van de Nederlandsche Bank*, Serie Researchmemoranda 19, Vrije Universiteit: Amsterdam.
- Engelen, van W. (2009) *Blauw bloed: opkomst en ondergang van de Postbank*, Amsterdam: Pearson Education NL.
- ESRB (2014) *Recommendation of the European systemic risk board of 18 June 2014 on guidance for setting countercyclical buffer rates*, beschikbaar op: [www.esrb.europa.eu](http://www.esrb.europa.eu).
- ESRB (2016) *Confidential transmission of ESRB Warning on medium-term vulnerabilities in the residential real estate sector of the Netherlands*, beschikbaar op: [www.esrb.europa.eu](http://www.esrb.europa.eu).
- ESRB (2018) *EU Shadow Banking Monitor* 3, september, Frankfurt am Main: ECB.
- ESRB ASC (2014) *Is Europe overbanked?*, Reports of the Advisory Scientific Committee 4, European Systemic Risk Board.
- Europees Hof van Justitie (2013) C-350/11 (*Argenta Spaarbank NV tegen Belgische Staat*), 4 juli 2013.
- Europees Parlement (2014) *Consumer Protection Aspects of Financial Services*, beschikbaar op: [www.europarl.europa.eu](http://www.europarl.europa.eu).
- Europese Commissie (2012) *Belastingen: Europese Commissie vraagt België om aanpassing regels notionele interestaftrek*, Brussel: Europese Commissie.
- Europese Commissie (2013) *Green Paper Long-term Financing of the European Economy*.
- Europese Commissie (2014) *Economic Review of the Financial Regulation Agenda*, Brussel: Europese Commissie.



- Europese Commissie (2016a) *Proposal for a directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2013/36/EU as regards exempted entities, financial holding companies, mixed financial holding companies, remuneration, supervisory measures and powers and capital conservation measures*, Brussel: EC.
- Europese Commissie (2016b) *Proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council amending Regulation (EU) No 575/2013 as regards the leverage ratio, the net stable funding ratio, requirements for own funds and eligible liabilities, counterparty credit risk, market risk, exposures to central counterparties, exposures to collective investment undertakings, large exposures, reporting and disclosure requirements and amending Regulation (EU) No 648/2012*, Brussel: EC.
- Europese Commissie (2016c) *Voorstel voor een Richtlijn van de Raad betreffende een gemeenschappelijke heffingsgrondslag voor de vennootschapsbelasting*, COM(2016) 685 final, Brussel: EC.
- Europese Commissie (2017) *Commission Work Programme 2018 An agenda for a more united, stronger and more democratic Europe*, Brussel: Europese Commissie.
- Fahr, S. en J. Fell (2017) 'Macroprudential policy – closing the financial stability gap', *Journal of Financial Regulation and Compliance* 25, 4: 334 – 359.
- Federale Overheidsdienst Financiën (2018) *Notionele interestaftrek: uniek en innoverend belastingvoordeel in België*, beschikbaar op: [https://financien.belgium.be/nl/ondernemingen/internationaal/buitenlandse\\_investeerders/Notionele\\_interestaftrek/#q1](https://financien.belgium.be/nl/ondernemingen/internationaal/buitenlandse_investeerders/Notionele_interestaftrek/#q1).
- Feinstein, C., P. Temin en G. Toniolo (1997), *The European Economy Between the Wars*, Oxford: Oxford University Press.
- Ferguson, N. (2008) *The Ascent of Money: A Financial History of the World*, Penguin Putnam.
- Financieel Stabiliteitscomité (2015) *Aanbeveling van het Financieel Stabiliteitscomité over de LTV-limiet na 2018*, Amsterdam: Financieel Stabiliteitscomité.
- Finansinspektionen (2018) *Countercyclical buffer rate*, beschikbaar op: [www.fi.se](http://www.fi.se).
- Flaschel, P., F. Hartmann, C. Malikane en W. Semmler (2010) 'Broad Banking, Financial markets and the return of the narrow banking idea', *Journal of Economic Asymmetries* 7, 2: 105-137.
- Fontana, G. and M. Sawyer (2016) Towards post-Keynesian ecological macroeconomics, *Ecological Economics* 121, C: 186-195.
- Forsyth, D.J. en T. Notemans (1997) *Regime Changes: Macroeconomic Policy and Financial Regulation in Europe from the 1930s to the 1990s*, Oxford: Berghahn Books.
- Frederik, J. (2012) *De geschiedenis van het 'banqueroet'*, Follow the Money, beschikbaar op: [www.ftm.nl/artikelen/de-geschiedenis-van-het-banqueroet?share=1](http://www.ftm.nl/artikelen/de-geschiedenis-van-het-banqueroet?share=1)
- Freixas, X. en J.-C. Rochet (2008) *The microeconomics of banking*, 2nd edition, Cambridge, MA: The MIT Press.
- Friedman, M. (1948) 'A Monetary and Fiscal Framework for Economic Stability', *The American Economic Review* 38, 3: 245-264.
- Friedman, M. (1961) 'The lag in effect of monetary policy', *Journal of Political economy* 69, 5: 447-466.

