

Het financiële-sectorbeleid is na de crisis niet wezenlijk anders

Na de crisis pleitten velen voor een ingrijpende herziening van het Europese financiële-sectorbeleid. Het beleid moest zich meer richten op het bevorderen van systeemstabiliteit. Ook werd bepleit dat de sector dienstbaarder aan de reële economie moest worden. Hoewel het beleid is aangescherpt, lijken de verwachtingen nog niet ingelost. Het systeemperspectief is beperkt geïmplementeerd en er ontbreekt een duidelijke visie over hoe de sector de economie beter kan ondersteunen.

BART STELLINGA

Wetenschappelijk
medewerker bij de
Wetenschappelijke
Raad voor het Rege-
ringsbeleid

Na de financiële crisis stelden veel politici, beleidsmakers, wetenschappers en burgers dat het financiële-sectorbeleid ingrijpend zou moeten veranderen. De uitgangspunten van het bestaande beleid stonden immers ter discussie. Zo werden de liberalisering van de financiële sector en het geloof dat markten zelfcorrigerend zijn als belangrijke oorzaken van de crisis gezien. Het simpelweg aanscherpen van bestaande regelgeving zou dus niet volstaan; een grondige herbezinning was nodig.

Wat werd er bepleit? Stabiliteitsbeleid zou niet langer hoofdzakelijk moeten focussen op de stabiliteit van individuele financiële instellingen, maar juist op die van het hele systeem. Beleid zou anticyclisch moeten worden en ongebreidelde kredietgroei tegengaan. Ook zouden de nutsfuncties van het financiële systeem, zoals sparen en betalen, niet in gevaar mogen komen door risicovol gedrag van individuele instellingen. De financiële sector moest zodanig worden heringericht dat het ondersteunen van de reële economie weer diens centrale functie werd.

Is er sinds de crisis sprake van een substantiële verschuiving ten opzichte van het pre-crisisbeleid? Uit een analyse van Europese hervormingen blijkt dat het beleid weliswaar is aangescherpt en uitgebreid, maar dat de implementatie van

de bepleite systeembenadering zeer moeilijk van de grond komt. Daarnaast is er relatief weinig aandacht geweest voor de vraag welk type sector het beste aansluit bij de economie en maatschappij, en welk beleid daarbij past. In plaats van een ingrijpende breuk zien we dus vooral continuïteit in het beleid en onduidelijkheid over de rol van de sector in de economie. Deze continuïteit wordt duidelijk als in de analyse ook de naoorlogse beleidspraktijk wordt meegenomen, omdat die in veel opzichten het spiegelbeeld was van die in de pre-crisisperiode.

NAOORLOGSE MACROBENADERING

De Grote Depressie van de jaren dertig en de verwoestingen van de Tweede Wereldoorlog drukten een grote stempel op het naoorlogse financiële-sectorbeleid van Europese overheden. Dit beleid had drie pijlers – structuurmaatregelen, kredietregulering en kapitaalrestricties – met als doel de stabiliteit te waarborgen en de sector te laten bijdragen aan economisch herstel.

De Grote Depressie, die net als de crisis van 2007/8 werd veroorzaakt door excessieve kredietgroei en mondiale financiële onevenwichtigheden, toonde de destructieve krachten van financiële instabiliteit. Overheden reageerden met maatregelen die aangrepen op de structuur van de financiële sector. In veel landen, waaronder Nederland, verboden beleidsmakers fusies tussen banken en verzekeraars, en tussen banken en niet-financiële bedrijven. Deze scheidslijnen moesten banken afschermen van het wel en wee van andere bedrijfstakken. Daarnaast introduceerden veel Europese landen schotten tussen verschillende typen banken, bijvoorbeeld door commerciële banken te verbieden zakenbankactiviteiten, zoals handel in effecten, te ontplooiën.

