

De dynamiek van naoorlogse private schuldgroei in Nederland

Arthur van Riel en Casper G. de Vries

TSEG 20 (2): 65–102

DOI: 10.52024/tseg.14351

Abstract

The dynamics of postwar private debt growth in the Netherlands

The level of private debt in the Netherlands is exceptional in both historical and comparative terms. High debt ratios inhibit economic growth, induce financial fragility and lead to deeper and more tenacious recessions. Facilitated by fiat money creation, private debt in the modern economy mainly consists of bank credit. Internationally shared causes of the rise in bank money are the decline in cash payments, tax deductions and a narrowed focus in monetary policy. In the Dutch case, liberalized mortgages, the side effects of the capital funded pension system and the strong concentration of the banking system add to these. It is the confluence of these factors that has made Dutch debt growth since the 1970s exceptional. Some of these, notably the deduction of interest on mortgages and financial deregulation, have dominated the debate on this subject and hence are part of public perception. However, this does not apply to other mechanisms identified, such as the role of bank money and that of bank concentration. As a result, policy analysis of the debt problem thus far has been selective. The lessons of Dutch financial development are of importance to the realization of the European banking union and to monetary policy and taxation in the euro area. Our analysis thus demonstrates the usefulness of applied history.

Inleiding: financialisering en de macro-economie

De kredietcrisis van 2008-2009 en de eurocrisis van 2010-2013 hebben geleid tot een literatuur die de rol van schuld, geld en het bankwezen in de economie opnieuw tracht te begrijpen. Dit artikel is een land-

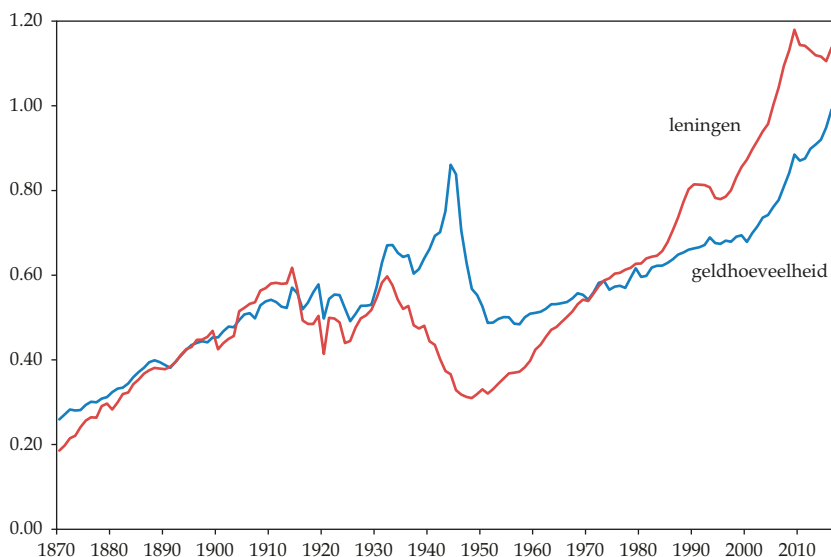
specifieke bijdrage aan deze literatuur: we analyseren de naoorlogse ontwikkeling in de private schuld in Nederland en schetsen wat de resultaten daarvan betekenen voor het financieel-economisch beleid. De kern van die analyse bestaat uit een reconstructie, deels op basis van nieuwe data, van de omvang en samenstelling van de private schuld en de drijfveren die we daarachter kunnen aanwijzen. Zo komen we tot een historisch-institutionele verklaring voor het feit dat daar waar de Nederlandse schuldquote tot begin jaren zeventig van de vorige eeuw nog comparatief laag was, deze sinds de jaren negentig tot de hoogste van de ontwikkelde economieën behoort. Het is de samenloop van een aantal mechanismen die de Nederlandse schuldgroei zo sterk heeft gemaakt. Sommige daarvan, met name de hypotheekrenteaftrek en financiële deregulering, hebben het debat over dit onderwerp gedomineerd en zijn daarmee in algemene zin bekend. Andere die we identificeren, zoals de effecten van het monetair beleid, de sterk toegenomen bankconcentratie en de neveneffecten van kapitaalgedekte pensioenen zijn nieuw of onderbelicht gebleven. Dit maakt dat de beleidsanalyse van het schuldprobleem tot nu toe eenzijdig is.

Onze inhoudelijke bijdrage is deels historisch, deels synthetiserend (we zetten verklaringen op een rij en voegen nieuwe toe) en deels beleidsgericht. Een expliciete weging van de bijdrage van ieder van de geïdentificeerde mechanismen vraagt om de ontwikkeling en schatting van een formeel model. Voor zover mogelijk is dit een volgende stap en valt die buiten het bereik van dit artikel. Niettemin is het tot op zekere hoogte mogelijk om op basis van de chronologie van beleidskeuzes en uitkomsten in termen van schuld het belang van verschillende mechanismen te duiden. We laten daarmee zien dat begrip van de langere geschiedenis van schuldgroei nuttig is voor het vormgeven van beleid gericht op indamming van de hoogte en effecten daarvan.

Internationale schuldniveaus

Sinds de industrialisatie groeit het volume van bankleningen sterk; zo sterk dat de verhouding daarvan tot het bruto binnenlands product (bbp) inmiddels bekend staat als de 'financiële hockeystick', zie figuur 1. Deze figuur is gebaseerd op de reconstructie van macro-financiële data voor 17 van de huidige OECD-landen vanaf 1870 door Moritz Schularick, Alan Taylor en Oscar Jordá.¹ Tot aan 1914 zien we een eerste structurele

1 A.M. Taylor, 'The great leveraging', *NBER working paper* w18290 (2012); M. Schularick en A.M. Taylor, 'Credit booms gone bust. Monetary policy, leverage cycles and financial crises 1870-2008', *NBER working paper* 15512 (2009); O. Jordá, M. Schularick en A.M. Taylor, 'Macrofinancial history and the new



Figuur 1 De 'financiële hockeystick': de ratio van bankleningen en de geldhoeveelheid (M2) ten opzichte van het bruto binnenlands product voor 17 landen, 1870-2016

Bron: dataset Jordá, Taylor en Schularick: <http://www.macrohistory.net/data>.

toename als gevolg van de verspreiding van de industrialisatie en hogere groei. Deze liep samen met de expansie van fiduciair geld, doordat commerciële banken hun kredieten in afnemende mate met edelmetaal en andere reserves dekten. Tijdens het interbellum veranderde de verhouding tussen schuld en het bbp weinig, ondanks grote schokken. In de naoorlogse periode herstelde de kredietgroei zich, zodat eind jaren zeventig de private schuld in de geïndustrialiseerde economieën een kleine 60 procent van het bbp beliep.

In de laatste decennia is de verhouding tussen private schuld en macro-economisch inkomen echter op drift geraakt. Met name in de jaren voorafgaand aan de financiële crisis was deze toename zonder precedent. In weinig meer dan een decennium steeg de verhouding tussen bankkrediet en het bbp in de OECD-17 van minder dan 80 procent halverwege de jaren 1990, naar boven de 110 procent. Dit is bovendien een minimumschatting, aangezien leningen door schaduwbanken (geldmarktfondsen) niet in de data zijn meegenomen. Ook is er sprake van een groeiend gebruik van niet-monetaire vormen van financiering, zoals obligaties.

Na de Tweede Wereldoorlog was de bbp-ratio van leningen aan niet-financiële bedrijven gedaald tot 0,1. De sterke economische groei van de wederopbouw en daaraan gekoppelde investeringsvraag ging vervolgens gepaard met een gestaag herstel van deze ratio. Vanaf de internationale groeivertraging begin jaren zeventig nam het aandeel van bedrijfsleningen echter langzamer toe (van 38 naar 46 procent in 2016) en was er tussen 1990 en 2005 zelfs sprake van stilstand. Het volume van leningen aan huishoudens, voornamelijk hypothecair krediet, groeide daarentegen vanaf het midden van de jaren tachtig sterk. Per saldo steeg de ratio daarvan ten opzichte van het bbp voor de OECD-17 van minder dan een kwart naar boven de 60 procent sinds de financiële crisis. De groei in woninghypotheken was dan ook de belangrijkste factor achter de waargenomen toename in het totale schuldvolume²

De verschuiving in de samenstelling van de schuld is van belang omdat hypothecaire leningen aan huishoudens sterker dan andere vormen van krediet samenhangen met de groei van schuld ten opzichte van inkomen. Leningen aan niet-financiële bedrijven worden in belangrijke mate ingezet ter financiering van investeringen of andere uitgaven binnen het productief proces. Bij een groei van leningen aan niet-financiële bedrijven stijgt het bbp dus mee. Hypotheken worden echter in de meeste gevallen ingezet om een bestaande woning te kopen waardoor er geen effect is op de welvaartsgroei, maar wel op de vermogensverdeling.³

Economische effecten van schuld

Zeer hoge private schulden hebben gevolgen voor de financiële stabiliteit en het cyclisch gedrag van de economie, voor de economische groei en voor de verdeling van vermogen en inkomen. Hoge schulden leiden op de eerste plaats tot een vergrote financiële kwetsbaarheid. Een groot aantal empirische studies met uiteenlopende combinaties van landen, tijdreeksen en specificaties laat zien dat een hoge ratio van krediet ten opzichte van het bbp samengaat met een grotere kans op financiële instabiliteit.⁴ De consensus hierover is zo breed dat dit

2 Alle voorgaande cijfers met betrekking tot bedrijfskrediet en hypotheken zijn berekend uit de macro-historische dataset van Jordá et al.: <http://www.macrohistory.net/data>.

3 T. Beck et al., 'Who gets the credit, and does it matter? Household versus firm lending across countries', *The B.E. Journal of Macroeconomics* 12:1 (2012) 1-46; B. Cournède en O. Denk, 'Finance and income inequality in OECD countries', *OECD Economics Department Working Papers* 1224; D. Bezemer, M. Grydaki en L. Zhang, 'More mortgages lower growth', *Economic Inquiry* 54:1 (2016) 652-674.

4 M. Obstfeld en K.S. Rogoff, 'Global imbalances and the financial crisis. Products of common causes', *CEPR Discussion Paper* DP7606 (2009); A.K. Rose en M.M. Spiegel, 'Cross-country causes and

niet alleen de bevinding is van individuele onderzoekers, maar ook de officiële positie van IMF en OECD.⁵ Voor de OECD-17 vinden Jordá, Schularick en Taylor dat elk procentpunt aan hogere schuld ten opzichte van het bbp samengaat met een lagere groei na een crisis die oploopt tot 0,7 punten in het vierde jaar.⁶

Ten tweede leiden hoge schulden veelal tot een lagere economische groei, terwijl kredieten bij lage schuld niveaus juist wel bevorderlijk kunnen zijn voor de groei. In een veel geciteerd artikel lieten IMF-onderzoekers Arcand, Berkes en Panizza in 2012 zien dat de positieve invloed van schuld op groei niet constant is, maar afhangt van de omvang ten opzichte van het bbp. Met de stijging van privaat krediet neemt het positieve effect af om uiteindelijk om te slaan. In de gebruikte dataset bleek dat bij een schuldratio boven 100 procent van het bbp meer krediet een negatief effect had op de groei.⁷ Soortgelijke conclusies werden getrokken in een reeks andere studies.⁸ Op geaggregeerd niveau is voor Nederland de percentuele groei van het inkomen per hoofd voor elke toename van de schuld-ratio met één procentpunt gedaald van 0.97 tussen 1961 en 1990, naar 0.27 sinds de eeuwwisseling, en 0.09 in de laatste tien jaar.⁹

Tot slot zijn hoge private schulden van invloed op de verdeling van inkomen en vermogen. Wanneer er een groot deel van het macro-

consequences of the crisis: An update', *European Economic Review* 55:3 (2011) 309-324; J. Frankel en G. Saravelos, 'Can leading indicators assess country vulnerability? Evidence from the 2008-2009 global financial crisis', *Journal of International Economics* 87:2 (2012) 216-231; D. Sutherland et al., 'Debt and macroeconomic stability', *OECD Economics Department Working Papers* 1003 (2012); Taylor, 'The great leveraging'; Jordá et al., 'Microfinancial history'.

5 IMF, 'World economic outlook. Coping with high debt and sluggish growth', *World Economic and Financial Surveys* October (Washington DC 2012); B. Cournède, O. Denk en P. Hoeller, 'Finance and inclusive growth', *OECD Economic Policy Papers* 14 (2015).

6 Jordá et al., 'Microfinancial history'; Zie ook D. Bezemer en L. Zhang, 'A global house of debt effect? Mortgages and post-crisis recessions in fifty economies', *Sustainable Finance Lab Working Paper* maart (2017); P.R. Lane en G.M. Milesi-Ferretti, 'The cross-country incidence of the global crisis', *IMF Economic Review* 59:1 (2014) 77-110; M. Feldkircher, 'The determinants of vulnerability to the global financial crisis 2008 to 2009. Credit growth and other sources of risk', *Journal of International Money and Finance* 43 (2014) 19-49.