- FSA (2009) *The Turner Review: A regulatory response to the global banking crisis*, Londen: The Financial Services Authority.
- Fung, B.S.C. en H. Halaburda (2016) *Central Bank Digital Currencies: A Framework for Assessing Why and How*, Bank of Canada staff discussion paper 22, beschikbaar op: [bankofcanada.ca](http://bankofcanada.ca)
- Giannini, C. (2011) *The Age of Central Banks*, Cheltenham/Northampton, MA: Edward Elgar.
- Goodhart, C.A.E. (2007) *Liquidity Risk Management*, Special Paper 175, LSE Financial Markets Group Paper Series.
- Goodhart, C.A.E. (2010) *The changing role of central banks*, BIS Working Paper 326, Bazel: Bank for International Settlements.
- Goodhart, C.A.E. (2011) Money, credit and bank behaviour: need for a new approach, *National Institute Economic Review* 214, 1:F73 - F82.
- Goodhart, C.A.E. (2013) *Goodhart's Law*, Le Libellio d' AEGIS 9, 4.
- Goodhart, C.A.E. en M. Jensen (2015) Currency School versus Banking School: an ongoing confrontation, *Economic Thought* 4, 2: 20-31.
- Goodhart, C.A.E. (2016) *Determining the quantity of bank deposits*, The Basel Issue, *Banking Perspectives*.
- Goor, H. H. M. van (2001) *Banken en industrie-financiering in de 19e eeuw. De relatie tussen Mees en Stork. Van den Bergh gaat naar Engeland*, diss. Amsterdam.
- Graeber (2011) *Debt: the first 5000 years*, Brooklyn, NY: Melville House Publishing.
- Gray, S. (2011) *Central Bank Balances and Reserve Requirements*, IMF Working Paper.
- Greef, I. de, P.L.C. Hilbers en L.H. Hoogduin (1997) *Moderate Monetarism: A Brief Survey of Dutch Monetary Policy in the Post-war Period*, DNB-staff reports, no. 28, beschikbaar op: [www.dnb.nl](http://www.dnb.nl).
- Groenewegen, J. en P. Wiert (2017) *Two big distortions: bank incentives for debt financing*, ESRB Working Paper Series, no. 53, Frankfurt am Main: ECB.
- Haldane, A.G. (2009) *Rethinking the financial network*, Speech by Mr Andrew G. Haldane, Executive Director, Financial Stability, Bank of England, at the Financial Student Association, Amsterdam, 28 april.
- Haldane, A.G. (2010) *Curbing the credit cycle*, Speech presented by Andrew G. Haldane, Executive Director, Financial Stability, Bank of England, at the Columbia University Center on Capitalism and Society Annual Conference, New York, 20 november.
- Haldane, A.G. (2016) *The Great Divide*, Speech given by Andrew G. Haldane, Chief Economist, Bank of England, New City Agenda Annual dinner, 18 mei.
- Haldane, A.G. (2018) *Climbing the public engagement ladder*, speech 6 maart, Royal Society for the encouragement of Arts, Manufactures and Commerce (RSA).
- Haldane, A.G., S. Brennan en V. Madouros (2010) 'What is the contribution of the financial sector: Miracle or mirage?' in *The future of Finance: The LSE Report*, Londen: London School of Economics and Political Science.
- Handelingen II, 2015-2016, 65, item 10.
- Handelingen II, 2017-2018, 69, item 10.

- Hart, F.M.A. 't en C.E. du Perron (2006) *De geïnformeerde consument*, Deventer: Kluwer.
- Hartmann, P., S. Straetmans en C.G. de Vries (2004) 'Bank System Stability: A Cross-Atlantic Perspective', in: M. Carey en R.M. Stultz *The Risks of Financial Institutions*, NBER, Chicago en Londen: The University of Chicago Press, p. 133-192.
- He, D., R. Leckow, V. Haksar et al. (2017) 'Fintech and Financial Services: Initial Considerations', *IMF Staff Discussion Note SDN/17/05*.
- Hebous, S. en M. Ruf (2017) 'Evaluating the effects of ace systems on multinational debt financing and investment', *Journal of Public Economics* 156(C): 131-149.
- Hellwig, M. (2010) 'Capital regulation after the crisis: Business as usual?', *Preprints of the Max Planck Institute for Research on Collective Goods* 31.
- Hilbers, P. (1998) *Financial Sector Reform and Monetary Policy in the Netherlands*, IMF Working Papers no. 19.
- Huber, J. (2017) *Sovereign Money. Beyond Reserve Banking*, Cham, Zwitserland: Palgrave Macmillan.
- Humphrey, C. (1985) 'Barter and economic disintegration', *Man*, 48-72.
- IMF (2012) *Growth Resuming, Dangers Remain, Chapter 3 Dealing with Household Debt*, Washington, D.C.: International Monetary Fund.
- IMF (2015) *From Banking to Sovereign Stress: Implications for Public Debt*, IMF Policy Papers, Washington, D.C.: International Monetary Fund.
- IMF (2016a) *Debt, use it wisely*, Fiscal monitor October 2015, International Monetary Fund.
- IMF (2016b) *Tax Policy, Leverage and Macroeconomic Stability*, IMF policy paper, Washington, DC: IMF.
- IMF (2017) *Netherlands Financial System Stability Assessment*, Country Report No. 17/79, Washington, D.C.: International Monetary Fund.
- IMF-FSB-BIS (2016) *Elements of Effective Macroprudential Policies*, beschikbaar op: [www.imf.org/external/np/g20/pdf/2016/083116.pdf](http://www.imf.org/external/np/g20/pdf/2016/083116.pdf)
- Ingham, G. (1996) 'Money is a Social Relation', *Review of Social Economy* 54, 4: 507-529.
- Ingham, G. (2004) *The Nature of Money*, Cambridge: Polity Press.
- Jak, N. (2014) *Semipublieke instellingen; De juridische positie van instellingen op het snijvlak van overheid en samenleving*, Proefschrift.
- Jones, R. A. (1976) 'The origin and development of media of exchange', *Journal of Political Economy* 85, 4 (Part 1): 757-775.
- Jong, A.M. de (1967) *Geschiedenis van de Nederlandsche Bank*, vol I-III, Haarlem: Joh. Enschedé.
- Jonker, J. (1997) 'The Alternative Road to Modernity. Banking and Currency', 1814-1914, in M. 't Hart, J. Jonker en J.L. van Zanden (red.) *A Financial History of The Netherlands*, Cambridge, VK: Cambridge University Press.
- Jonker, J.P.B. (1999) 'De bakermat van het Nederlandse bankwezen, financiële markten in Nederland vanaf de Franse Tijd tot de opkomst van de handelsbanken, 1813-1870', *Wereldwijd bankieren, ABN AMRO 1824-1999*, Amsterdam: ABN AMRO.
- Jonker, N. (2013) *Social costs of POS payments in the Netherlands 2002-2012: Efficiency gains from increased debit card usage*, DNB Occasional Studies, vol. 11, no. 2, Amsterdam: DNB.