Economische wederopbouw was de belangrijkste overheidsprioriteit. Tegen de achtergrond van kapitaalschaarste reguleerden overheden daarom de prijs en allocatie van krediet. Zij gaven banken de rol van verstrekker van goedkoop krediet door limieten te stellen aan de rente op leningen. De kredietallocatie werd beïnvloed door kredietverstrek-

king aan bepaalde sectoren te stimuleren. Dat beleid was gemeengoed in Zuid-Europese landen, maar bleef daartoe zeker niet beperkt. In het Verenigd Koninkrijk stimuleerde de Bank of England bijvoorbeeld de kredietverstrekking aan de landbouw, de exportsector, de scheepvaart en de industrie. In veel landen speelden publieke financiële instellingen hierbij een belangrijke rol. De Nederlandse overheid verstreekte bijvoorbeeld bedrijfsleningen met een lange looptijd via de Herstelbank en stimuleerde de export via de Export Financieringsmaatschappij.

Financiële stabiliteit en economische groei werden in het naoorlogse Bretton Woods-regime van vaste wisselkoersen ook ondersteund door restricties op internationale kapitaalstromen. De Grote Depressie had immers laten zien hoe destabiliserend internationale kapitaalstromen kunnen zijn. Daarnaast zagen overheden vaste wisselkoersen en de bijbehorende kapitaalrestricties als cruciale voorwaarden voor een goed functionerende Europese interne markt. Tevens ondersteunden kapitaalrestricties het kredietbeleid, aangezien een grote kapitaaluitstroom het op goedkoop krediet gerichte beleid zou kunnen ondermijnen.

LIBERALISERING EN INTERNATIONALISERING

Vanaf de jaren zestig kwamen er barsten in het naoorlogse beleidskader. Banken wilden hun werkterreinen uitbreiden of kregen te maken met concurrentie van minder streng gereguleerde instellingen, waarop zij aandrongen op het versoepelen van het structuurbeleid. Ook was er sprake van een opleving van financiële globalisering, omdat door de opkomst van *eurodollar markets* kapitaalrestricties minder effectief werden. De echte breuk kwam begin jaren zeventig toen het Bretton Woods-regime van vaste wisselkoersen uiteenviel en landen, mede door de sterk gestegen oliepijzen, in economische problemen raakten. Het naoorlogse vertrouwen in de maakbaarheid van de economie liep een flinke deuk op toen overheden er niet in slaagden om de economische teruggang en de hoge inflatie te keren.

Sindsdien werd ingezet op het stimuleren van marktmechanismen om de economische groei aan te jagen. Dat streven werd ook op de financiële sector toegepast. Europese overheden dachten dat sterkere marktmechanismen konden bijdragen aan een efficiënte allocatie van financiële middelen. De beleidspendule sloeg hiermee de andere kant op: liberalisering, privatisering en internationalisering was voortaan het devies (OESO, 1997).

Overheden ontmantelden de naoorlogse regels die de prijs en allocatie van krediet beïnvloedden. Ook herzagen zij het naoorlogse structuurbeleid, zodat instellingen de vrijheid kregen uiteenlopende financiële activiteiten te ontplooiën. Het eerdere uitgangspunt dat een gesegmenteerde sector bijdraagt aan financiële stabiliteit, werd vervangen door het inzicht dat juist instellingen met een gediversifieerd bedrijfsmodel in staat zijn risico's te spreiden en efficiënter te opereren. In Nederland kwam rond 1990 het structuurbeleid feitelijk ten einde toen enkele grote fusies werden goedgekeurd. ABN fuseerde met Amro, ING kwam tot stand door fusies tussen Postbank, NMB en Nationale-Nederlanden en Fortis kwam voort uit VSB, AMEV en AG Groep. Vanaf dat moment zou het Nederlandse financiële landschap worden gedomineerd door een

klein aantal grote bedrijven.

Europese overheden faciliteerden ook de internationale bewegingsvrijheid van financiële instellingen en kapitaal. Zij besloten eind jaren tachtig om alle restricties op de in- en uitstroom van kapitaal te ontmantelen. Daarnaast gaf de Europese Akte (uit 1987) 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 opzetten, 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).