7 J.L. Arcand, E. Berkes en U. Paniza (2015), 'Too much finance?', *Journal of Economic Growth* 20:2 (2015) 105-148.

8 R.G. Rajan en L. Zingales, 'Financial dependence and growth', *NBER Working Paper* w5758 (1996); Zie ook S. Cecchetti en E. Kharroubi, 'Why does financial sector growth crowd-out real economic growth?', *CEPR Discussion Paper* DP 10642 (2015); A. Barajas, R. Chami en S.R. Yousefi, 'The finance and growth nexus re-examined. Do all countries benefit equally?', *IMF working paper* WP/13/130 (2013); L. Ductor en D. Grechyna, 'Financial development, real sector, and economic growth', *International Review of Economics and Finance* 37 (2015) 393-405.

9 Bbp: CBS; private schuld: BIS-cijfers als in figuur 2. Achter deze trend gaan ook andere veranderingen schuil, zoals een structurele daling in de productiviteitsgroei.

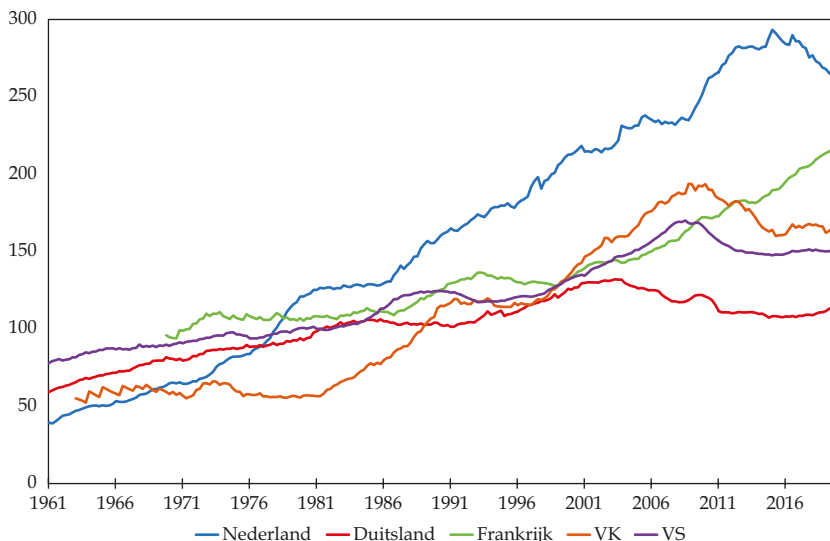
inkomen naar vastgoed en financiële markten gaat, profiteren inkomens die daarmee verbonden zijn (van bankiers, verzekeraars, makelaars, handelaren en beleggers) het meest.¹⁰ Het gevolg is een toenemende ongelijkheid. Deze heeft nadelige effecten op de groei en vermindert de financiële en politieke stabiliteit.¹¹ De trend in inkomensongelijkheid is op zijn beurt onderdeel van de groeiende kloof tussen inkomens gebaseerd op vermogen en loon. Kortom, vanaf de verspreiding van kredietverschaffing op basis van partiële bankreserves is in de westerse economieën is sprake van een structurele toename in de relatieve omvang van private schuld. Op basis van de naoorlogse samenloop met een hoge welvaarts-groei leek er daarbij eerst sprake te zijn van een lineaire samenhang. Een omvangrijke literatuur heeft die notie inmiddels weerlegd. In plaats daarvan vinden we afnemende en uiteindelijk negatieve welvaartseffecten, naast stabiliteitsrisico's en verdelingseffecten. Onder invloed van de crisis van de jaren tachtig lag bij de vormgeving van instituties als het Europese Stabiliteits- en Groeipact de nadruk echter op de omvang van de publieke schuld. De meer recente literatuur vindt echter dat ook een hoge private schuld stabiliteitsrisico's kent en conjuncturele bewegingen vergroot. De kernvraag die we in dit artikel stellen is hoe de uitzonderlijke Nederlandse positie tot stand is gekomen. Daartoe moeten we eerst vaststellen hoe de private schuld zich heeft ontwikkeld en hoe die is samengesteld.

De uitzonderlijke Nederlandse schuldgroei

Om de ontwikkeling van de private schuld in Nederland in kaart te kunnen brengen, hebben we data nodig. Het statistische probleem daarbij is dat er niet één specifieke bron is die alle aspecten van schuldgroei voor een langere periode dekt. De belangrijkste bron betreft het toezicht op de financiële sector door De Nederlandse Bank (DNB). Maar deze dataverzameling varieert met de taakopvatting over

10 O. Denk en A. Cazenave-Lacroutz, 'Household finance and income inequality in the euro area', *OECD economics department working papers* 1226 (2015); C. Gimet en T. Lagoarde-Segot, 'A closer look at financial development and income distribution', *Journal of Banking and Finance* 35:7 (2011) 1698-1713; S. Jauch en S. Watzka, 'Financial development and income inequality. A panel data approach', *CESifo working papers* 3687 (2012); Denk en Courneade, 'Finance and income inequality'.

11 Over inkomensgroei: J.E. Stiglitz, *The price of inequality. How today's divided society endangers our future* (New York en Londen 2012); over stabiliteit: R.G. Rajan, *Fault lines. How hidden fractures still threaten the world economy* (Princeton 2010); over politieke stabiliteit en participatie: D. Acemoglu en J.A. Robbins, *Why nations fail. The origins of power, prosperity, and poverty* (Londen 2012).



Figuur 2 De ontwikkeling van de totale schuld van de private niet-financiële sector in Nederland vergeleken met die in andere OESO-landen, 1961(q1) – 2021(q2) (% bbp)

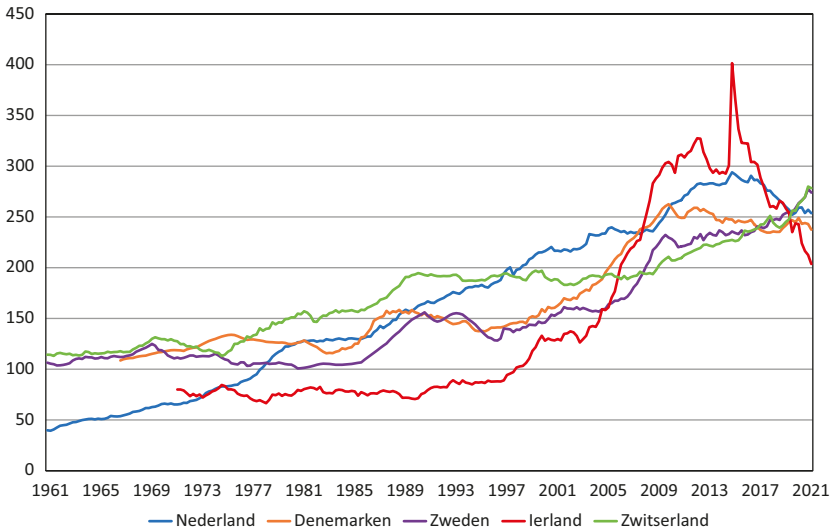
Bron: BIS-kwartaaldata.

toezicht en welke banken hieronder vallen. Het resultaat is dat de statistiek gekenmerkt wordt door frequente breuken en slechts beperkt retrospectief bruikbaar is.

Daarnaast is het totaal aan privaat krediet meeromvattend dan de leningenportefeuille van de banken. Het Centraal Bureau voor de Statistiek (CBS) gebruikt om die reden de kerndata van DNB als basis voor een schatting van de totale schuld van huishoudens, niet-financiële bedrijven en instellingen zonder winstoogmerk. Deze reeks is onderdeel van de kerngegevens sectoren in de Nationale Rekeningen.¹² Voor huishoudens is de reeks verder uitgesplitst naar woninghypotheken en consumptief krediet. Geen van deze reeksen reikt echter verder terug dan 1995.¹³ Om de effecten van politieke besluiten met betrekking tot bijvoorbeeld bankconcentratie en de liberalisatie van de hypotheekmarkt te kunnen duiden, hebben we langere data nodig. Dergelijke deels uitgesplitste reeksen zijn

12 De 'sectoren' omvatten in dit geval niet-financiële vennootschappen, financiële instellingen, geconsolideerde overheid, huishoudens en het buitenland.

13 De CBS-definitie van private schuld omvat leningen en effecten (exclusief aandelen en derivaten). Deze zijn bovendien geconsolideerd: schulden binnen dezelfde sector worden niet meegerekend. Zie: <https://opendata.cbs.nl/statline/#/CBS/nl/dataset/84097NED/table?ts=1583015848411>.



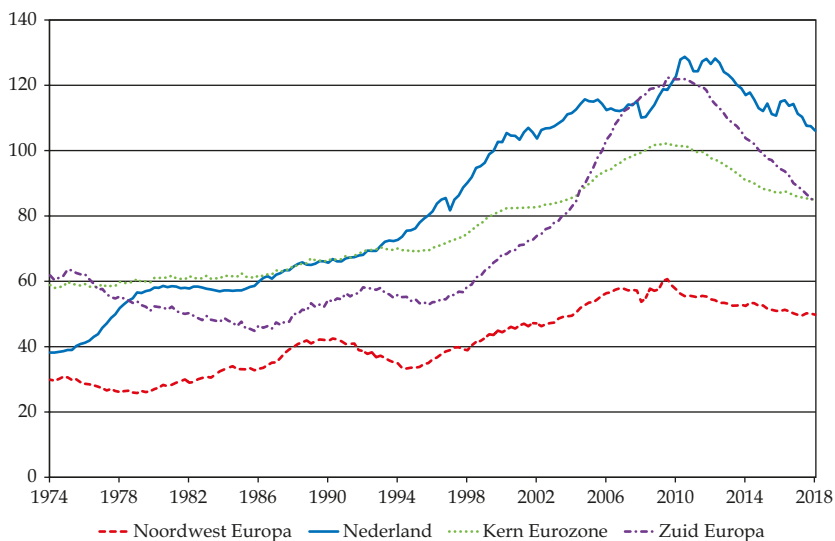
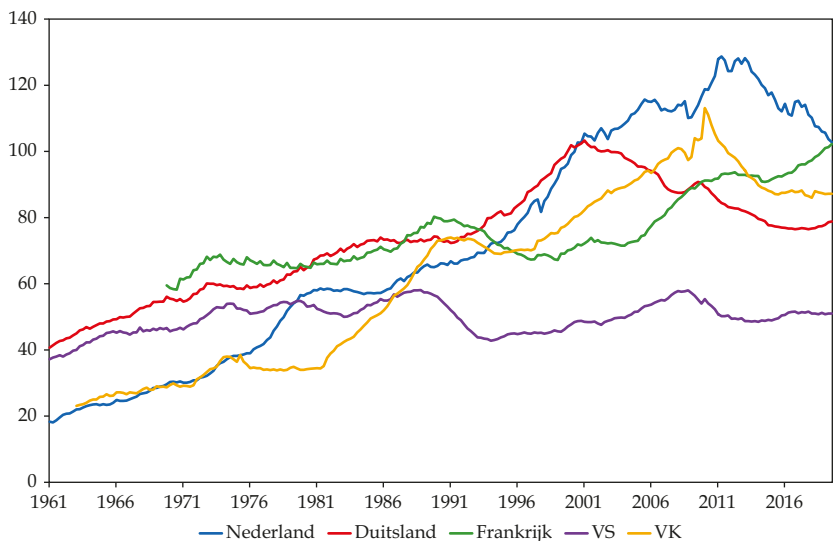
Figuur 3 De totale schuld van de private niet-financiële sector in Nederland vergeleken met die in andere Europese landen met hoge private schulden, 1961(q1) – 2021(q2) (% bbp)

Bron: BIS-kwartaaldata.

beschikbaar als onderdeel van de ‘Long series on total credit and domestic bank credit to the private non-financial sector’ van de Bank for International Settlements (BIS).¹⁴ Deze dataset specificeert de waarde van uitstaand krediet voor 44 landen. De op kwartaalbasis verzamelde data is onderverdeeld in reeksen voor totaal krediet en bancair krediet aan de private niet-financiële sector. Voor Nederland beginnen de reeksen in 1961.

Op basis van de BIS data toont figuur 2 de ontwikkeling van de totale schuld van de private niet-financiële sector in Nederland in vergelijking met die in de drie grootste Europese economieën en de VS. Uit de figuur blijkt dat waar het Nederlandse schuldniveau tot in de jaren zeventig laag was, dit sindsdien tot een uitzonderlijke hoogte is gestegen (rond de 250 procent van het bbp). Figuur 3 laat zien dat binnen de BIS-data alleen de schuldquotes voor Denemarken, Ierland, Zweden en Zwitserland vergelijkbaar zijn. Het bestaan van deze ‘kopgroep’ is van belang voor de discussie over de oorzaken van de Nederlands schuldpositie, met name in relatie tot de vraag welke oorzaken

14 Voor een toelichting op de data zie: https://www.bis.org/statistics/totcredit/credpriv_doc.pdf. Voor de feitelijke database <https://stats.bis.org/statx/toc/CRE.html>. Krediet omvat ‘loans and debt securities’. Totaal krediet is nog uitgesplitst in reeksen voor huishoudens, niet-financiële bedrijven en de overheid (in eigen valuta, dollars en als percentage van het bbp).