- Jonker, N., L. Hernandez, R. de Vree en P. Zwaan (2018) *From cash to cards. How debit card payments overtook cash in the Netherlands*, DNB-Occasional Studies, vol. 16 no. 1, Amsterdam: DNB.
- Jordá, O., M. Schularick en A.M. Taylor (2014) *The Great Mortgaging: Housing Finance, Crises, and Business Cycles*, Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper Series No. 23.
- Kamerstukken I, 2013-2014, 33362, nr. N.
- Kamerstukken II, 2013-2014, 33362, nr. 35
- Kamerstukken II, 2015-2016, 34346, nr. 19.
- Kamerstukken II, 2017-2018, 34858, nr. 3.
- Kamerstukken II, 2017-2018, 34971, nr. 3
- Kay, J. (2009) *Narrow Banking: The Reform of Banking Regulation*, Londen: Centre for the Study of Financial Innovation.
- Keuning, W. (2017) ‘Rabo-directeur: “Ik heb ook meegewerkt aan overkreditering”’, *Het Financieele Dagblad* 6 oktober.
- Kindleberger, C.P.M (1978) *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises*.
- King, M. (2016) *The End of Alchemy: Money, Banking and the Future of the Global Economy*, New York: W.W. Norton & Company.
- Knafo, S. (2006) ‘The Gold Standard and the Origins of the Modern International Monetary System’, *Review of International Political Economy* 13, 1:78–102.
- Konzelmann, S., F. Wilkinson, M. Fovargue-Davies en D. Sankey (2010) ‘Governance, Regulation and Financial Market Instability: The Implications for Policy and Reform’, *Cambridge Journal of Economics*, 34, 5: 929–54.
- Kotlikoff, L.J. (2010) *Jimmy Stewart Is Dead. Ending the World’s Ongoing Financial Plague with Limited Purpose Banking*, Hoboken, New Jersey: John Wiley and Sons, Inc.
- Kotlikoff, L.J. en J.C. Goodman (2009) *Solving our nation’s financial crisis with limited purpose banking*, Working Paper, Boston, MA: Boston University
- KPMG (2016) *Money Issuance: Alternative Money Systems*, report commissioned by the Icelandic Prime Minister’s Office, beschikbaar op: [www.kpmg.com](http://www.kpmg.com).
- Kroll, M. (2015) *The Monetary System in Crisis: Monetary reform proposals, and a simple suggestion for a more effective monetary policy*, World Future Council, Future Finance – Discussion Paper No. 1.
- Kumhof, M. en C. Noone (2018) *Central bank digital currencies — design principles and balance sheet implications*, Bank of England Staff Working Paper 725.
- Kymmell, J. (1992) *Geschiedenis van de algemene banken in Nederland 1860-1914, Deel I*, Amsterdam: Nederlands Instituut voor het Bank- en Effectenbedrijf.
- Kymmell, J. (1996) *Geschiedenis van de algemene banken 1860-1914, Deel II-A+B*, Amsterdam.
- Lagarde, C. (2017) *Fintech: Capturing the Benefits, Avoiding the Risks*, beschikbaar op: [blogs.imf.org/2017/06/20/fintech-capturing-the-benefits-avoiding-the-risks/](https://blogs.imf.org/2017/06/20/fintech-capturing-the-benefits-avoiding-the-risks/)
- Laina, P. (2015) ‘Proposals for Full-Reserve Banking: A Historical Survey from David Ricardo to Martin Wolf’, *Economic Thought* 4, 2: 1–19.