MICROBENADERING VAN STABILITEIT

Gedurende de periode van liberalisering werd het microprudentiële perspectief op stabiliteit dominant. Dit perspectief houdt in dat zolang de solvabiliteit van individuele instellingen is gewaarborgd, ook de systeemstabiliteit is gegarandeerd (Tarullo, 2008). De kapitaaleisen ontwikkeld door het Baselse Comité (het samenwerkingsverband van centrale banken van een tiental OESO-landen) vormden de kern van dit nieuwe beleid. Deze eisen, in 1988 bekrachtigd in het Basel I-akkoord, verplichtten banken om genoeg eigen vermogen te hebben om verliezen op te kunnen vangen. Beleidsmakers zagen dergelijke eisen als een markt-vriendelijke manier om banken te wapenen tegen financiële risico's.

Binnen de kaders van het microprudentiële beleid vertrouwden beleidsmakers ook steeds meer op het risicomanagement van de instellingen zelf. Dit kreeg zijn beslag in het Basel II-akkoord (2004), waarmee banken met een geavanceerd risicomanagementsysteem meer vrijheid kregen om zelf in te schatten hoeveel eigen vermogen ze nodig hadden. Toezichthouders wilden hiermee publieke en private belangen verenigen: banken zouden risico's beter managen en meer vrijheid krijgen. Ook zetten zij met dit akkoord in op het versterken van de marktdiscipline, primair door meer transparantie te eisen van financiële instellingen. Hiermee hoopten toezichthouders dat marktpartijen, zoals beleggers, kredietbeoordelaars en analisten, banken beter konden monitoren en afrekenen op risicovol gedrag.

Het pre-crisisbeleid was nagenoeg het spiegelbeeld van het naoorlogse beleid (tabel 1). Waar beleidsmakers eerst trachtten de economische bijdrage van de sector te vergroten met actieve sturing van financiële instellingen, waren zij later overtuigd dat grotere bewegingsvrijheid hieraan zou bijdragen. En waar zij financiële stabiliteit eerder vooral behartigden via het reguleren van de structuur van de sector en het beperken van kapitaalstromen, zetten zij vanaf de jaren tachtig in op het vergroten van de mogelijkheden van individuele instellingen om risico's te beheersen en verliezen op te vangen (Stellinga, 2015).

ROEP OM EEN SYSTEEMBENADERING

Na de crisis werd het pre-crisisbeleid geïdentificeerd als een van de oorzaken van de implosie van het financiële systeem. Het stabiliteitsbeleid was onvoldoende gericht op het financiële systeem als geheel en moest daarom op nieuwe grondslagen worden geënt.

De naoorlogse en pre-crisisbeleidspraktijk vergeleken

TABEL 1

	Kern van beleid gericht op de economische bijdrage van de sector	Kern van beleid gericht op financiële stabiliteit
Naoorlogse periode (1945–1973)	Sturen van de kredietverlening (beïnvloeden allocatie en prijs)	Bewaken van scheidslijnen in de financiële sector en beperken van kapitaalstromen
Pre-crisisperiode (1979–2008)	Bevorderen van (internationale) bewegingsvrijheid van financiële instellingen	Vertrouwen op buffers, risicomanagement en transparantie van financiële instellingen

Bron: Stellinga, 2015

Sinds de crisis heeft het macroprudentiële perspectief op stabiliteit aan populariteit gewonnen. In dit perspectief wordt het gevaar van procycliciteit benadrukt, het fenomeen dat prijzen van financiële activa eerst worden opgeblazen onder invloed van overvloedige kredietverlening, onvermijdelijk gevolgd door een implosie van waardes en een zeer scherpe terugslag van de kredietverlening. Door deze dynamiek is een bepaalde mate van instabiliteit inherent aan het systeem, maar dit is geenszins het gevolg van irrationeel gedrag van financiële instellingen. Bedrijfsstrategieën die vanuit individueel (microprudentieel) oogpunt gewenst zijn, zoals de verkoop van problematische activa, kunnen op geaggregeerd niveau systeeminstabiliteit verergeren (Borio, 2011).