Figuur 4 De ontwikkeling van de bancaire schuld van de niet-financiële sector in Nederland vergeleken met die in andere OESO-landen en in Europese regio's, 1974-2021 (% bbp)

Bron: BIS-data. 'Noordwest-Europa' bestaat uit België, Duitsland, Denemarken, Finland, VK, Nederland, Zweden, Noorwegen en Ierland; 'Kern Eurozone' bestaat uit: België, Duitsland, Finland, Nederland, Ierland, Spanje, Italië, Frankrijk, Portugal, Griekenland en Oostenrijk (geen lange data voor alle lidstaten); 'Zuid-Europa' bestaat uit Italië, Spanje, Portugal en Griekenland. Gemiddelden gewogen door conversie naar dollars (in BIS data).

specifiek zijn voor Nederland en welke ook in andere landen speelden. Na de historische beschrijving van de verschillende mechanismen voor Nederland komen we hierop terug.

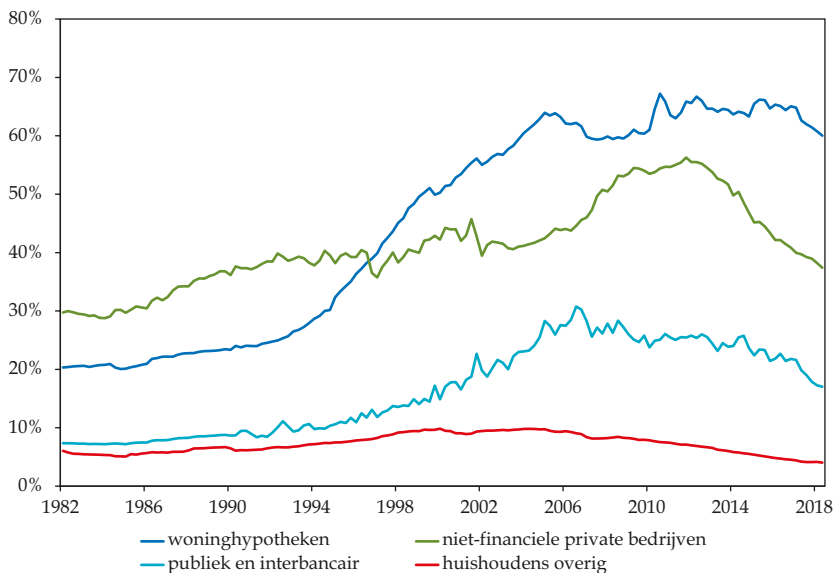
De schuld is in Nederland dan wel exceptioneel, er staat ook wat tegenover. Nederland heeft een op kapitaal gebaseerd pensioenstelsel. De huidige waarde van het belegd vermogen zit dicht tegen de 200 procent van het bbp. Dat betekent dat op termijn een belangrijk deel van de schuld is gedekt. Echter, pensioenvermogen is beklemd en komt pas na pensionering tot uitkering. Dit vermogen is dus niet op een gewenst moment liquide te maken. Bovendien leidt de beklemming ertoe dat bij tegenslag de spaarbuffers van huishoudens gering zijn en er op de huizenmarkt sprake is van een vergrote afhankelijkheid van hypothecair krediet.

Als we binnen de totale schuld kijken naar het *bancair* krediet is de chronologie dezelfde, maar zijn de verschillen tussen de Europese economieën kleiner en er is sprake van een sterkere dynamiek (figuur 4). Dit geldt vooral voor Duitsland, waar een snelle groei van bankkrediet samenging met de hereniging, en de teruggang daarin met het daaropvolgende proces van aanpassing. Het tweede deel van figuur 4 laat zien dat de Nederlandse ontwikkeling in *bancair* krediet afweek van het Europese patroon. Eind jaren zeventig waren de schuldniveau's nog vergelijkbaar, maar deze divergeerden in de jaren negentig. Ten opzichte van de meer vergelijkbare economieën van Noordwest-Europa was de dynamiek nog meer uitgesproken. De private schuld in de Zuid-Europese landen nam sterk toe na hun toetreding tot de Europese Monetaire Unie (EMU) (op 1-1-1999; Griekenland op 1-1-2001). Door toetreding konden zij profiteren van de lage rentes in de eurozone.¹⁵

Tot slot kijken we naar de samenstelling van het Nederlandse private krediet naar afnemer. Die uitsplitsing is alleen beschikbaar voor *bancair* krediet in de reeksen van DNB.¹⁶ Als onderdeel van de studie die de WRR op verzoek van de Minister van Financiën deed naar geldschepping

15 Omwille van de ruimte tonen we hier niet de ontwikkeling in non-*bancair* krediet. Die verliep grotendeels parallel aan die van *bancair* krediet. In de kern zijn *bancair* en non-*bancair* krediet substituten, waarbij prijzen de twee aan elkaar binden. Vanaf 2008 nam non-*bancair* krediet toe. Als gevolg van de kredietcrisis moesten banken hun balansen opschonen en voldoen aan extra kapitaaleisen waardoor *bancair* krediet relatief duur werd.

16 De BIS-data maken wel een onderscheid naar totaal krediet aan huishoudens en aan niet-financiële bedrijven, maar waarnemingen voor deze uitsplitsing beginnen voor Nederland pas in december 1990.



Figuur 5 De samenstelling van bancair krediet in Nederland, 1982-2018 (% bbp)

Bron: datalevering DNB, bewerking door de auteurs.

en de publieke rol van banken, heeft de statistische afdeling van DNB de maandelijkse brondata voor dit doel bewerkt.¹⁷ Na correctie voor definities en breuken als gevolg van een veranderend bankenbestand was het mogelijk om een nieuw doorlopend bestand op te bouwen waarin de gegevens tot eind 1982 teruggaan. Op basis hiervan toont figuur 5 de omvang van krediet aan niet-financiële bedrijven, hypothecaire leningen en consumptief krediet aan huishoudens, en interbancaire en publieke leningen. Deze laat zien dat de groei in krediet vanaf midden jaren negentig overwegend gedreven werd door woninghypotheken. Tot 2018 was het aandeel van hypothecair krediet in de totale toename van krediet 62 procent. Bedrijfsleningen waren goed voor 35 procent. Onder invloed van accommoderend monetair beleid had een soortgelijke versnelling in de groei van hypothecair krediet midden jaren zeventig plaatsgevonden.¹⁸ Als aandeel van het

17 Zie WRR, *Geld en schuld. De rol van banken* (Den Haag 2019). De auteurs danken Jan Bartman en Ruben van der Helm van de statistische afdeling van de Nederlandse Bank voor het bewerken en beschikbaar maken van deze data.

18 J.L. van Zanden, *Een klein land in de 20e eeuw. Economische geschiedenis van Nederland, 1914-1995* (Utrecht 1997) 226. Ook het hieronder getoonde verloop van de gemiddelde huizenprijs in Nederland geeft een sterke indicatie voor de rol van hypothecair krediet tijdens de tweede helft van de jaren zeventig. Dit was ook de periode waarin de markt voor tweede hypotheek ontspong.

bbp nam de waarde van hypothecaire leningen volgens de DNB-data toe van rond de 20 procent begin jaren tachtig tot meer dan 60 procent na 2004.

Interbancaire leningen speelden in de latere fase een parallelle rol, met name door de opkomst van 'wholesale banking'. Daarbij steunt krediet niet op deposito's, maar met name op obligatieleningen. Interbancaire kredietgroei stabiliseerde vanaf 2006, waarna de eerder ingezette groei van bedrijfsleningen de dynamiek overnam. Pas in 2013 daalde de algehele kredietgroei.

De kernvragen naar aanleiding van deze schets van nationale en internationale kredietgroei lijken ons de volgende. Ten eerste, wat verklaart de lange opwaartse trend in de omvang van zowel de geldhoeveelheid als privaat krediet in de ontwikkelde economieën? En ten tweede, waarom groeide krediet aan de private sector in Nederland met name midden jaren zeventig en vanaf de jaren negentig sterker dan elders? Die stijging maakte de economie tijdens de financiële crisis kwetsbaar voor vermogens-effecten. In het vervolg bespreken we eerst de oorzaken die ook elders speelden, daarna gaan we in op de mechanismen die specifiek waren voor Nederland.

Gedeelde oorzaken: giraal geld en monetair beleid

De verklaring voor de internationaal gedeelde trend van een oplopende omvang van private schuld begint met de groei van girale geldschepping. Uit figuur 1 blijkt dat bankleningen en de geldhoeveelheid samen oplopen. Beiden zijn uiting van hetzelfde mechanisme: op het moment dat een bank krediet verstrekt, crediteert zij een gelijk bedrag op de bankrekening van de kredietnemer. Bankkrediet en de geldhoeveelheid bewegen daardoor samen.¹⁹ Daarbij is het aandeel van bankkrediet in de geldhoeveelheid over de tijd structureel toegenomen.

Het achterliggende mechanisme is dat, in tegenstelling tot andere kredietverschaffers, een bank niet eerst besparingen hoeft op te halen, maar deze geld schept in de vorm van een (giraal) deposito.²⁰ Een pensioenfonds, bijvoorbeeld, kan alleen leningen verstrekken op basis

¹⁹ In econometrische termen zijn de beide reeksen dan ook 'gecoïntegreerd': de twee variabelen worden gedreven door dezelfde toevalswandeling met trend. De schattingsresultaten op basis van de zogeheten Johansen procedure zijn op verzoek beschikbaar bij de auteurs.

²⁰ Zie voor een uitvoerige analyse van girale geldschepping WRR, *Geld en schuld*.

van ingelegde premies. Voor een bank zijn de leningen die zij verstrekt echter gelijk het onderpand voor de gecreëerde deposito's. Hoewel de dekkingsvereisten over de tijd gedaald zijn, is zelfs voor de negentiende eeuw het beeld van banken als verdelers van uitleenbare tegoeden daarmee te eenvoudig. De geldscheppende rol van bancaire krediet dreef ook al vroeg het ontstaan van kredietcycli. Dat was met name het geval voor het financieel dominante Verenigd Koninkrijk, waar girale tegoeden vroegtijdig een groot deel van de geldvoorraad uitmaakten.²¹

Het ontstaan van giraal geld hangt historisch samen met de groei van de vraag naar liquiditeit onder invloed van de industrialisatie en de koppeling van papiergeld aan edelmetaal. Het knellen van de restrictie die dekking door edelmetalen (en later wisselreserves) plaatste op het creëren van papiergeld kwam het eerst tot uiting in het Verenigd Koninkrijk. Dit hing samen met de groeiende vraag naar liquiditeit onder invloed van de toenemende investeringen en transacties als gevolg van de Industriële Revolutie. En hoewel de vroege realisatie van het *paper pound* de mogelijkheid bood tot verruimde geldschepping, leidden de restricties waaronder officiële geldschepping vanaf de Bank Charter Act van 1844 werd geplaatst tot een structurele spanning.²² Hierdoor ontstond vroegtijdig druk op bankkrediet als geldmiddel.

De verdere verspreiding van geldschepping gebaseerd op bancaire krediet kwam op gang met de internationale adoptie van de Gouden Standaard na de financiële crisis van 1873.²³ Om de door de industrialisatie en de bevolkingstoename onder druk gezette papieren geldvoorraad te verruimen, moesten in ieder land toenemende reserves komen te staan. Ondanks omvangrijke vondsten in Australië, Zuid-Afrika en Zuid-Amerika nam de schaarste aan goud structureel toe. En hoewel de dekkingsvereiste bij lange na niet volledig was en eerder al losser was gemaakt, leidde de internationale transitie vanaf 1873

21 B. Eichengreen, 'The causes of British business cycles, 1833-1913', *Journal of European Economic History* 12:1 (1983) 145-169.

22 De Bank Charter Act maakte van de Bank of England de centrale bank van het Verenigd Koninkrijk door het verlenen van een exclusief recht op de uitgifte van bankpapier. De uitgifte was daarbij gebonden aan een volledige dekking in goud of een maximum van 14 miljoen pond in staatsschuld. Deze goudbinding (het begin van de formele gouden standaard) vormde een overwinning voor de zogenaamde 'currency' school, die de inflatie vanaf de Napoleontische oorlogen weet aan de uitgifte van papiergeld. Op basis van girale kredietverlening zou de rol van commerciële banken in geldschepping overigens spoedig herleven en daarmee een factor vormen in periodieke kredietcrises.

23 Zie voor een uitvoeriger beschrijving van dit proces J.L. van Zanden en A. van Riel, *Nederland 1780-1914. Staat, instituties en economische ontwikkeling* (Amsterdam 2000) 329-334.

ertoe dat de druk op een ruimere vorm van geldschepping toenam.²⁴ De ironie van de verspreiding van de gouden standaard was dan ook dat deze de strikte dekking daarvan ondergroef. Door de groeiende vraag naar kapitaal kwam het moderne bankwezen juist tot ontwikkeling.