- Lane, P. R. (2013) 'Capital Flows in the Euro Area', *European Economy Economic Paper* 497, april.
- Langeveld, H. (2009) 'Grotendeels buitenspel. Het Nederlandse parlement en de crisis van de jaren dertig van de twintigste eeuw', blz. 37-46 in Baalen, C. van et al. (red) *Jaarboek Parlementaire Geschiedenis*.
- Larosière, de, J. (2009) *The high-level group on financial supervision in the EU-report*, Brussel: Europese Commissie.
- Lavoie, M (2003) 'A fully coherent post Keynesian model of the euro zone', 98-126 in Arestis, P., M. Baddeley en J. McCombie, J. (red), *Globalisation, Regionalism and Economic Activity*, Cheltenham: Edward Elgar.
- Layard, R., S. Nickell en R. Jackman (1991) *Unemployment – Macroeconomic Performance and the Labour Market*, Oxford: Oxford University Press.
- Lelieveldt (2017) *Betalingsverkeer: hoe markt en regelgeving elkaar maken en breken*, ESB 7 september.
- Levine, R. (1997) 'Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda', *Journal of Economic Literature* XXXV: 688-726.
- Liikanen Report (2012) *High-level Expert Group on reforming the structure of the EU banking sector*, Brussel.
- Van der Linden, M.J. (2015) Position Paper Rondetafel Geldstelsel. Utrecht: Ons Geld.
- Liu, Y. en C.B. Rosenberg (2013) *Dealing with Private Debt Distress in the Wake of the European Financial Crisis. A Review of the Economics and Legal Toolbox*, IMF Working Paper Series, WP/13/44, Washington, DC: IMF.
- Lo, S. en K. Rogoff (2015) *Secular stagnation, debt overhang and other rationales for sluggish growth, six years on*, BIS Working Paper 482, Bazel: Bank for International Settlements.
- London Economics, IFF en PaySys (2013) *Study on the impact of Directive 2007/64/EC on Payment Services in the Internal Market and on the Application of Regulation (EC) No 924/2009 on Cross-Border Payments in the Community, Final Report*, Brussel: Europese Commissie.
- Louisse, M.L. (2013) 'Het wettelijk recht op een betaalrekening is een feit, maar wel een zeer beperkt feit', *Vennootschap & Onderneming* 1: 11-15.
- Lukkezen, J. en A. Elbourne (2015) *De Nederlandse consumptie – Goede tijden, slechte tijden*, CPB Policy Brief 2015/03, Den Haag: Centraal Planbureau.
- Luyendijk, J. (2015) *Dit kan niet waar zijn: Onder bankiers*.
- Maatschappelijk Overleg Betalingsverkeer (2017a) *Rapportage 2016*, Amsterdam: MOB.
- Maatschappelijk Overleg Betalingsverkeer (2017b) *Pin-only beleid publieksbalies gemeenten – verzoek aan IPO*, Amsterdam: DNB.
- Macfarlane, L., J. Ryan-Collins, O. Bjerg, R. Nielsen en D. McCann (2017) *Making money from making money. Seigniorage in the Modern Economy*, Londen: New Economics Foundation.
- Mackintosh, S.P.M. (2014) 'Crises and Paradigm Shift', *The Political Quarterly* 85, 4: 406-412.

- McKinsey & Company (2006) *Payment Services in the Netherlands: an analysis of revenues and costs for banks. Final report*, Amsterdam: McKinsey & Company.
- McLeay, M., A. Radia en R. Thomas (2014) 'Money creation in the modern economy', *Bank of England Quarterly Bulletin* Q1: 14-27.
- Menger, C. (2007 [1871]) *Principles of Economics*, reprinted by: Auburn, AL: Ludwig von Mises Institute.
- Menger, C. (1892) *The Origins of Money*, Auburn, AL: Ludwig von Mises Institute.
- Mersch, Y. (2017) *Digital Base Money: an assessment from the ECB's perspective*, beschikbaar op: [ecb.europa.eu/press/key/date/2017/html/sp170116.en.html](http://ecb.europa.eu/press/key/date/2017/html/sp170116.en.html)
- Mian, A. en A. Sufi (2010) 'Household Leverage and the Recession of 2007-09', *IMF Economic Review* 58, 1: 74-117.
- Mian, A. en A. Sufi (2014) *House of Debt – How they (and you) caused the great recession, and how we can prevent it from happening again*, Chicago: The University of Chicago Books Press.
- Ministerie van Financiën (2010) *Kabinetsreactie eindrapport Tijdelijke commissie onderzoek financieel stelsel (Commissie-De Wit)*, Kamerstukken II, 2010-2011, 31980, nr. 16.
- Ministerie van Financiën (2014) *Update aanbevelingen Commissie-De Wit, Bijlage II bij Beantwoording schriftelijke vragen Kabinetsvisie op de Nederlandse bankensector*, Kamerstukken II, 2013-2014, 32013, nr. 50.
- Ministerie van Financiën (2016a) *Kamerbrief over Hervormingen en resultaten in de Nederlandse financiële sector*, Kamerstukken II 2015-2016, 32013, nr. 132.
- Ministerie van Financiën (2016b) *Kamerbrief overzicht verschillende kapitaaleisen*, Kamerstukken II, 32013, nr. 119.
- Ministerie van Financiën (2018a) *Aankondiging afschaffing fiscale aftrek op vergoeding aanvullend tier 1-kapitaalinstrumenten*, Kamerstukken II, 2017-2018, 32013, nr. 195.
- Ministerie van Financiën (2018b) *Kamerbrief over update akkoord Bazelse Comité*, Kamerstukken II, 2017-2018, 32013, nr. 169.
- Ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid (2018) *Actieplan brede schuldenaanpak*, 23 mei.
- Minsky, H.P. (1986) *Stabilizing An Unstable Economy*, New Haven, CT: Yale University Press.
- Mitchell-Innes, A. (1913) 'What is Money?', *The Banking Law Journal*, mei 1913.
- Moessner, R. en W.A. Allen (2010) *Central Bank Co-Operation and International Liquidity in the Financial Crisis of 2008-2009*, BIS Working Paper 310, Bazel: Bank for International Settlements.
- Moggridge, D. (1992) *Maynard Keynes. An economist's biography*, Abingdon: Routledge.
- Mujagic, E. (2015) *Burgerinitiatief Ons Geld strijdt voor iets dat we feitelijk al sinds 1971 hebben!*, Jalta, beschikbaar op: <https://jalta.nl/economie/burgerinitiatief-ons-geld-strijdt-voor-iets-dat-we-feitelijk-al-sinds-1971-hebben/>.
- Muns, S. en M. Bijlsma (2015), 'Tail dependence: A cross-study comparison', *Journal of Portfolio Management* 41, 3: 109-116.