Uit dit perspectief volgt dat voor de omgang met inherente instabiliteit een veel robuuster financieel systeem nodig is. Dat vergt meer dan een focus op kapitaalbuffers. Toezichthouders moeten zich veel meer richten op systeemrisico's. Daarnaast is vooral op het gebied van kredietverlening anticyclisch beleid nodig. Ook mogen er geen onmisbare schakels zijn, zoals grote banken die in geval van financiële problemen het functioneren van het systeem bedreigen. Ten slotte moeten er genoeg schotten in het systeem zijn zodat lokale problemen niet het hele systeem kunnen infecteren (Haldane, 2012). Hoe zijn deze ideeën vertaald naar beleid?

BEPERKTE VERANKERING SYSTEEMPERSPECTIEF

Toezichthouders kijken meer dan voorheen met een systeembril naar financiële stabiliteit. Zo is de *European Systemic Risk Board* in 2011 opgezet om nationale toezichthouders te waarschuwen voor systeemrisico's. Landen hebben op nationaal niveau systeemtoezicht opgetuigd, zoals het Nederlandse Financieel Stabieliteitscomité waarin DNB, AFM en het Ministerie van Financiën zitting hebben. Daarnaast proberen beleidsmakers de kredietgroei te dempen, aangezien excessieve kredietgroei vaak de bron is van financiële instabiliteit. Zo beperken strengere *loan-to-value-ratio's* (of *debt-to-income-ratio's*) de hypothecaire kredietvraag en kunnen toezichthouders anticyclische kapitaalbuffers bij banken afdwingen om bovengemiddelde kredietgroei te remmen.

Hoewel dit stappen in de goede richting zijn, zijn er

nog veel open vragen. Hoe kunnen we het optreden van systeemrisico's tijdig identificeren? En hoe macrotoezicht zich moet vertalen naar concrete corrigerende maatregelen is nog nergens goed uitgekristalliseerd (Cavelaars *et al.*, 2013). Sommige maatregelen zijn mogelijk onvoldoende. Het is bijvoorbeeld twijfelachtig of de anticyclische kapitaalbuffers de vorming van kredietzeepbellen kan afremmen, omdat uit de pre-crisisperiode is gebleken dat juist in goede tijden kapitaal ruim beschikbaar is en risico's worden onderschat. Daarnaast raken de maatregelen aan sociaal-economisch beleid en kunnen daarmee politiek gevoelig liggen. Denk bijvoorbeeld aan de felle negatieve reactie van politici op het voorstel van het Nederlandse Financieel Stabieliteitscomité om op termijn de maximale leencapaciteit nog verder te verlagen. Dat betekent dat de institutionele verhouding tussen macroprudentieel toezicht en andere beleidsterreinen nadere aandacht vergt.

Overheden hebben ook aandacht besteed aan het probleem van systeemrelevante instellingen. Zij proberen door extra kapitaaleisen voor systeemrelevante instellingen de risico's op falen van deze instellingen te verminderen en de systeemrelevante status minder aantrekkelijk te maken. Door de introductie van een Gemeenschappelijk Toezichtmechanisme in het kader van de Bankenuunie heeft de ECB de verantwoordelijkheid gekregen voor het toezicht op grote banken. Daarnaast hebben overheden maatregelen genomen om beter voorbereid te zijn op problemen bij systeeminstellingen, bijvoorbeeld door van hen te eisen crisisscenario's op te stellen. Ook hebben zij *bail-in*-eisen geïntroduceerd die beogen bij het falen van een instelling de rekening te leggen bij de financiers, in plaats van bij de belastingbetaler. Daarnaast bestaat er inmiddels een minder ver doorgevoerde pan-Europese autoriteit die zich gaat bezighouden met de afwikkeling van in problemen geraakte banken (Gemeenschappelijk Resolutiemechanisme).