In een poging terug te keren tot de vooroorlogse monetaire verhoudingen koppelden landen tijdens het interbellum hun munt opnieuw aan de goudprijs. De hernieuwde koppeling vanaf 1925 leidde kortstondig tot stabiele geld- en schuldquoten, maar gaf landen onvoldoende ruimte om adequaat te kunnen reageren op de Wall Street Crash in 1929 en het effect daarvan op de financiering van hun oorlogsschulden. Vanaf september 1931 hief het ene na het andere land de koppeling op om te kunnen devalueren en zo te ontsnappen aan het wisselkoerskorset, waarvan de uitgangspunten niet langer spoorden met de economische verhoudingen.²⁵ De Grote Depressie en de daaropvolgende oorlog leidden er daarbij toe dat het relatieve volume aan krediet sterk afnam (figuur 1). Na de oorlog werd het Bretton-Woods systeem van vaste maar aanpasbare wisselkoersen ingevoerd om competitieve devaluaties te voorkomen, maar tegelijkertijd ook de voorgaande rigiditeit van het internationaal monetair stelsel te vermijden. Daarbij verliep de koppeling aan de goudprijs via de Amerikaanse dollar. Maar ook dit bleek uiteindelijk niet houdbaar. Vanaf augustus 1971 werd de Europese band met de dollar verbroken en gingen nationale koersen zweven. Omdat sindsdien een expliciete dekking ontbreekt, is al ons geld volledig fiduciair.

De Tweede Wereldoorlog had voor Nederland in monetair opzicht het effect gehad dat de geldhoeveelheid door de bezetter werd opgeblazen, terwijl het volume aan bancaire leningen net als elders implodeerde. Die erfenis overschaduwde de naoorlogse periode. Figuur 5 toont de samenstelling van de geldhoeveelheid voor Nederland sinds 1946. De wederopbouw werd aanvankelijk gekenmerkt door de geldzuivering en de daaropvolgende beteugeling van de groei in girale tegoeden, wat tot een scherpe daling in de geldquote leidde. Vanaf midden jaren vijftig was binnen hetzelfde regime van restricties op kredietgroei sprake van een verder (zij het minder snel) dalende verhouding.²⁶ De

24 De formele verplichtingen ten aanzien van de metaaldekking van papier evolueerden in Nederland van een staffel met een dekking van tweederde bij uitgifte tot 52 miljoen gulden en volledige dekking daarboven (tot 1855), tot een algemene 40 procent vanaf de Bankwet van 1863.

25 De uitputtende en baanbrekende studie van dit onderwerp is die van B. Eichengreen, *Golden fetters. The Gold Standard and the Great Depression, 1919-1939* (Oxford 1995).

26 Voor een uiteenzetting van de instrumenten van kredietrestrictie en de rol daarvan als behorend tot de kern van het naoorlogs monetair beleid tot aan de jaren tachtig zie J. Barendregt en H. Visser,

uitzonderlijke welvaartsgroei en een beperkt accommoderend monetair hoeveelhedenbeleid leidden ertoe dat de omvang van girale tegoeden nagenoeg stabiel bleef, terwijl die van chartaal geld (munten en papier) geleidelijk daalde.

Dat alles veranderde echter vergaand met de herziening van de doelen en instrumenten van monetaire sturing na 1980. Deze verandering in monetair beleid was een uitvloeisel van de ingrepen door de Federal Reserve onder Paul Volcker om de hoogopgelopen inflatie onder controle te brengen. Op grond van het haasje over van inflatie en loonindexatie kwam men tot de conclusie dat er van verdere monetaire stimulering geen verbetering uitging. Dit werd theoretisch onderbouwd met het concept van rationele verwachtingen. Als geanticipeerd wordt op een monetaire stimulans haalt dit reël (werkloosheid, output) niets uit en leidt die alleen tot meer inflatie, aangezien zowel lonen als prijzen onder druk komen.²⁷ In eerste instantie werd een restrictief geldhoeveelhedenbeleid gevoerd om de inflatie tot stand te brengen. Maar dit leidde tot een hoge en sterk volatiele rente, waardoor de VS tussen juli 1981 en november 1982 in een recessie terecht kwamen.²⁸ Daarom werd overgestapt naar sturing via de beleidsrente, hetgeen bij de heersende inflatie een scherpe verhoging daarvan impliceerde. De feitelijke beleidsingreep die daarop volgde, was sterk genoeg om de verschillende rentes in de economie beduidend boven de inflatie te stuwen en de onzekerheid te reduceren. Als gevolg hiervan werden de inflatieverwachtingen naar beneden bijgesteld. In drie jaar tijd daalde de inflatie van 15 naar 3 procent.

De bredere betekenis van de Amerikaanse wending was dat die het begin vormde van een structureel gewijzigde benadering van monetair beleid door veel centrale banken. De kenmerken daarvan waren de adoptie (beginnend in Nieuw-Zeeland in 1989) van inflatie als het hoofddoel van monetair beleid (secundair is de werkgelegenheid, die geacht werd door een lage en stabiele inflatie het best te worden bevorderd), statutaire onafhankelijkheid, sturing op basis van de korte

²⁷ 'Towards a new maturity, 1940-1990', in: M.'t Hart et al. (red.), *A financial history of the Netherlands* (Cambridge 1997) 187-193.

²⁷ De onderliggende notie van rationele verwachtingen (leidend tot de Nieuw Keynsiaanse Philips curve, gebaseerd op de niet-geanticipeerde *verandering* in de inflatie) ging op zijn beurt sterk terug op het werk van M. Friedman, 'The role of monetary policy', *American Economic Review* 58 (1968) 1-17, en R.E. Lucas, 'Expectations and the neutrality of money', *Journal of Economic Theory* 4 (1972) 103-124.

²⁸ De stijgende olieprijs als gevolg van de Iraanse revolutie (1979) vormde een toegevoegd element in de hoge inflatie. Daar waar in juli 1980 de terugval in het bbp 2.2% bedroeg en werkloosheid opliep tot 8%, was er in november 1982 sprake van een terugval van 2.7% en een werkloosheid van 11%.

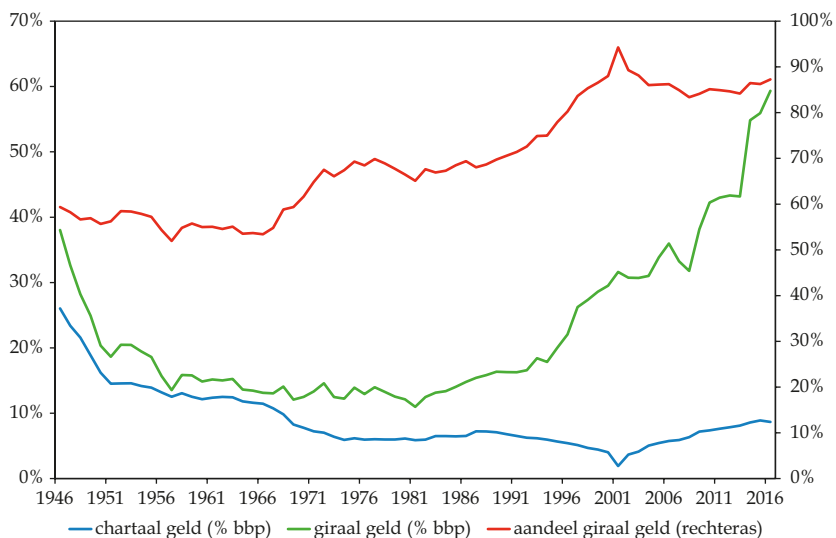


Illustratie 1 DNB-president Jelle Zijlstra (1967-1981) in het laatstgenoemde jaar bij zijn aftreden als kroonlid van de SER (foto: wiki commons)

rente en het afschaffen van kwantitatieve beperkingen.²⁹ De implicatie van de nieuwe wijze van monetaire beleid was dat de geldschepping, die in toenemende mate via giraal krediet plaatsvond, moest worden geacommodeerd.

In Nederland had een renteverlaging door DNB in 1975 de inflatie aangewakkerd en tot een zeepbel op de huizenmarkt geleid. Daarop werd al vanaf 1978 overgegaan tot een restrictiever monetair beleid (zie figuur 6). Het aangescherpte beleid van bankpresident Zijlstra stabiliseerde de inflatoire verwachtingen, prikte de zeepbel door en

²⁹ Deze notie is later bekend komen te staan als de Divine Coincidence. Vgl. O.J. Blanchard en J. Gali, 'Real wage rigidities and the new Keynesian Model', *NBER Working Paper* w11806 (2005). Ook het monetair beleid van de ECB gaat formeel hiervan uit. Vgl. <https://www.ecb.europa.eu/mopo/html/index.en.html>.



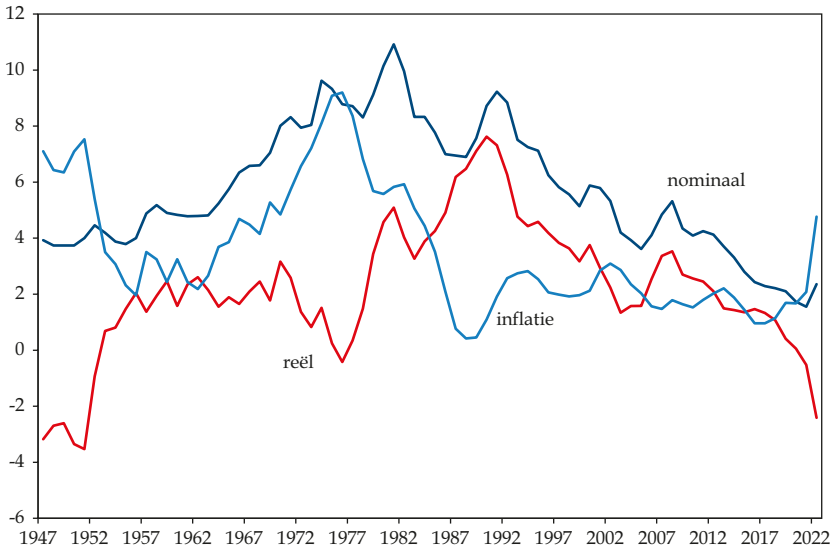
Figuur 6 De samenstelling van de geldhoeveelheid in Nederland, 1946-2016

Bron: CBS.

leidde tot een crisis op de woningmarkt. De reële verkoopprijs van een woning daalde in de periode 1978-1982 met 30 procent (zie figuur 8). Ook in Nederland zorgden het krappe geldmarktbeleid en de bezuinigingen van de overheid voor een recessie. Hierdoor nam de inflatie af en daalde uiteindelijk ook de rente. De daggeldrente (de rente waartegen banken voor één dag kunnen lenen zonder onderpand en dat de spil vormt van monetair beleid via het prijsmechanisme) bij DNB ging van 11 procent in 1981 naar 2,7 procent bij de start van de EMU in 1999. In dezelfde periode nam de voorschotrente af van 10,0 tot 2,75 procent en daalde het promessedisconto van 10,5 tot 3,4 procent.³⁰

Van wezenlijk belang was dat de rentedaling doorzette nadat de inflatie was gestabiliseerd (figuur 7). Daarbij speelde na het verdrag van Maastricht (1992) het voldoen aan het inflatiecriterium voor toetreding tot de EMU een belangrijke rol. Dit maakte dat vanaf het midden van de jaren negentig de rente ook in reële zin daalde, waardoor er de

30 CBS, *Statline*: <https://opendata.cbs.nl/statline/#/CBS/nl/dataset/37758/table?ts=1625046811786>. De voorschotrente is het rentetarief waartegen banken bij de centrale bank tegen onderpand geld kunnen lenen (tot een bepaald maximum per dag en voor een periode van minimaal een dag en maximaal drie maanden); het promessedisconto was de door DNB tot 1999 vastgestelde rentevoet die waartegen banken onderling geld konden lenen. Met de komst van de EMU is deze vervangen door de Euribor rente.



Figuur 7 Inflatie en de nominale en reële rente op woninghypotheken in Nederland, 1947-2022

Bron: rente: CBS (tot en met 2002; gemiddelde rente op nieuwe woninghypotheken) en ECB (2003-2021, gemiddelde verandering in rente op nieuwe hypotheken tot 1 jaar en langer dan 10 jaar gekoppeld aan het niveau van de gemiddelde verkooprente in 2002); structurele inflatie: consumentenprijsindex CBS over 5 jaar, met lineair dalende weging.

facto een krediet-stimulerend beleid gevoerd werd. Op de achtergrond speelden daarbij vanwege de extra besparingen ook de vergrijzing en de groeiende pensioenopbouw een rol, maar de koerswendingen kwamen ontegenzeggelijk vanuit het monetaire domein. Hetzelfde beleid met een strikte focus op de inflatiedoelstelling (en dus een accomoderend hoeveelhedsbeleid) werd na 1999 binnen de context van de EMU door de Europese Centrale Bank (ECB) voortgezet. Zeker in het begin gold daarbij dat de ECB haar reputatie als hoeder van de prijsstabiliteit wilde vestigen. Vanaf de financiële crisis van 2008 werd dit gevolgd door ruim monetair beleid waardoor de beleidsrente uiteindelijk zelfs negatief werd.

Het kernpunt van dit alles is dat het monetaire beleid zich in toenemende mate richtte op de inflatie en sturing door de prijs van krediet. Door die vergaand versmalde opvatting van monetair beleid verdween het restrictieve kwantiteitsbeleid dat de kern was geweest van de naoorlogse beheersing van de geld- en kredietgroei. Waar de prijs het sturingsinstrument was geworden, was de hoeveelheid verworden tot vrije variabele. Dat gold bovendien ook voor minder liquide vormen van krediet. Wanneer de ruimere M₃ definitie van de geldhoeveelheid wordt gebruikt, omvat de groei daarvan een groot deel

van de private schuld.³¹ Zo werd girale geldschepping dominant en erodeerden de remmen op krediet. Pas na 2008 kwam er via het nieuwe 'macroprudentieel' beleidskader weer enige aandacht voor de effecten van overmatige kredietgroei. Maar tijdens en na de eurocrisis kreeg het overeind houden van eurolanden door de grootschalige opkoop van staatsobligaties en het laag houden van de rente de overhand. Hierdoor bleef het beleid in de kern ruim, met achtergestelde aandacht voor macroprudentiële aspecten.

