

Herziening van ons geldstelsel

Naar een duurzaam en weerbaar
monetair-financieel systeem

Wetenschappelijk Bureau GroenLinks

Herziening van ons geldstelsel

Naar een duurzaam en weerbaar
monetair-financieel systeem



**WETENSCHAPPELIJK
BUREAU GROENLINKS**

Wetenschappelijk Bureau GroenLinks

Postbus 8008, 3503 RA Utrecht

Telefoon (030) 2399900

E-mail info@wetenschappelijkbureaugroenlinks.nl

Website www.wetenschappelijkbureaugroenlinks.nl

ISBN 978 90 830 2195 9

Utrecht, december 2020, Wetenschappelijk Bureau GroenLinks



Dit werk valt onder de Creative Commons-licentie 'Naamsvermelding-NietCommercieel-GelijkDelen 4.0 Internationaal' (CC BY-NC-SA 4.0).

Voor de volledige licentie, zie <https://creativecommons.org/licenses/by-nc-sa/4.0/legalcode.nl>

Voor een samenvatting van de licentie, zie <https://creativecommons.org/licenses/by-nc-sa/4.0/deed.nl>

Inhoud

Samenvatting voor beleidsmakers	5
Voorwoord	27
Inleiding:	
Bijziendheid blokkeert duurzaamheid	29
1 Hoe hindert ons geldstelsel verduurzaming?	35
2 Toekomstschets van een duurzaam geldstelsel	63
3 Een praktisch handvest voor hervormingen	89
Conclusie:	
De toekomst van ons geldstelsel	119
Literatuurlijst	124
Appendix:	
Definities monetair-financieel systeem	130

Samenvatting voor beleidsmakers

“It is well enough that the people of the nation do not understand our banking and monetary system, for if they did, I believe there would be a revolution before tomorrow morning.”

Henry Ford¹

Bovenstaande uitspraak van Henry Ford symboliseert hoe veel mensen in de maatschappij naar ons monetair-financieel systeem kijken. Hoewel iedereen er praktisch elke dag mee te maken heeft, beschouwen de meeste mensen het systeem als een zwarte doos: blind voor wat er binnen gebeurt. Desondanks - of juist dankzij - dit onbegrip over het functioneren van het systeem is de discussie over de inrichting ervan de laatste jaren weer stevig opgeblaaid. Dit rapport levert een bijdrage aan deze discussie door de inrichting van ons monetair-financieel systeem te bekijken in relatie tot de klimaatopgave. Naast de directe financiering van (niet-)duurzame activiteiten spelen de gebrekkige weerbaarheid en het gebrek aan langetermijnperspectief een grote rol. De bijdrage van het rapport bestaat uit drie delen: het eerste hoofdstuk beschrijft de bestaande verbanden, het tweede hoofdstuk schetst een toekomstbeeld van een duurzaam en weerbaar monetair-financieel systeem en het derde en laatste hoofdstuk doet twaalf aanbevelingen voor hervormingen op de korte termijn.

In de maatschappelijke discussie draait het voornamelijk om het functioneren van commerciële banken en hoe zij met kredietverlening de geldhoeveelheid sturen. Dit is in feite het geldstelsel in enge zin: het systeem met centrale banken en commerciële banken die de maatschappelijke geldhoeveelheid (contanten en betaal- en spaarrekeningen) beheren. Het stelsel in enge zin is echter onlosmakelijk verbonden met het monetair-financieel systeem in brede zin: alle financiële instellingen die financiële producten aanbieden en verhandelen die min of meer dienst kunnen doen als geld. In het brede monetair-financieel systeem zijn alle partijen (van banken tot

¹ Parafraze door Charles Binderup van een citaat uit Henry Ford en Samuel Crowther, *My life and work* (Garden City, NY 1922) p. 179.

investeringsfondsen) en geldsoorten (van contanten tot derivaten²) nauw met elkaar verweven. Daarom is het goed om dit systeem integraal te bekijken.

Door het langzaam verdwijnen van publieke banken en contant geld is de financiële sector steeds commerciëler geworden

Hoewel de discussie over ons moderne monetair-financieel systeem – of in de volksmond geldstelsel³ – al praktisch honderd jaar oud is, lijkt ze vandaag de dag nog springlevend.⁴ De opkomst van nieuwe technologieën en groeiende onvrede over het functioneren van commerciële banken vormen een aanleiding om opnieuw te kijken naar de toekomst van het systeem. Theatergroep 'De Verleiders' schreef een toneelstuk over geldcreatie door commerciële banken. Niet veel later ontstond het Burgerinitiatief 'Ons Geld', dat het geldstelsel definitief op de politieke agenda zette. Dit burgerinitiatief leidde uiteindelijk in 2019 tot het uitgebreide rapport 'Geld en Schuld' van de Wetenschappelijke Raad voor het Regeringsbeleid (WRR), dat beschrijft hoe het geldstelsel werkt en waar problemen zitten. De