- Murau, S. (2017) 'Shadow Money and the Public Money Supply: The Impact of the 2007-9 Financial Crisis on the Monetary System', *Review of International Political Economy*, DOI: 10.1080/09692290.2017.1325765.
- Musgrave, R.S. (2014) *The solution is full reserve / 100% reserve banking*, MPRA Paper No. 57955.
- Myers, S.C. (1977) 'Determinants of corporate borrowing', *Journal of Financial Economics* 5, 2: 147-175.
- Nationale Bank van België (1957) 'Bijdrage tot de studie van het statuut der buitenlandse munten', *Tijdschrift voor documentatie en voorlichting* 32, 2, 4: 257-375.
- Nationale Ombudsman (2017) *Een onderzoek naar pinbetaling als enige mogelijkheid bij betalingen aan de balie van de gemeente*, Den Haag.
- Nederlandse Vereniging van Banken (2009) *Code Banken*, Amsterdam: NVB.
- Nooteboom, B. (2017) *Vertrouwen. Opening naar een veranderende wereld*, Utrecht: Klement.
- Nouy, D. (2018) *The European banking sector – towards a single jurisdiction*, Speech by Danièle Nouy, Chair of the Supervisory Board of the ECB, ACPR Conference, 'Financial supervision and the role of national authorities in Europe', Parijs: 18 September.
- NRC (2018) 'Rutte noemt banken "semioverheid" en bedankt bij voorbaat voor commissarispost', 9 maart, beschikbaar op [www.nrc.nl/nieuws/2018/03/09/verkiezingen-rutte-noemt-banken-semioverheid-en-bedankt-bij-voorbaat-voor-commissarispost-a1595156](http://www.nrc.nl/nieuws/2018/03/09/verkiezingen-rutte-noemt-banken-semioverheid-en-bedankt-bij-voorbaat-voor-commissarispost-a1595156).
- NVB (2014) *The Dutch Mortgage Market*, Memorandum Nederlandse Vereniging van Banken.
- NVB (2016) *Vertrouwensmonitor Banken*, beschikbaar op: [www.nvb.nl](http://www.nvb.nl).
- Obstfeld, M. en A. M. Taylor (1998) *The Great Depression as a Watershed: International Capital Mobility over the Long Run*, NBER working paper w5960.
- OESO (1997) *The OECD Report on Regulatory Reform*, volume 1: Sectoral Studies, Parijs: Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling.
- OESO (2000) *The service economy*, Parijs: Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling.
- OESO (2011) *OESO at 50 – Evolving Paradigms in Economic Policy Making*, Parijs: Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling.
- OESO (2012) *Implicit Guarantees for Bank Debt: Where Do We Stand?*, Parijs: Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling.
- OESO (2015) *Finance and inclusive growth*, Parijs: Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling.
- Ons Geld (2015) *Initiatieftekst Burgerinitiatief Ons Geld*, beschikbaar op: [onsgeld.nu/burgerinitiatief.pdf](http://onsgeld.nu/burgerinitiatief.pdf)
- Ons Geld (2016) *Memorandum over het geldstelsel*, beschikbaar op: [onsgeld.nu/kamerdebat-memo-geldstelsel.pdf](http://onsgeld.nu/kamerdebat-memo-geldstelsel.pdf)
- Ordoñez, M.F. (2018) *The future of banking. Secure money and deregulation of the financial system*, Speech at the Areces Foundation, 6 februari.