Bankconcentratie en kredietgroei

Wat verklaart binnen de internationaal gedeelde veranderingen in geldschepping en monetair beleid de uitzonderlijk hoge Nederlandse private schuld zoals die in de laatste decennia tot stand is gekomen? Daarvoor kunnen tenminste vier factoren worden aangewezen die sterker dan elders speelden: bankconcentratie, pensioenstelsel, fiscale renteaftrek en hypotheekmarkt. Om dat duidelijk te maken zetten we voor ieder van deze factoren de relatie met kredietgroei uiteen en schetsen we de ontwikkeling over de tijd. We beginnen met de bankconcentratie.

Een eerste ontwikkeling waaraan het hoge niveau van krediet in Nederland kan worden toegeschreven is dat van de bovengemiddeld toegenomen concentratie en eenvormigheid in het bankwezen. Banken hebben hiervoor een aantal motieven. Het meest benoemde motief is dat het moeilijker is voor de autoriteiten om een grote bank steun te onthouden dan een kleine bank. Grote banken hebben veel vertakkingen naar andere banken en zitten als financiers in de haarvaten van de economie. Daarnaast zijn zij door de lange opmars van giraal geld cruciaal voor het functioneren van het betaalcircuit. De impliciete overheidssteun geeft een bank ruimte om meer risicovolle kredieten te verstrekken en zodoende hogere rendementen te realiseren.

Een bijkomend effect is dat de marktmacht van grote banken hoger is en als gevolg daarvan de prijs voor krediet opdrijft. Na terugtrekking van buitenlandse marktpartijen na de kredietcrisis, konden de Nederlandse banken jarenlang de hypotheekrente hoger zetten dan in omringende

31 Nadat in Nederland het bbp-aandeel van M1 vanaf eind jaren zestig min of meer constant bleef op 20%, nam dit na 1984 toe tot rond 70% vanaf 2015. Na eerder in de eerste helft van de jaren zeventig te zijn gedaald nam het aandeel van M3 over dezelfde periode toe van 60 tot 140%. Bronnen: CBS (bbp) en datalevering DNB (geld).

landen.³² Er zijn naast marktmacht natuurlijk meer factoren die de relatieve hoogte van de hypotheekrente bepalen, waaronder de loan-to-value ratio en de mate waarin die benut wordt.

Naast een versterkte oriëntatie op hoger renderende activiteiten en een ruimer kredietbeleid, leidt bankconcentratie ook via een ander, in het debat tot nu toe onbenoemd mechanisme tot een hogere kredietgroei. Gegeven het hoge aandeel van elektronische betalingen resulteert concentratie ook in meer schuld omdat het de noodzaak vermindert voor het aanhouden van liquiditeiten (zoals tegoeden bij de centrale bank en makkelijk verhandelbare staatsobligaties). Deze reserves worden aangehouden voor het doen van interbancaire betalingen. Hoe kleiner de omvang van deze reserves, hoe meer krediet er kan worden verstrekt. Neem bijvoorbeeld het extreme geval dat er in de economie maar één bank is en negeer voor het moment wat deze monopolie macht betekent voor de rentestanden. Stel bovendien dat de meeste betalingen giraal en via pin worden gedaan. Dan gaan vrijwel alle betalingen van en naar rekeningen bij één en dezelfde bank en hoeft deze bank geen liquiditeiten achter te houden (behalve voor cash opnames of overboekingen naar het buitenland). Dit geeft deze bank meer ruimte om krediet te verstrekken, omdat de zo de gecreëerde deposito's niet weg kunnen lekken, maar binnen de bank blijven. In parallel onderzoek laten we zien dat dit resultaat tot een n aantal banken gegeneraliseerd kan worden. De omvang van de aangehouden liquide activa kan dan worden uitgedrukt als inverse functie van de Hirschman-Herfindahl concentratiemaatstaf.

Kortom, omdat het risico op het weglekken van deposito's afneemt naarmate er minder banken zijn, vermindert een geconcentreerd bankenlandschap de noodzaak tot het aanhouden van liquide middelen. Dit is in belangrijke mate wat de banken er tot 1991 (realisatie ING en ABN-AMRO) toe dreef om zelf een girocentrale op te zetten, de Postbank in de hoek te drijven en onderlinge fusies aan te gaan. En hoewel de ECB als uitvloeisel van de rentesturing in principe reserves levert aan banken die daar behoefte aan hebben, is prijs daarvan gebonden aan de balansrisico's van de bank.

Deze mechanismen van kredietgroei ontlenen hun betekenis voor de Nederlandse situatie aan het feit dat het proces van bankconcentratie uitzonderlijk sterk is geweest. Tabel 1 geeft een overzicht van het fusie en overnameproces dat leidde tot de huidige vier systeembanken. Direct na

³² Met name vanaf 2009 nam het verschil in hypotheekrente ten opzichte van Duitsland, Frankrijk en België scherp toe tot ruim een procentpunt. Ten opzichte van Duitsland beliep dit verschil in de jaren daarvoor rond 0,2.

de oorlog vond alleen in 1948 de overname plaats van de Incassobank door de Amsterdamsche Bank. In 1964 echter fuseerden de vier grootste handelsbanken (de Amsterdamsche- en Rotterdamsche Bank, de NHM en de Twentsche Bank) tot de AMRO en de ABN-Bank. Hiermee werd het startschot gegeven voor een concentratieproces dat in 1991 culmineerde in de totstandkoming van ABN-AMRO en ING. ING kwam tot stand door de fusie in 1989 van NMB (Nederlandse Middenstandsbank) en de publieke Postbank; daarop volgde in 1991 de fusie met verzekeraar Nationale Nederlanden. Met de fusie tot ING verdween de laatste publieke betaalinstantie. Om deze fusie mogelijk te maken werd ook de tot dan geldende wettelijke scheiding tussen banken en verzekeraars opgeheven (restant van het zogenaamde 'structuurbeleid').

Tabel 1 De fusiegeschiedenis van de Nederlandse systeembanken na 1945 op hoofdlijnen (exclusief buitenlandse overnames)

ABN-AMRO		
1948	Amsterdamsche Bank / Incassobank	Amsterdamsche Bank
1964	Amsterdamsche Bank / Rotterdamsche Bank	AMRO Bank
1975 ^b	AMRO Bank / Pierson Heldring	AMRO Bank
1964	NHM / Twentsche Bank	ABN
1967	ABN / Hollandse Bankunie	ABN
1975 ^b	ABN / Mees en Hope	ABN
1991	AMRO / ABN	ABN-AMRO
1981-3	Centrumbank / Spaarbank Rotterdam / Bondspaarbank Breda	Verenigde Spaarbank (VSB)
1990	VSB / AMEV / AG Groep (België)	Fortis NV
2008	ABN-AMRO / Fortis Bank Nederland	Fortis N.V. † 2008 ^c
RABO		
1972	Centrale van Raiffeisen Banken / Centrale van Boerenleenbanken ^a	Rabobank
2012	Rabobank / Friesland Bank	Rabobank
ING		
1976	Gemeentegiro Amsterdam / Postcheque- en Girodienst (PCGD)	PCGD
1986	PCGD / Rijkspostspaarbank (RPS)	Postbank
1989	Postbank / Nederlandse Middenstandsbank (NMB)	Postbank-NMB
1991	Postbank-NMB/ Nationale Nederlanden ^d	Internationale Nederlanden Groep (ING)

SNS-Volksbank		
1987	Verzamelde spaarbanken ^e	Samenwerkende Nederlandse Spaarbanken (SNS)
1990	Diverse banken en verzekeraars ^f	REAAL-groep
1997	SNS / REAAL groep ^g	SNS Reaal (genationaliseerd 1-2-2013) ^h

Toelichting:

a: voluit Coöperatieve Centrale van Raiffeissen Banken en Coöperatieve Centrale van Raiffeissen en Boerenleenbanken; verkorte aanduiding als Rabobank vanaf 1980.

b: Als Mees-Pierson in 1997 gezamenlijk naar Fortis.

c: 1980: Slavenburg naar Crédit Lyonnais (Frankrijk), 1984: Nederlandsche Credietbank naar Chase Manhattan (VS); 1987: NCB eveneens naar Crédit Lyonnais; 1995: Crédit Lyonnais naar Generale Bank (België); 1998: Generale Bank naar Fortis; 1993: meerderheidsbelang in ASLK (België); 1997: overname Mees-Pierson; verdere overnames van verzekeraars Amersfoortse, ASR Stad Rotterdam en Woudsend. Na faillissement van Fortis is ABN-AMRO vanuit overheidsbezit opnieuw zelfstandig naar de beurs gebracht (vanaf 20 november 2015).

d: In 1982 Westland-Utrecht bank naar Nationale Nederlanden.

e samengesteld uit de Spaarbank Limburg, de Gelders-Utrechtse Spaarbank, de Bondsspaarbank voor Noord Nederland, de Bondsspaarbank voor Centraal en Oostelijk Nederland, de Bondsspaarbank voor Twente en Oost Gelderland, Spaarbank St. Pancratius, Spaarbank Centrale Volksbank Utrecht en verdere lokale spaarbanken die zich na 1990 hebben aangesloten. De genoemde regionale spaarbanken zijn eveneens eerder tot stand gekomen aggregaten. In 1992 overname CVB bank, in 1992 overname NOG verzekeringen.

f: ontstaan uit De Centrale Verzekeringen en Volksbank, Concordia Verzekeringen, de Hollandse Koopmansbank en Algemene Spaarbank Nederland. In 1992 overname van Proteq verzekeringen (Bouwfonds Nederlandse Gemeenten), in 1995 overname Helvetia- en Hooge Huys verzekeringen (naamaanpassing tot REAAL in 2004).

g: In 2007 overname Regiobank van ING (door samengaan met CVB bank).

h: Ontvlechting door afsplitsing vastgoed, verkoop van verzekeraar Reaal aan Anbang Insurance Group en geplande beursgang van SNS Bank (als Volksbank). Volksbank is nu de staatsbankorganisatie achter ASN Bank, BLG Wonen, RegioBank en SNS. De holding SNS REAAL is ontmanteld.

Daarmee was de stand van zaken vanaf 1991 dat het overgrote deel van de handelsbanken, nutsbanken, spaarbanken en publieke betaalinstanties waren opgegaan in vier universele banken die de markt in vergaande mate domineerden. De mislukte integratie van ABN-AMRO in het Fortis-concern leidde ertoe dat deze bank na nationalisatie (in 2008) afgeslankt werd teruggezet in de markt. En in de nasleep van de financiële crisis werd bank-verzekeraar SNS Reaal genationaliseerd (in 2013), om vanaf eind 2016 deels te worden voortgezet als Volksbank. Het balansaandeel van wat inmiddels de Grote Drie zijn (ING, Rabo en ABN-AMRO) ligt ruim boven de 80 procent.³³ Per saldo heeft dit alles geleid tot een dominantie van het

33 Bron: <https://www.banken.nl/bankensector/marktaandeel>. De balanstotalen voor 2019 waren als volgt: ING 89,2, Rabo 59,0, ABN 37,5, en Volksbank (SNS, Regiobank, ASN en BLG wonen) 62 miljard.



Illustratie 2 Van 1968 tot aan de fusie tot Rabobank zaten in de Utrechtse Rijnstraat de filialen van de Boerenleenbank en Raiffeisenbank naast elkaar (foto: Bart Stap 1970).

universele bankmodel en een sterke reductie van het aantal banken, met name buiten de Randstad. In 1980 kende Nederland bijvoorbeeld nog 80 lokale spaarbanken, waar dat er in 1960 nog 266 waren geweest.

De stille bankrevolutie tussen 1964 en 1991 veranderde het Nederlandse bankenlandschap op ingrijpende wijze.³⁴ De belangrijkste krachten erachter waren de toenemende afhankelijkheid van de bedrijfsinvesteringen van externe financiering, technologische verandering en internationalisering. In het licht van de lage besparingen financierden bedrijven zich in de eerste naoorlogse jaren vooral uit de ingehouden winsten. Door het einde aan de loonmatiging in de jaren zestig namen de winstmarges af, maar kwam er juist wel meer spaargeld beschikbaar. De banken zagen een markt voor het gebruik van deze spaargelden om het bedrijfsleven van externe financiering te voorzien. Anders dan in de huidige situatie beperkte de naoorlogse regulering de geldscheppende functie van banken via de hefboom op tegoeden. Om dezelfde reden bestonden ook deposito's zelf in veel

34 Voor uitgebreide inhoudelijke analyses van de naoorlogse concentratie in het bankwezen zie Barendregt en Visser, 'Towards a new maturity'.

hogere mate uit spaargelden.³⁵ Door zich op de consumentenmarkt te begeven konden de handelsbanken deze tegoeden gebruiken als basis voor kredietverstrekking. Om dit te bereiken werd een groeiend aantal filialen geopend en een eigen bankgirocentrale voor de afhandeling van het betaalverkeer opgezet, die terrein moest winnen ten opzichte van de goed werkende postgirodienst (de latere Postbank). Hierdoor kon loonbetaling nu giraal worden afgehandeld. Omdat uitbetalingen in cash de liquiditeit van de banken verminderde, vormden verbreedde girale betalingen een basis voor bedrijfsleningen. Op deze wijze werden de betaalfunctie en kredietfunctie met elkaar verbonden, leidend tot de opkomst van het universele bankmodel. Onder het structuurbeleid waren de verschillende functies gescheiden gebleven in aparte typen banken.