Het is zeer de vraag of deze maatregelen het probleem van systeeminstellingen echt kunnen oplossen. Een *bail in* is een maatregel die waarschijnlijk alleen werkt als slechts één instelling in de problemen is. Als er sprake is van een systeemcrisis, zou een *bail in* in deze juist kunnen versterken omdat het kan bijdragen aan de onrust op markten. De verwachting is bovendien dat als verliezen bij een systeemrelevante instelling hoog genoeg zijn, de overheid de instelling toch zal redden. Kortom, deze maatregelen zullen waarschijnlijk niet volstaan om de maatschappij te beschermen tegen het gevaar van omvallende systeeminstellingen.

Ten slotte proberen overheden om schotten in de financiële sector te introduceren. In tegenstelling tot het naoorlogse structuurbeleid, focussen zij niet op scheidslijnen tussen, maar binnen instellingen. Het concept *ring fencing* staat centraal, waarmee wordt beoogd om nutsfuncties, zoals betalen en sparen, af te schermen van risicovolle financiële activiteiten, zoals derivatenhandel. De Europese Commissie heeft in 2014 op basis van de aanbevelingen van de Liikanen-groep hiertoe een voorstel geformuleerd. De definitieve vorm en effectuering hiervan staan echter nog steeds ter discussie. In Nederland staat het denken over dergelijke maatregelen niet helemaal stil (DNB, 2015), maar tot nu toe zijn er nog geen concrete stappen gezet.

STRENGER BELEID BINNEN BESTAANDE KADERS

Vooralsnog is het systeem perspectief dus maar in beperkte mate vertaald naar beleid. Daar waar voortgang wordt geboekt, is het toch veeleer een aanscherping van regulering en toezicht op individuele financiële instellingen. In veel opzichten is dus vooral sprake van voortbouwen op het oude beleidskader.

Net als voor de crisis staan kapitaaleisen centraal in het stabiliteitsbeleid. In Basel III zijn de eisen strenger geworden voor zowel de kwaliteit van het kapitaal als de hoogte van de kapitaalratio. Nieuw is dat dit akkoord eisen stelt aan de omvang van liquiditeitsbuffers, om ook in tijden van stress aan betalingsverplichtingen te kunnen voldoen. Het pre-crisisvertrouwen dat financiële markten altijd toegang zouden geven tot liquiditeit, voor financiering dan wel het te gelde kunnen maken van activa, bleek immers ongegrond.

Het aangepaste stabiliteitsbeleid leunt minder sterk op het risicomanagement van financiële instellingen. Dat blijkt bijvoorbeeld uit de introductie in Basel III van een minimum *leverage ratio* van drie procent. Omdat dit een ongewogen kapitaalratio is, dus het eigen vermogen ten opzichte van de totale balans, impliceert dit een hardere ondergrens aan het eigen vermogen van banken dan voorheen. Het vastgestelde minimum (inmiddels ook in Nederland opgeschoven naar vier procent) is echter maar moeilijk een fundamentele verschuiving te noemen. Het is bij elke maatstaf een zeer laag percentage.

Beleidsmakers hebben ook de reikwijdte van toezicht en regelgeving vergroot. Voorheen vertrouwden zij op zelfregulering van niet-bancaire instellingen, zoals hedgefondsen en kredietbeoordelaars. Ook regels voor risicovolle activiteiten zoals derivatenhandel werden hoofdzakelijk door de sector zelf ontwikkeld. Sinds de crisis is op deze terreinen formeel beleid ontwikkeld en zijn de touwtjes strakker aangetrokken. Desondanks is er wat betreft de inhoud van regels veelal sprake van continuïteit. Zo is het nieuwe beleid voor kredietbeoordelaars en hedgefondsen grotendeels een wetmatige verankering van reeds bestaande zelfregulering. Deze uitbreiding van de reikwijdte heeft dus vooral de verantwoordelijkheden anders belegd.

POSITIEVE BELEIDSAGENDA ONTBREEKT

De crisis heeft onmiskenbaar geleid tot veel grotere aandacht voor het belang van financiële stabiliteit. Waar echter weinig aandacht naar is uitgegaan, is welk beleid de bijdrage van de sector aan de economie kan vergroten. Op dit moment ontbreekt het aan een dergelijke strategie en (mede) daardoor ontstaat een patstelling in de verdere aanpak van de financiële sector.