- Pagliari, E. (ed.) (2012) *Making Good Financial Regulation – Towards a Policy Response to Regulatory Capture*, International Centre for Financial Regulation, Guildford, Surrey: Grosvenor House Publishing.
- Peekel, M. en J.W. Veluwenkamp (1984) *Het girale betalingsverkeer in Nederland*, Amsterdam: Nederlands Instituut voor het Bank- en Effectenbedrijf.
- Pettifor, A. (2017) *The Production of Money: How to Break the Power of the Banks*, Londen: Verso.
- Philipon, T. en A. Reshef (2012) 'Wages and Human Capital in the U.S. Financial Industry: 1909-2006', *The Quarterly Journal of Economics* 127, 4: 1551-1609.
- Phillips, R. J. (2015 [1995]), *The Chicago plan and new deal banking reform*, New York, NY: Routledge.
- Pontuch, P. (2014) 'Private sector deleveraging: where do we stand?', *Quarterly Report on the Euro Area* 13, 3: 7-19, European Union Publications Office.
- Posthuma, J.E. (1955) 'Tien Jaar Herstelbank', blz. 1-45 in *Tien jaar economisch leven in Nederland*, 's Gravenhage.
- Raad voor de Volksgezondheid en Zorg (2014) *De stem van verzekerden. Advies over de legitimiteit en de governance van zorgverzekeraars*, Den Haag: RVZ.
- Rajan, R.G. en L. Zingales (2004) 'Making Capitalism Work for Everyone', *Journal of Applied Corporate Finance* 16: 101-108.
- Reid, J., G. Nicol, N. Burns en S. Chanda (2017) *Long-Term Asset Return Study. The Next Financial Crisis*, Deutsche Bank.
- Reinhart, C. M., V. Reinhart en K. Rogoff (2015) 'Dealing with debt', *Journal of International economics* 96(Supplement 1): 43-55.
- Renselaar, C. van en A.C.J. Stokman (2001) *Afscheid van de Nederlandse munt: gulden lessen*, onderzoeksrapport WO&E nr 667, Amsterdam: De Nederlandsche Bank.
- Richter, W. (2017) *Cryptocurrencies Collapsed*, 11 juli, beschikbaar op: <http://wolfstreet.com/2017/07/11/what-is-going-on-with-crypto-currencies-collapse/>
- Riel, A. van (2016) *Het financieel stelsel in historisch perspectief*, Den Haag: WRR.
- Riel, A. van (2018) *Trials of Convergence. Prices, Markets and Industrialization in the Netherlands, 1800-1913*, proefschrift.
- Romer, C.D. en D.H. Romer (2003) *Choosing the federal reserve chair: lessons from history*, NBER working paper 10161.
- Rousseau, P.L. en P. Wachtel (2011) 'What is Happening to the Impact of Financial Deepening on Economic Growth?' *Economic Inquiry*, 49, 1: 276-288.
- Ryan-Collins, J. (2015) *Is Monetary Financing Inflationary? A Case Study of the Canadian Economy, 1935-75*, Levy Institute Working Paper, No. 84.
- Sanders, M. en L. Zhang (2018) *Diversiteit in de financiële sector is van groot belang*, ESB 11 oktober.
- Sangen, G.J.H. van der (2012) *De evolutie van de coöperatie en haar financiering*, in R.C.E. Galle, *Handboek Coöperatie*, Dordrecht: Convoy.
- Saravelos, G., D. Brehon en R. Winkler (2016). *Helicopters 101: your guide to monetary financing*, Deutsche Bank Special Report, 15 april.



- Schelkle, W. (2012) 'In the Spotlight of Crisis How Social Policies Create, Correct, and Compensate Financial Markets', *Politics & Society* 40:3-8.
- Schepens, G. (2016) 'Taxes and bank capital structure', *Journal of Financial Economics* 120, 3: 585-600.
- Schmiedel, H., G. Kostova en W. Ruttenberg (2012) *The social and private costs of retail payment instruments. A European perspective*, ECB- Occasional Paper Series, no. 137, Frankfurt am Main: DNB.
- Schoenmaker, D. en P. Wierts (2015) *Regulating the Financial Cycle: An Integrated Approach with a Leverage Ratio*, Duisenberg school of finance – Tinbergen Institute Discussion Paper, Amsterdam.
- Schularick, M. en A.M. Taylor (2012) 'Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles, and Financial Crises, 1870-2008', *American Economic Review* 102, 2: 1029-61.
- SER (2010) *Overheid én markt: Het resultaat telt! Voorbereiding bepalend voor succes*, Advies 10/01, Den Haag: Sociaal-Economische Raad.
- SER (2013) *Nederlandse economie in stabielere vaarwater*, Den Haag: Sociaal-Economische Raad.
- Sigurjónsson, F. (2015) *Monetary Reform. A better monetary system for Iceland*, Iceland, Reykjavik.
- Skingsley, C. (2016) *Should the Riksbank issue ekróna?*, speech, november.
- Sluis, van der M. (2017) *In law we trust: the role of EU constitutional law in European monetary integration*, Florence: European University Institute.
- Smits, J.P., E. Horlings en J.L. Van Zanden (2000) *Dutch gnp and its Components, 1800-1913*, Groningen: Groningen Growth and Development Centre, Monograph Series nr. 5.
- Sobel, J. (2002) 'Can we trust social capital?', *Journal of Economic Literature*, 40, 1: 139-154.
- Stellinga, B. (2015) *Europese financiële regulering voor en na de crisis*, Wetenschappelijke Raad voor het Regeringsbeleid Working Paper 15, Den Haag: Sdu Uitgevers.
- Stellinga, B. en D. Mügge (2017) 'The regulator's conundrum. How market reflexivity limits fundamental financial reform', *Review of International Political Economy* 24, 3: 393-423.
- Stichting Full Reserve (2018) *Missie*, beschikbaar op: [www.fullreserve.nl/page/missie](http://www.fullreserve.nl/page/missie).
- Stoffer, J. (1986) *Het ontstaan van de NMB*, Deventer: Kluwer.
- Sustainable Finance Lab (2015) *De Geldkwestie*, Utrecht: Sustainable Finance Lab.
- Sustainable Finance Lab (2016) *Publieksonderzoek kennis en wensen geldschepping*, beschikbaar op: [www.sustainablefinancelab.nl/publieksonderzoek-kennis-en-wensen-over-geldschepping](http://www.sustainablefinancelab.nl/publieksonderzoek-kennis-en-wensen-over-geldschepping).
- Sveriges Riksbank (2017) *The Riksbank's ekróna project*, report 1, september.
- Swiss National Bank (2018) *Arguments of the SNB against the Swiss sovereign money initiative (Vollgeldinitiative)*.
- Tarullo, D. (2008) *Banking on Basel. The future of international financial regulation*, Washington DC: Peterson Institute for International Economics.
- Taylor, A.M. (2012) *The great leveraging*, NBER Working Paper Series 18290, Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.