Een tweede drijvende kracht achter de schaalvergroting betrof de technologische verandering. Met de stijging van de welvaart en de reële lonen deden steeds meer mensen en bedrijven een beroep op bancaire dienstverlening. Dat was alleen mogelijk door technologische vooruitgang in het bancaire verkeer. De sterkste invloed ging daarbij uit van systemen voor de automatische verwerking van betaalopdrachten. De hoge kosten daarvan werden gedragen uit de rentemarge op de aangehouden tegoeden. De groeiende kosten en dalende opbrengsten van een steeds sneller betalingsverkeer leidden er echter toe dat kleine banken dit schaaffect niet konden bijbenen.

Tot slot speelde bij de tendens tot concentratie het proces van internationalisering een rol. Met de toename in de vrijheid van kapitaalverkeer na het uiteenvallen van Bretton-Woods ontstond een vergrote internationale concurrentie. Die ontwikkeling won verder aan kracht door de evolutie van de Europese interne markt, met een proces van transnationale fusies en overnames als gevolg. Tegen die achtergrond raakten zowel financiële instellingen als politiek ervan overtuigd dat schaalvergroting de enige optie was om zelfstandig overeind te blijven. Tegelijkertijd zorgde ook het ontstaan van Eurodollar markten, gebaseerd op buiten de VS aangehouden dollar deposito's met een maximum looptijd van 6 maanden, voor een verbrede basis voor kredietgroei. En vanaf de jaren negentig volgde het ontstaan en de groei van de internationale markt voor gebundelde leningen. Hierdoor konden banken verstrekte kredieten verkopen aan institutionele beleggers of hedge fondsen. De extra ruimte op de

35 Vgl. Barendregt en Visser, 'Towards a new maturity'.

bankbalans kon dan weer gebruikt worden voor kredietverstrekking. In de kredietcrisis bleken veel van de Amerikaanse gebundelde leningen overgewaardeerd. Het feit dat Europese banken ongeveer de helft van deze leningen hadden gekocht, vormde vervolgens een belangrijke factor in het overslaan van de kredietcrisis. Waar het bankwezen internationaliseerde, hield het toezicht geen gelijke pas, zoals het debacle van de Belgisch-Nederlandse Fortisbank liet zien.

Tabel 2 Indicatoren van bankconcentratie in Europese landen, 1997-2020

	1997	2020	1997	2020
	HH-index	HH-index	C-5	C-5
Nederland	0,165	0,200	79,4	84,3
België	0,070	0,130	53,9	75,3
Duitsland	0,011	0,033	16,7	34,0
Frankrijk	0,045	0,069	39,5	49,2
VK	0,021	0,035	23,0	31,2
Italië	0,028	0,068	25,2	49,3
Spanje	0,020	0,108	31,4	66,4
Denemarken	0,143	0,125	70,4	67,1
Zweden	0,083	0,079	57,6	55,2
Ierland	0,050	0,081	41,0	55,7

Bron: ECB, Structural financial indicators (*Hirschman-Herfindahl index en het aandeel van de balansomvang van de vijf grootste banken in het totaal per land*).

Deze chronologie vormt ook het antwoord op de vraag in de internationale literatuur waarom, indien bankconcentratie een belangrijke factor vormt in de toegenomen instabiliteit, we in de voorbije jaren geen uitgesproken ontwikkeling in die richting kunnen waarnemen (tabel 2).³⁶ De data voor de daartoe gebruikte maatstaven – de Hirschman-Herfindahl spreidingsindex en het aandeel van de vijf grootste banken in het balanstotaal – reiken niet verder terug dan de tweede helft van de jaren negentig. Ze dekken niet de periode waarin in een specifiek aantal landen de verschuiving naar het huidige hoge niveau van bankconcentratie tot stand kwam. Wat de data in tabel 2 wel duidelijk maken is dat het Nederlandse niveau van concentratie

³⁶ Vgl. K. Davis, 'Banking concentration, financial stability and public policy', in: Ch. Kent en J. Lawson (red.), *The structure and resilience of the financial system* (Canberra 2007).

uitzonderlijk hoog is en sinds de jaren negentig verder is toegenomen. Dit in tegenstelling tot bijvoorbeeld Denemarken. Dat kent ook een sterke bankconcentratie, maar die is in de laatste kwart eeuw gedaald. In de conclusie komen we op de vergelijking met andere landen terug.³⁷

Pensioen, fiscale aftrek en hypotheekmarkt

De hoge Nederlandse private schuld is niet alleen toe te schrijven aan de versmalde focus van monetair beleid en de veranderde rol van banken. Daarnaast speelt ook het kapitaalgedekte pensioenstelsel een rol in de vraag naar krediet. De verplichte afdracht die dit stelsel oplegt heeft tot gevolg dat een groot deel van looninkomens voor lange tijd buiten het bereik van huishoudens wordt geplaatst en vrije besparingen in de economie lager zijn. Vanzelfsprekend hebben pensioenlasten in een omslagstelsel ook een effect op het besteedbaar inkomen. De binding tussen verplichte afdrachten en een al dan niet geïndexeerd pensioenrecht maakt echter dat deze zich in een kapitaalgedekt stelsel onafhankelijker van elkaar bewegen. Dit mechanisme doet uiteraard niet af aan het nut van sparen als oudedagsvoorziening: juist bij een vergrijzende bevolking is een kapitaalgedekt stelsel in het voordeel ten opzichte van een omslagstelsel.

De implicatie is dat met name vroeg in de levenscyclus de mogelijkheden voor huishoudens om te sparen voor de aanschaf van een huis ontoereikend zijn, en er een vergroot beroep op krediet moet worden gedaan. Daarbij faciliteren we fiscaal tot nu toe zowel de opbouw van pensioenvermogen als hypotheecair krediet. Diezelfde afhankelijkheid van financiële markten speelt ook een rol bij verbouwingen en de aanschaf van duurzame consumptiegoederen. Het vervolgeffect is dat de combinatie van beklemde besparingen en schuld ertoe leidt dat de totale afdrachten van huishoudens hoger zijn, waardoor hun buffers nog smaller worden. Sinds de lage reële rente van midden jaren zeventig leidt dat ertoe dat huishoudens en bedrijven een versterkt beroep hebben gedaan op krediet om slechte tijden te overbruggen.³⁸

³⁷ De ECB-data omvatten geen gegevens voor Zwitserland. Bankscope data voor 1997-2017 suggereren C-5 waarden die terugliepen van 92,7 naar 84,8 procent (met een piek van 94,6 procent in 2007). Kortom, waarden die nog hoger liggen dan die in Nederland.

³⁸ Van Zanden, *Klein land*, 226. Zoals onderzoekers van het CPB lieten zien heeft één en ander bovendien tot gevolg dat de Nederlandse economie meer volatiel is dan die van de omringende

De verdringing door premiebetalingen nam in de jaren negentig bovendien om twee redenen toe. Ten eerste stegen de pensioenpremies als gevolg van de vanuit politiek en vakbonden opgedrongen vroeg-pensionering. Door ‘herverdeling van bestaande arbeid’ zou de structurele werkloosheid kunnen dalen, zo was de gedachte. De herverdeling tussen de huidige en latere generaties die daarvan de consequentie was leidde tot 2005 (met de wet VPL) tot additionele premiedruk. De tweede reden was de vergrijzing. Met een stijgend aantal ouderen ten opzichte van het aantal werkenden was het onvermijdelijk dat de premie meebewoog met de demografische verschuiving. Tussen 1995 (het vroegste jaar waarvoor cijfers beschikbaar zijn) en 2005 is het aandeel van de door werknemers afgedragen pensioenpremies in de loonsom gestegen van 3,5 tot 6 procent.³⁹ Tegelijkertijd daalden over de jaren negentig de vrije besparingen van huishoudens van 8 procent van het beschikbare inkomen tot negatieve waarden. Deze trend keerde pas na 2005 en meer definitief met de financiële crisis. Één van de mogelijke verklaringen voor de schuldgroei steunt dan op het aanbod van spaargeld in relatie tot de vergrijzing en de vermogensvorming als oudedagsvoorziening via het kapitaalgedekte pensioenstelsel.

Een evenzeer belangrijke factor die de groei van de Nederlandse private schuld vanaf de jaren negentig stimuleerde was de fiscale aftrekbaarheid van de rente op eigenwoninghypotheken en de inzet van vreemd vermogen in bedrijven. In het geval van de hypotheekrente is het feitelijk afgetrokken bedrag daarbij in de periode tussen 1990 en 2012 vrijwel vervijfvoudigd. De versturende effecten van deze ontwikkeling werden ingezien, maar politieke steun voor aanpassing ontbrak lange tijd. De aftrekbaarheid gaf impliciet meer ruimte voor de financiering van een eigen huis en het bezit daarvan werd door veel politieke partijen als wenselijk gezien. Om die reden werden vanaf 1997 slechts beperkte restricties ingevoerd.⁴⁰ Pas met de Eurocrisis en

landen, met name door de variatie in de duurzame consumptie. Vgl. J. Lukkezen en A. Elbourne, ‘De Nederlandse consumptie. Goede tijden, slechte tijden’, *CPB Policy Brief* 03 (2015); Zie ook R. Teulings en L. Zhang, ‘Huishoudens met hoge hypotheek bezuinigen tijdens een recessie’, *CPB Policy Analysis* april (2019); M. Drehmann en M. Juselius, ‘Do debt service costs affect macroeconomic and financial stability?’, *BIS Quarterly Review* september (2012) 21-34.

39 De auteurs danken het CBS voor de dataleverantie achter deze cijfers. De totale afdracht steeg van 4,9 miljard euro in 1995 (omgezet uit guldens) tot een maximum van 15,3 miljard in 2013. Tussen 2013 en 2015 daalde dit aandeel van 6,0 naar 4,9%. Ook het premiepercentage van het ABP piekte in 2013 (op 7,62%).

40 De concrete beleidsstappen waren als volgt: 1. vanaf 1997 is de rente op hypotheecair krediet aangewend voor consumptieve doelen (met name in relatie tot overwaarde) niet meer aftrekbaar; 2.

het effect daarvan op de overheidsfinanciën kwam de kentering in 2012 met de Wet Herziening Fiscale Behandeling Eigen Woning. Hierdoor werd vanaf 2013 voor nieuwe hypotheekrenten de rente alleen aftrekbaar als deze in zijn geheel annuïtair worden afgelost, en werd de maximale schuld in zes jaarlijkse stappen verlaagd van 106 naar 100 procent van de woningwaarde. Het kabinet Rutte II scherpste dit na 2012 verder aan. Naast een beperking van de aftrek op de rente van een restschuld bij verkoop werd de aftrek ook zelf afgebouwd. Het maximale percentage waartegen rente kan worden afgetrokken wordt sindsdien in jaarlijkse stappen van 0.5 punt afgebouwd naar 38 procent.

Nederland kent een lange geschiedenis van het bevorderen van het eigenwoningbezit. De aftrek van de hypotheekrente gaat terug op de invoering van directe belastingen door minister van Financiën (en latere premier) Nicolaas Pierson in 1892-1893. Hierbij gold de eigen woning net als ander vermogen als een bron van inkomen via de (fictieve) huur van het woongenot. De kosten die de belastingbetaler moest maken om deze inkomsten te verwerven, waaronder de hypotheekrente, mochten van de belastbare inkomsten worden afgetrokken. Na de Tweede Wereldoorlog kwam de gedachte in zwang dat eigenwoningbezit bevorderend zou werken voor spaarzin, properheid en gezinsstabiliteit. In de Nota Eigen Woningbezit uit 1956 stelde het kabinet Drees II (met daarin ook alle confessionele partijen) dat het saldo van voor- en nadelen zeker niet in alle gevallen ten gunste van bezit uitviel. Niettemin moest 'de figuur van het eigenwoningbezit' worden gezien als 'een waardevolle institutionele factor in onze samenleving, waarvan voor het individu een grote vormende kracht kan uitgaan.'⁴¹ Het beleid

met de belastingherziening 2001 is de hypotheekrente alleen aftrekbaar op aankoop en onderhoud van het hoofdverblijf van de eigenaar, werd de aftrek op maximaal dertig jaar gezet en is de rente van de Kapitaalverzekering Eigen Woning (KEW) niet meer aftrekbaar voor het niet-afgeloste gedeelte; 3. sinds 2004 is op grond van de bijeenregeling de rente op overwaarde als onderdeel van een nieuwe hypotheek niet langer aftrekbaar; 4. Sinds 2009 kent de bijtelling van het eigenwoningforfait niet langer een maximum (voorheen 8 procent; bij dure woningen betekent dit dat er minder hypotheekrente kan worden afgetrokken); 5. Sinds 2010 is er een staffel voor het eigenwoningforfait. Bij hogere WOZ-waardes gaat het percentage omhoog, waardoor er minder hypotheekrente kan worden afgetrokken; 6. in 2010 is de Goedkoperwoningregeling ingevoerd waardoor altijd de gehele overwaarde op de nieuwe hypotheek in mindering moet worden gebracht. Voor een overzichtsstudie van de ontwikkeling en beperking van de hypotheekrenteaftrek zie A. Lejour, 'Een politiek economische analyse van de groei en beperking van de hypotheekrenteaftrek', *CPB Achtergronddocument* 30 juni (2016).