Er worden vanzelfsprekend pogingen gedaan om een positieve beleidsagenda te ontwikkelen – denk aan het streven naar de Kapitaalmarktunie, het verbeteren van financieringsmogelijkheden voor het mkb of de financiering van economische projecten gericht op de lange termijn. Veel van deze initiatieven richten zich vooral op de financiering buiten het bankwezen om. Dit is begrijpelijk, gezien de zeer dominante rol van banken in veel Europese landen. De cruciale vragen hoe de toekomstige positieve rol van banken in de economie vorm moet krijgen en hoe we tegen de financiële sector als geheel aan moeten kijken, blijven

daarmee echter onbeantwoord. Politici lijken vooral geen last te willen hebben van omvallende banken, maar het is twijfelachtig of een dergelijke strategie toereikend zal zijn.

Een toekomstbestendige agenda zal in ieder geval het huidige dominante perspectief op de relatie tussen stabiliteit en de economische bijdrage van de financiële sector moeten loslaten. Dit perspectief suggereert een uitruil: maatregelen om risico's in het financieel systeem in te dammen zouden belemmerend zijn voor economisch herstel. Hoewel dit perspectief vooral door de sector zelf wordt uitgedragen, lijken ook politici terughoudend te zijn, uit angst herstel te belemmeren. Het is echter verre van vanzelfsprekend dat er daadwerkelijk sprake is van een zeer strakke uitruil tussen deze doelstellingen. Er komen immers steeds meer aanwijzingen dat het ontketenen van de financiële sector niet alleen heeft geleid tot grotere stabiliteitsrisico's, maar ook een remmend effect heeft (gehad) op economische groei. Hoewel er op de korte termijn negatieve bijeffecten voor economische groei kunnen zijn, is de maatschappij op de lange termijn gebaat bij een veel robuustere sector (OESO, 2015).

CONCLUSIE

De verleiding is groot om na zeven jaar financiële hervormingen te concluderen dat we de belangrijkste problemen wel hebben opgelost en we kunnen overgaan tot de orde van de dag. Hoewel de reikwijdte van regulering is uitgebreid en meer dan voorheen op systeemrisico's wordt gelet, is de voortgang zeer beperkt bij het indammen van systeemrisico's. Zo is de problematiek van systeemrelevante instellingen onvoldoende opgelost en is weinig voortgang geboekt bij het afschermen van de nutsfuncties van banken, zoals betalen en sparen, van de risicovolle zakenbankactiviteiten. Daarnaast is de aandacht vooral uitgegaan naar het indammen van de excessen van het oude systeem. Er is in verhouding veel minder aandacht geweest voor het ontwikkelen van een positieve beleidsagenda omtrent de vragen welk soort financiële sector het beste aansluit bij de maatschappij, en wat voor beleid daarbij past. De uitdaging is dus om voorbij het idee te komen dat het de uiteindelijke beleidsdoelstelling is om geen last meer te hebben van de financiële sector. We willen juist dat die een grotere bijdrage levert aan de economie en maatschappij.

LITERATUUR

- Borio, C. (2011) Implementing a macroprudential framework. *Capitalism and Society*, 6(1), article 1.
- Cavelaars, P., J. de Haan, P. Hilbers en B. Stellinga (2013) Challenges for financial sector supervision. *DNB Occasional Studies*, 11 (6), 1–62.
- DNB (2015) *Perspective on the structure of the Dutch banking sector*. Amsterdam: DNB.
- Haldane, A.G. (2012) *The dog and the frisbee*. Bijdrage aan de Federal Reserve Bank of Kansas City's 366th Economic Policy Symposium te Jackson Hole, Wyoming.
- OESO (1997) *The OECD Report on regulatory reform. Volume 1: Sectoral studies*. Parijs: OESO.
- OESO (2015) *Finance and Inclusive Growth*. Parijs: OESO.
- Stellinga, B. (2015) Europese financiële regulering voor en na de crisis. *WRR Working Papers*, 15.
- Tarullo, D. (2008) *Banking on Basel*. Washington: PIIE.