- Temin, P. (1993) 'Transmission of the Great Depression', *Journal of Economic Perspectives*, 7, 2: 87-102.
- The Economist (2017) *American banks have recovered well; many European ones much less so*, Londen: The Economist.
- Tiemeijer, W. (2016) *Eigen schuld? Een gedragswetenschappelijk perspectief op problematische schulden*, WRR Verkenning, Amsterdam: Amsterdam University Press.
- Tiemeijer, W.L., C.A. Thomas en H.M. Prast (red.) (2009) *De menselijke beslisser: over de psychologie van keuze en gedrag*, WRR Verkenning, Amsterdam: Amsterdam University Press.
- Tijdelijke Commissie Huizenprijzen (2013) *Kosten koper – Een reconstructie van 20 jaar stijgende huizenprijzen*, Den Haag: Sdu Uitgevers.
- Tobin, J. (1963) *Commercial Banks as Creators of 'Money'*, Cowles Foundation Discussion Papers 159, Yale University.
- Tobin, J. (1985) 'Neoclassical Theory in America: J. B. Clark and Fisher', *The American Economic Review* 75, 6: 28-38.
- Tokmetzis, D. (2013) 'Niemand weet wie onze staatsschuld bezit' *de Correspondent*, 2 oktober.
- Turner, A. (2014) *Escaping the debt addiction: monetary and macro-prudential policy in the post crisis world*, Frankfurt: Centre for Financial Studies.
- Turner, A. (2015) *Between Debt and the Devil – Money, Credit, and Fixing Global Finance*, Princeton, New Jersey: Princeton University Press.
- Uittenbogaard, R. (2014) *Evolution of Central Banking. De Nederlandsche Bank 1814-1852*, diss. Utrecht.
- Uittenbogaard, R. (2017) 'Een korte geschiedenis van regulering van retailbetalingsverkeer', *Economisch en Statistische Berichten* 102(4753S): 55-61.
- Veer, K. van der, E. Klaaijns en R. Roerink (2015) *Scherper licht op financiële stabiliteitsrisico's van het schaduwbankwezen*, DNB Occasional Studies, 13: 7, Amsterdam: DNB.
- Veldhuizen, S., S. Groot en M. van Dijk (2015) *De economische effecten van een verdere verlaging van de LTV-limiet*, Den Haag: CPB.
- Verhoeven, W.H.J., C. van Essen, M. Folkeringa, A. Ruis en C.K. Smit (2010) *Het buffervermogen van het mkb. Omvang, achtergronden en een internationale vergelijking*, Zoetermeer: Panteia.
- Vickers report (2011) *Independent Commission on Banking: Final Report Recommendations*, september.
- Visser (2015) 'Praktische kant burgerinitiatief ons geld weinig aantrekkelijk', *Me Judice* 21 mei.
- Visser, H. (2009). *Islamitisch bankieren: financieren met hindernissen*, beschikbaar op: [www.verenigingrimo.nl/wp/wp-content/uploads/Recht-van-de-Islam-23\\_11-Visser.pdf](http://www.verenigingrimo.nl/wp/wp-content/uploads/Recht-van-de-Islam-23_11-Visser.pdf).