41 Voor een uitgebreid overzicht zie P. Boelhouwer en K. Schiffer (2019), *De meerwaarde van de eigen woning: geef starters een kans! Analyse en oplossingsrichtingen* (Delft 2019). Eigenwoningbezit werd als niet wenselijk gezien 'voor personen, die om welke reden dan ook nogal eens van woning of woonplaats willen of moeten veranderen of die niet een behoorlijk en geregeld inkomen hebben, dan wel niet

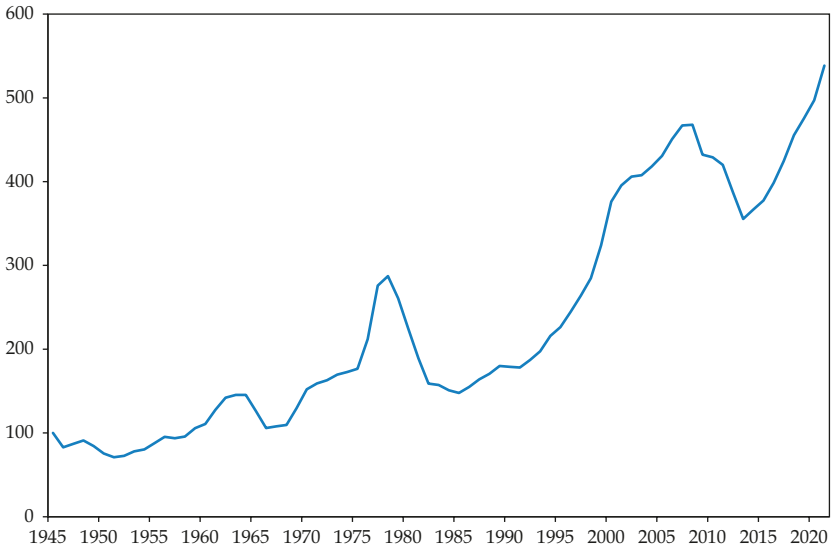
van de banken vormde in deze fase ook een restrictie, aangezien deze geen volledige hypotheek verstrekten.

De gedachte dat de fiscale aftrek een instrument was om woningbezit te stimuleren werd echter pas gemeengoed vanaf de jaren negentig. Die wending paste in een internationale beweging in het denken over de welvaartsstaat, die door economisch historicus Avner Offer 'the market turn' is genoemd, aanhakend bij ideeën van onder meer Rawls over 'property-owning democracy' – een op materiële gelijkheid en financiële onafhankelijkheid gerichte versie van het naoorlogse streven. Kortom, Nederland stond hierin niet alleen.⁴² De grote groei van het hypotheekvolume die hieraan invulling gaf was echter niet mogelijk geweest zonder de lagere kosten als gevolg van de fiscale aftrek en vergaand verruimde mogelijkheden voor het opnemen van krediet. Ten eerste was er sprake van accommodatie van hypotheekvormen die gedreven werden door zowel de fiscale aftrek als de oplopende rendementen op beleggingen. Met name de verschuiving naar hypotheekvormen waarbij gedurende de looptijd niet werd afgelost (en dus maximaal aftrek werd genoten) en tegelijkertijd werd belegd, was daarbij van belang. Eind jaren tachtig werden door financiële instellingen de spaarhypotheek en de aflossingsvrije hypotheek geïntroduceerd, en niet lang daarna volgde de beleggingshypotheek. Ten tweede werden ruimere leennormen stilzwijgend gefaciliteerd, zodat vanaf halverwege de jaren negentig zelfs de tophypotheek in zwang kwam. Sinds 1993 werden voor het bepalen van de maximale hypotheeksom bovendien ook tweede inkomens volledig meegeteld. Het endogene effect daarvan op huizenprijzen en kredietgroei werd op zijn beurt versterkt door de sterk aangemoedigde arbeidsparticipatie van vrouwen.

Al deze prikkels resulteerden in een ongekennde stijging van de huizenprijzen. Figuur 8 toont de naoorlogse ontwikkeling in de reële huizenprijs in Nederland. De grafiek maakt duidelijk dat de stijging in de waarde van woningen teruggaat op de geschetste ontwikkelingen uit de jaren zeventig, en nog sterker op die van de jaren negentig. Dat maakt dat niet alleen reële trends (bevolking, ruimte en welvaart) maar vooral financiële mechanismen en beleid daarin een rol hebben gespeeld.

bereid zijn van hun inkomen iets extra's af te zonderen.'

42 A. Offer, 'The market turn. From social democracy to market liberalism', *The Economic History Review* (2017) 1051-1071; H.M. Schwartz en L. Seabrooke (2009), 'Varieties of residential capitalism in the international political economy. Old welfare states and the new politics of housing'; in: H.M. Schwartz en L. Seabrooke (red.) *The politics of housing booms and busts* (Londen 2009).



Figuur 8 De gemiddelde reële verkoopprijs van woningen in Nederland, 1945-2021 (1945 = 100)

Bronnen: 1995-2018: CBS, Statline; 1945-1995: macro-financiële dataset Jordá, Taylor en Schularick: <http://www.macrohistory.net/data>; deflatie met de consumentenprijsindex (CBS).

Gegeven de voortdurend stijgende lonen en huizenprijzen baseerden de banken zich op dezelfde verwachtingen als kopers en leenden ze in toenemende mate boven de woningwaarde.⁴³ Na de recessie van begin jaren tachtig verdrievoudigde de reële verkoopprijs. Door de aanhoudend stijgende prijzen ontstond er overwaarde. Met een zo hoog mogelijke hypotheek kon dan maximaal worden geprofiteerd van de fiscale aftrek. Maar ook na de tweede huizen crisis als gevolg van de kredietcrisis zijn de huizenprijzen de afgelopen jaren alweer sterk gestegen, niet in de laatste plaats door de lage rente.

Hoewel het langdurig ontbrak aan politieke steun om de effecten van de hypotheekrenteaftrek bij te buigen, werden deze wel geleidelijk aan erkend. Veel minder aandacht is er geweest voor het soortgelijke effect van de aftrek van de rente op vreemd vermogen bij bedrijven.⁴⁴ Zoals beschreven werden Nederlandse naoorlogse bedrijfsinvesteringen vanaf de jaren zestig in toenemende mate extern gefinancierd. De onderliggende factor daarbij was de ontrafeling van de loonmatiging en de toename van de op arbeid drukkende collectieve lasten. Bijgevolg nam de winstvoet af en daarmee de mogelijkheden voor interne

43 Barendregt en Visser, 'Towards a new maturity'; Van Zanden, *Klein land*, 226.

44 Voor een overzicht van deze studies zie Lejour, 'Een politiek economische analyse', 26.

financiering.⁴⁵ En hoewel de winstvoeten sinds de jaren tachtig weer hoger zijn komen te liggen, heeft dat niet geresulteerd in een evenredige terugkeer in het gebruik van eigen vermogen.

Zonder de fiscale aftrek van rente op bedrijfsleningen, maakt het voor de eigenaren van een bedrijf weinig uit hoe dit is gefinancierd (het Modigliani-Miller theorema).⁴⁶ Maar in het geval dat de rente wel aftrekbaar is, hebben deze baat bij een gedeeltelijke schuldfinanciering, aangezien de renteaftrek hun dan toevalt. In een studie uit 2016 schatte het IMF de elasticiteit van de belastingvoet op schuldfinanciering op 0,28.⁴⁷ Dat wil zeggen dat een 1 procent hogere belastingvoet (in het Nederlandse geval de Vpb) leidt tot een verhoging van de schuldactiva ratio met 0,28 punt. De totale rentelasten van het niet-financiële bedrijfsleven beliepen in de periode 2011-2018 tussen de 23 en 28 miljard euro: dat komt neer op respectievelijk 3,4 en 3,8 procent van het bbp.⁴⁸

Een laatste eveneens in het publieke debat onderbelicht mechanisme betreft de neiging tot schuldfinanciering bij de banken – de institutionele en fiscale prikkels zijn bij banken nog sterker dan bij niet-financiële bedrijven en huiseigenaren. Terwijl de hefboom in het bedrijfsleven rond de 40 procent ligt, is deze bij banken in de orde van 90 procent. Die hoge hefboom heeft meerdere achtergronden. Een belangrijke factor is het eerder al genoemde systeemrisico: de drie grote Nederlandse banken hebben een zodanige omvang dat ze te groot zijn om te laten vallen. Ook het feit dat er automatisch deposito's worden gecreëerd op het moment dat de bank nieuwe kredieten verstrekt is van belang. Hierdoor is het voor banken makkelijker om een hefboom aan te brengen. Tevens speelt de fiscaliteit een belangrijke rol, daar de betaalde rente op deposito's aftrekbaar is van de winst. Voor de financieringsmix van een bank speelt dus hetzelfde motief als bij niet-bancaire bedrijven. Maar bij banken werkt het voordeel van de renteaftrek aan beide zijden van de balans. Aan de andere zijde van de

45 Van Zanden, *Klein land*, 220-221 en oorspronkelijk H. den Hartog en H.S. Tjan, 'Investerings, lonen, prijzen en arbeidsplaatsen. Een jaargangenmodel met vaste coëfficiënten voor Nederland', *Centraal Planbureau Occasional Paper* 2 (1974). Deze analyse vormde de aanzet tot het ontwerp van het zogenaamde Vintaf macro-model van het CPB dat met gedifferentieerde kapitaalgoederen werkte.

46 F. Modigliani en M. Miller, 'The cost of capital, corporation finance and the theory of investment', *American Economic Review* 48:3 (1958) 261-297. Idem: 'Corporate income taxes and the cost of capital: a correction', *American Economic Review* 53:3 (1963) 433-443. De essentiële aannames zijn dat er geen sprake is van verstoringe belastingen, faillissementskosten of asymmetrische informatie en financiële markten efficiënt zijn.

47 IMF, 'Tax policy, leverage and macroeconomic stability', *IMF Policy Paper* oktober (2016).

48 CBS, *Statline*. Vastgoed is hierbij buiten beschouwing gelaten.

balans staan de kredieten die de bank verstrekt. Deze bestaan voor het grootste deel uit bedrijfsleningen en hypotheeken. Maar zoals hierboven besproken, wordt de vraag naar deze kredieten mede gedreven door de renteaftrek. Op indirecte wijze is er dus ook druk op een verlenging van de bankbalans aan de bezittingenkant.

In alle OECD-landen heeft dit tweezijdige mechanisme ertoe geleid dat de hefboom binnen banken tot grote hoogten is gestegen, waarbij de tarieven en regels van de aftrek bepalend zijn voor de uitkomsten. Kapitaaleisen hebben hier maar beperkt tegenwicht aan kunnen geven. Een recent ESB-artikel liet bijvoorbeeld zien dat de MES maatstaf (het marginaal verwachte tekort voor de bijdrage van een individuele bank aan het systeemrisico) sinds de kredietcrisis niet is afgenomen, met een prominente rol voor het Nederlandse ING. Zowel voor als na de kredietcrisis is van alle door de ECB als systeemrelevant aangemerkte banken ING de bank die het meeste bijdraagt aan het systeemrisico.⁴⁹

Het fiscaal bevorderen van schuldfinanciering is zeker niet iets specifiek Nederlands. Een systematische bevoordeling van vreemd vermogen is vrijwel alle westerse belastingregimes eigen – zodanig dat IMF-onderzoekers spreken van ‘the Great Distortion’.⁵⁰ En hoewel sinds de financiële crisis vele overheden hun regulering hebben versterkt om excessief krediet tegen te gaan (vooral gericht op het door banken aan te houden kernkapitaal), bevorderen de meeste belastingssystemen nog steeds het tegenovergestelde. De interactie van het belastingstelsel met de geliberaliseerde hypotheekmarkt, het kapitaalgedekte pensioenstelsel en krediet op basis van een vroege prominentie van girale geldschepping leidde ertoe dat er in Nederland sprake was van een sterke schuldgroei.

Conclusie

Het uitzonderlijke niveau van de Nederlandse private schuld zoals dat in de laatste decennia is ontstaan, is het resultaat van een samenloop van institutionele krachten en beleidsprykkels waarvan het gecombineerde effect op kredietgroei niet werd gezien. Ten grondslag aan dat gebrek

49 A. Jansen en C.G. de Vries, ‘Systeemrisico grootbanken onveranderd hoog’, *ESB* 105 (2020) 333.

50 Vgl. <https://blogs.imf.org/2016/11/10/fixing-the-great-distortion-how-to-undo-the-tax-bias-toward-debt-finance/>. De IMF-onderzoekers schatten dat de bevoordeling van schuldfinanciering in de ontwikkelde economieën de schuld in niet-financiële bedrijven gemiddeld heeft verhoogd met 7 procent van de activa (of 15 procent van het bbp).

aan inzicht lag vooral het feit dat tot 2008 de stabiliteitsrisico's van hoge schulden structureel werden onderschat. Op basis van de groeivertraging van de jaren zeventig en de daarbij achterblijvende aanpassing van de collectieve uitgaven lag de aandacht veeleer bij beperking van de publieke schuld.

De belangrijkste internationale factor achter de groei van private schuld – geldschepping op basis van bancair krediet – is daarbij lang buiten beeld gebleven. Historische reconstructie maakt echter duidelijk dat er sprake is van een lange opwaartse trend in de verhouding tussen schuld, geldgroei en inkomen. Sinds de naoorlogse periode is het belang van giraal geld structureel toegenomen. Niet alleen de groeiende economische rol van banken, maar ook technologie was daarbij van belang. Automatisering in de diverse stadia van digitalisering maakte van de groei van giraal geld – van ongeveer 50% in de jaren vijftig naar ruim 90% nu – een stilzwijgend geaccepteerd proces. De vergaand versmalde visie op de doelen en instrumenten van monetair beleid zoals die onder invloed van de stagflatie van de jaren zeventig in zwang kwam, versnelde die beweging. In de naoorlogse context nam de beperking van kredietgroei door directe restricties een centrale positie in.⁵¹ Met de huidige focus op het inflatiedoel en sturing door de korte rente is het monetair beleid een belangrijke rem op de kredietgroei kwijtgeraakt.

Naast institutioneel-monetaire oorzaken was er ook sprake van indirecte invloeden van beleid. Juist deze waren veelal specifiek Nederlands en verklaren daarmee ook in belangrijke mate de uitzonderlijke toename van de private schuld. Het proces van fusies en ontschotting tussen 1964 en 1991 heeft geleid tot een sterk geconcentreerd bankenlandschap waarin uiteindelijk slechts drie grote instellingen de markt nu domineren. De prikkels voor kredietgroei en de vormen van marktfalen die daarmee ontstonden werden niet herkend of ingeperkt. En hoewel deze effecten niet werden beoogd, maakt dit pijnlijk duidelijk dat in Nederland de dominante invloed op toezichthouder en politiek steeds dezelfde was: die van de sector. Een studie op basis van primaire bronnen naar de totstandkoming van de diverse beschreven beleidskeuzes zou hier duidelijkheid moeten scheppen, maar heeft het er alle schijn van dat er over een lange periode

51 Barendregt en Visser, 'Towards a new maturity'. Om zich te beschermen tegen renteschokken en over mogelijkheden tot sturing te beschikken hebben meerdere niet westerse economieën onderdelen daarvan, zoals effectieve reserveverplichtingen, opnieuw ingevoerd. Zie S.T. Gray, 'Central bank balances and reserve requirements', *IMF Working Paper* 11:36 (2011); Feldkircher, 'Credit growth'.

sprake is geweest van *regulatory capture*: een eenzijdige afweging van belangen en consequenties.⁵²

Dat het Nederlandse pensioenstelsel ook een keerzijde heeft in de vorm van een vergrote afhankelijkheid van met name hypothecaire leningen en tot smalle buffers (en daarmee een vergrote volatiliteit) leidt, drong pas door onder invloed van de oplopende premies van de vergrijzing en de financiële crisis.⁵³ Het effect dat de progressie in de fiscale aftrek van de hypotheekrente had op zowel de huizenprijzen als de schuldomvang werd pas onderkend toen deze ontwikkelingen in de jaren negentig onmiskenbaar bleken. Daarbij speelden bovendien de verhoogde arbeidsparticipatie, de versnellende welvaarts-groei, verruimde leencriteria en nieuwe hypotheekvormen een belangrijke rol. Maar ook na deze erkenning ontbrak het op grond van inkomenseffecten lange tijd aan politieke steun om tot aanpassing over te gaan. De fiscale aftrek van vreemd vermogen in bedrijven is nog langer ongemoeid gelaten. Pas zeer recent (juni 2020) heeft het kabinet aangegeven ook aan te sturen op gelijkheid in de fiscale behandeling van vreemd en eigen vermogen.

Een vraag die we nog wel moeten adresseren is of het bestaan van de eerder geïdentificeerde Europese 'kopgroep' met hoge private schuld de causaliteit van de door ons aangedragen historisch-institutionele verklaring voor Nederland ondersteunt. Hoe specifiek was de Nederlandse mix van factoren en droegen deze elders ook bij? In het bestek van dit artikel ontbreekt de ruimte om alle institutionele ontwikkelingen voor Denemarken, Zweden, Ierland en Zwitserland af te lopen zoals hierboven voor Nederland is gedaan. Niettemin maken de chronologie van de schuldbposities in figuur 3 en een ruwe aanduiding van de relevantie van de verschillende mechanismen dat de geboden verklaring niet alleen overeind blijft, maar door de elders optredende schuldeffecten wordt versterkt.

Neem om te beginnen het feit dat in Nederland tweederde van de toename in bancaire schuld tot aan de financiële crisis bestond uit hypotheekleningen. Ook in de overige landen van de kopgroep domineren hypotheekleningen de hoge schuldbpositie. Algemeener is het bbp-aandeel van

52 Vgl. L. Zingales, 'Does finance benefit society?', *NBER Working Paper* 20894 (2015); D.O. Igan en Th. Lambert, 'Bank lobbying. Regulatory capture and beyond', *IMF Working Paper* 19:171 (2019). De auteurs van dit IMF working paper concluderen dat hun internationale empirische bevindingen 'consistent zijn met *regulatory capture* [en] inzicht bieden in de wijze waarop de toenemende politieke macht van banken [...] het financieel systeem en de economie in een crisis duwde'.

53 Vgl. WRR, *Samenleving en financiële sector in evenwicht* (Den Haag 2016).

hypotheken door bancaire krediet in alle landen van de OECD-17 dataset sinds de jaren vijftig gestegen, een ontwikkeling die vanaf begin jaren negentig een versnelling onderging.⁵⁴ Was deze ratio tot dan toegenomen van rond 0,3 naar 0,4, in de twee volgende decennia steeg die tot 0,6. In de kopgroep was die toename nog sterker. In de ranglijst (OECD-17) van de toename in hypothecaire leningen tussen 1960 en 2010 staan Zwitserland, Nederland en Denemarken in de top 5 en Zweden op plaats 7.⁵⁵ Die posities sluiten op hun beurt aan bij de aanwezigheid van institutionele mechanismen die we ook voor Nederland bespraken. Zo hebben alle drie de andere landen een pensioenstelsel waarin kapitaaldekking een significante rol speelt en kennen Denemarken en Zwitserland hoge bankconcentraties.⁵⁶ In Zwitserland bestond die al vroegtijdig, terwijl die in Denemarken later op gang kwam (net als de ombouw van het pensioenstelsel vanaf de jaren negentig). Zonder die relatie te nauw te willen duiden, zien we dan ook dat de toename in de schuldquote in het geval van Denemarken zich later voordeed (figuur 3).

De simpele chronologie van schuldquoten biedt nog andere inzichten. Zo is op basis van figuur 3 eenvoudig in te zien dat de positie van Ierland vrijwel volledig verklaard wordt door het effect van het toetreden tot de EMU en het effect daarvan op de onroerend goed markt. Voor Zweden is duidelijk zichtbaar dat de vastgoedcrisis van de late jaren tachtig de schuldquote blijvend verhoogde. Op vergelijkbare wijze steeg in Nederland de schuldquote onder invloed van de vastgoedcrisis van eind jaren zeventig.

Alle voorgaande vaststellingen zijn niet alleen historisch van belang, maar ook beleidsmatig relevant. Ze tonen het belang van toegepaste geschiedenis voor vraagstukken waarbij de consequenties van beleidsprykkels op langere termijn onvoldoende worden onderkend; geschiedenis heeft de goede eigenschap een al te grote bijziendheid op de nu van belang geachte feiten en de daarvan afgeleide theorie te relativieren. Concreet betekent dit dat de bevraging van instituties en beleidsprykkels een permanente opgave is. Deels is dit nog altijd een nationaal vraagstuk, maar met name op het gebied van financiële ordening en monetaire sturing liggen de opgaven inmiddels bij de EU

54 Vgl. Ò. Jordà, M. Schularick en A.M. Taylor, 'The great mortgaging. Housing finance, crises and business cycles', *Economic Policy* 31:85 (2016) 107-152.

55 Eveneens in termen van het aandeel in het bbp. Bron: Ibid, tabel 2.

56 Met betrekking tot de Deense pensioenhervorming van geheel publiek naar deels privaat zie P. Abrahamson en C. Wehner, *Pension reforms in Denmark* (Copenhagen 2003); over het Zweedse stelsel <https://www.pensionsmyndigheten.se>; en over het Zwitserse <https://www.bsv.admin.ch/bsv/de/home/sozialversicherungen/ueberblick.html>.

en bij de ECB. De vaststelling dat de monetaire kant van de economie slechts in beperkte mate zo werkt als in de uitgangspunten van het beleid is vastgelegd, zou in onze ogen de aanleiding moeten vormen tot een verbreding van doelen en instrumenten. Besluitvorming over de bankenunie zou op vergelijkbare wijze rekening moeten houden met de neveneffecten van voortgaande concentratie en schaalvergroting, en met de lange-termijn prikkels van de deposito-garantie op schuldvorming. Algemeener zou het inzicht moeten gelden dat de tijd die de ombuiging neemt lang is. Dit geldt met name de benodigde aanpassingen in het belastingstelsel, zowel ten aanzien van bedrijfsfinanciering als woninghypotheken. De groei in hypothecair krediet, bijvoorbeeld, vlakke in Nederland al voor 2008 af. Gegeven het schuldniveau maakte dat het ontwrichtende vermogenseffect van de crisis er echter niet minder om. Pas in 2023, 26 jaar na de eerste beperking op de renteaftrek, zal de nu beoogde maximering daarvan een feit zijn.

De meest fundamentele implicatie van de geschiedenis van private schuld is echter dat de theorie waarmee we economische vragen benaderen niet autonoom is, maar wordt gevormd door voorgaande omstandigheden. De ideeën achter Bretton-Woods vonden hun oorsprong in de ervaringen van de Grote Depressie. Op gelijke wijze is de huidige financieel-monetaire theorie te zien als een reactie op de restricties daarvan op het internationale kapitaalverkeer nadat besparingen niet langer schaars waren, en op de rol van centrale banken in de stagflatie van de jaren zeventig. De gebeurtenissen van de afgelopen jaren laten zien dat de context waarin het monetair-financiële beleid opereert opnieuw is veranderd. De beleidstheorie ten aanzien van krediet en het belang daarvan voor financiële stabiliteit en welvaartsontwikkeling lijkt nu schoorvoetend te volgen. Tegelijkertijd zijn de publieke schulden in de eurozone na de eerdere schok van de Eurocrisis onder invloed van de pandemie opnieuw verder opgelopen. Het totaal aan schuld in de economie is daarmee ver voorbij ieder historisch precedent. Niettemin houden overheden er nu een stapeling van budgettaire wensen op na. Na aanvankelijk de schuldquote te reduceren, leidt een oplopende inflatie in lidstaten met hoge schulden en een gebrek aan fiscale ruimte daarbij bovendien tot een voorkeur voor een monetair beleid dat neigt naar een accommoderende opstelling. Het is de EMU zelf die daar in belangrijke mate de prikkels en ruimte toe heeft geschapen. De kernvraag voor het macro-economisch beleid van tenminste het komende decennium is dan ook of een ultieme schulden crisis in de eurozone kan worden vermeden.

Over de auteurs

Dr. Arthur van Riel is senior stafid van de Wetenschappelijke Raad voor het Regeringsbeleid. Hij promoveerde op een analyse van de Nederlandse industrialisatie vanuit het perspectief van prijzen, markten en het publieke keuzep proces bij de inrichting daarvan (*Trials of Convergence*, Brill 2021). Eerder schreef hij met Jan Luiten van Zanden een economische geschiedenis van Nederland in de negentiende eeuw die focust op de relatie tussen staat en economie (*The Strictures of Inheritance*, Princeton University Press 2004). Naast WRR rapporten als *Geld en Schuld* en *Kiezen voor Houdbare Zorg* publiceerde hij over Europees economisch en monetair beleid, over de economische geschiedschrijving van de Republiek en over economie en politiek in de Weimar Republiek.

E-mail: riel@wrr.nl

Prof. dr. Casper G. de Vries is emeritus Witteveen hoogleraar Monetaire Economie aan de Erasmus School of Economics, Erasmus Universiteit Rotterdam. Hij is fellow van het Tinbergen Instituut en raadslid van de Wetenschappelijke Raad voor het Regeringsbeleid. Hij heeft in binnen- en buitenland gewerkt, zoals bij de KU Leuven, Texas A&M University en Chapman University in de Verenigde Staten. Ook was hij visiting scholar bij De Nederlandse Bank en de Europese Centrale Bank. Hij was adviseur bij diverse pensioenfondsen. Zijn onderzoeksveld bestaat uit internationale monetaire beleidsvraagstukken, de risico's op financiële markten en systeemrisico's. Tevens werkt hij op het gebied van de toegepaste speltheorie, zoals lobbyactiviteiten en mededingingsvraagstukken.

E-mail: cdevries@ese.eur.nl