- Vré, H. de (2014) 'De bijzondere zorgplicht van financiële dienstverleners onder toezicht', in *Wetenschappelijke Bijdragen, Bundel ter gelegenheid van het 35-jarig bestaan van het wetenschappelijk bureau van de Hoge Raad der Nederlanden*, Den Haag: Boom Juridische uitgevers.
- Vries, C.G. de (2005) 'Journal of Banking & Finance' 29: 803-825.
- Wallace, T. (2017) 'Is the Bank of England running out of rhetorical firepower on interest rates?' *The Telegraph*, 14 september.
- Warwick Commission (2009) *The Warwick Commission on International Financial Reform: In Praise of Unlevel Playing Fields*, Warwick: University of Warwick.
- Wetenschappelijke Raad voor het Regeringsbeleid (2000) *Het borgen van publiek belang*, WRR-rapport nr. 56, Den Haag: Sdu Uitgevers.
- Wetenschappelijke Raad voor het Regeringsbeleid (2012) *Publieke zaken in de markt-samenleving*, WRR-rapport nr. 87, Amsterdam: Amsterdam University Press.
- Wetenschappelijke Raad voor het Regeringsbeleid (2013) *Toeziën op publieke belangen. Naar een verruimd perspectief op rijksstoezicht*, WRR-rapport nr. 89, Amsterdam: Amsterdam University Press.
- Wetenschappelijke Raad voor het Regeringsbeleid (2014) *Met kennis van gedrag beleid maken*, WRR-rapport nr. 92, Amsterdam: Amsterdam University Press.
- Wetenschappelijke Raad voor het Regeringsbeleid (2016) *Samenleving en financiële sector in evenwicht*, WRR-rapport nr. 96, Den Haag: Sdu Uitgevers.
- Wetenschappelijke Raad voor het Regeringsbeleid (2017) *Weten is nog geen doen. Een realistisch perspectief op redzaamheid*, WRR-rapport nr. 97, Amsterdam: Amsterdam University Press.
- White, W.R. (2008) *Past financial crises, the current financial turmoil, and the need for a new macrofinancial stability framework*, Speech by Mr William R White, Economic Adviser and Head of Monetary and Economic Department of the Bank for International Settlements, at the LSE Financial Markets Group and Deutsche Bank Conference "The structure of regulation: lessons from the crisis of 2007", Londen, 3 maart.
- Williams, D. G. T. (1968) 'The evolution of the sterling system', in C. Whittlesey (red.) *Essays in Money and Banking*, Oxford: Clarendon.
- Wolf, M. (2014) 'Strip private banks of their power to create money', *Financial Times* 24 april.
- Wolf, M. (2017) 'Banking remains far too undercapitalised for comfort', *Financial Times* 21 september, beschikbaar op: [www.ft.com/content/gdd43a1a-9d49-11e7-8cd4-932067fbf946](http://www.ft.com/content/gdd43a1a-9d49-11e7-8cd4-932067fbf946).
- Wortmann, E. (2017) *Deleverage without a crunch*, Working Paper, Stichting Ons Geld.
- Wray, L.R. (2004) *The Credit Money and State Money Approaches*, CFEPS Working Paper, nr. 32, Kansas City, MO: CFEPS.
- Wray, L.R. (2014) *From the state theory of money to modern money theory: an alternative to economic orthodoxy*, Working Paper, Levy Economics Institute, No. 792

- Yamaguchi, K. (2011). 'Workings of A Public Money System of Open Macroeconomies', in: *Modeling the American Monetary Act Completed. Paper at the 29th International Conference of the System Dynamics Society*, Washington DC.
- Zanden, J. L. van en A. van Riel (2004) *The Strictures of Inheritance: The Dutch Economy in the Nineteenth Century*, Princeton: Princeton University Press.
- Zanden, J.L. van (1997a) *Een klein land in de twintigste eeuw. Economische geschiedenis van Nederland 1914-1995*, Utrecht: Spectrum.
- Zanden, J.L. van (1997b) 'Old rules, new conditions, 1914-1940', blz. 124-151 in M. 't Hart, J. Jonker en J.L. van Zanden (red.), *A Financial history of The Netherlands*, Cambridge, VK: Cambridge University Press.
- Zwet, J. R. van (2001) *De ontwikkeling van de Bankwet 1814-1998. Van 's Konings oudste dogter tot integrerend onderdeel van het ESCB*, onderzoeksrapport WO&E 649.

# GELD EN SCHULD

## DE PUBLIEKE ROL VAN BANKEN

---

Geld en schuld zijn van fundamenteel belang voor onze samenleving, maar lastig te doorgronden. In *Geld en Schuld: De publieke rol van banken* bespreekt de WRR hoe geldschepping werkt, waarom geld en schuld nauw met elkaar samenhangen, wat de belangrijkste problemen zijn en welke oplossingen mogelijk zijn.

In ons geldstelsel creëren banken giraal geld wanneer zij leningen verstrekken. Deze wijze van geldschepping is niet nieuw. Wel nieuw is de context waarbinnen geldschepping plaatsvindt; deze is de laatste decennia langzaam maar ingrijpend veranderd. De steeds belangrijkere rol van giraal geld, het verdwijnen van een publieke betaal- en spaaroptie en de concentratie en toegenomen uniformiteit in het bankwezen hebben geleid tot een situatie waarin geld en schuld gemakkelijker uit de hand kunnen lopen. Ook heeft het geleid tot een onbalans tussen publieke en private belangen.

De WRR beveelt daarom aan om te zorgen voor meer diversiteit in het stelsel, meer werk te maken van het temmen van de schuldengroei, beter voorbereid te zijn op de volgende crisis en te zorgen voor een stevigere verankering van de publieke dimensie van het bankwezen.

WRR

WETENSCHAPPELIJKE RAAD VOOR HET REGERINGSBELEID

ISBN 978-90-80899-70-4



9 789080 899704 >