-
- 2 Natuurlijk zijn contanten en derivaten niet identiek en zullen weinig mensen derivaten zien als echt geld. Onder de juiste omstandigheden (liquide markten en een zekere prijsstabiliteit) kunnen dergelijke financiële producten goed dienen als transactiemiddel en zo sterk gaan lijken op geld. Zie de appendix voor verdere duiding.
 - 3 Het WRR-rapport uit 2019 over ons monetair-financieel systeem en de publieke rol van banken noemt ook beide begrippen, maar maakt hierbij een duidelijk onderscheid tussen de maatschappelijke aanleiding (geldstelsel) en de academische inhoud (monetair-financieel systeem). Zie: WRR, *Geld en schuld: De publieke rol van banken* (Den Haag 2019). In dit rapport hanteren we hetzelfde onderscheid en spreken we dus vooral van ons monetair-financieel systeem.
 - 4 Irving Fisher beschreef een kleine honderd jaar geleden voor het eerst hoe commerciële banken de geldhoeveelheid kunnen sturen omdat ze slechts een fractie van hun uitstaande kredieten hoeven te dekken met eigen kapitaal. Een aantal jaren later pleitte hij voor een systeem waarin dit 'fractioneel bankieren' verboden werd en banken al hun investeringen volledig moesten dekken. Voor een goed overzicht van deze discussie, met verschillende interessante invalshoeken alsmede meer uitvoerige beschrijvingen van geldschepping door commerciële banken, zie bijvoorbeeld: Michael McLeay, Amar Radia en Ryland Thomas, 'Money creation in the modern economy', *Bank of England Quarterly Bulletin* (2014); Wim Boonstra, 'Hoe werkt geldschepping?', *RaboResearch - Economisch Onderzoek* (2015), <https://economie.rabobank.com/publicaties/2015/mei/hoe-werkt-geldschepping/>; Mark Cliffe en Teunis Brosens, 'De geldscheppingsparadox', *ING Economisch bureau* (2014); Zoltan Jakab en Michael Kumhof, 'Banks are not intermediaries of loanable funds—and why this matters', *Bank of England Working Paper* (2015) nr. 529; Sustainable Finance Lab (SFL), *De Geldkwestie: Een maatschappelijke beschouwing van ons geldstelsel en alternatieven daarvoor* (Utrecht 2015) en Edgar Wortmann, *Deleveraging without a crunch* (Utrecht 2017).

belangrijkste conclusie is dat door het langzaam verdwijnen van publieke banken (de Postbank) en contant geld de financiële sector steeds commerciëler is geworden, terwijl mensen voor betalen en sparen juist steeds afhankelijker zijn geworden van de private financiële sector.

Net nu het gevoel van urgentie uit de financiële crisis van 2008 langzaam weg-ebde, zet de recente economische dip de rol van de financiële sector weer in de schijnwerpers. Het afgelopen jaar liet een trendbreuk zien: commerciële banken en financiële instellingen waren nu eens geen onderdeel van de ontstane crisis, maar droegen bij aan de oplossing. Door in te teren op haar buffers kon de financiële sector bijspringen in een economie die plots keihard op de rem trapt. Via kredieten en uitstel van betaling verschaftte ze financiële lucht aan noodlijdende bedrijven en andere schuldenaars. Dit was echter alleen mogelijk door het ongekend ruime monetaire beleid van de Europese Centrale Bank (ECB), het versoepelen van financiële regelgeving en garanties van nationale overheden. Het is dan ook de vraag of de buffers van de financiële sector achteraf hoog genoeg zullen blijken om de onvermijdelijke verliezen op te vangen en te voorkomen dat de coronacrisis ook leidt tot een nieuwe financiële crisis. Die vraag wordt des te urgenter wanneer de economische gevolgen van de pandemie langer duren. Bij toenemende financiële tegenvallers moet overigens ook maar blijken of financiële instellingen zich blijven inzetten voor zaken als verduurzaming, zoals ze nu volop bepleiten.⁵

Het is belangrijk om het functioneren van het monetair-financieel systeem te analyseren in relatie tot de maatschappelijke verduurzamingsopgave

We zien binnen de discussie een rol voor Wetenschappelijk Bureau GroenLinks om het functioneren van het monetair-financieel systeem te analyseren in relatie tot de maatschappelijke verduurzamingsopgave. In dit rapport kijken we daarom of het monetair-financieel systeem in brede zin de transitie naar een duurzame samenleving (hierna: transitie) voldoende faciliteert en waar mogelijke verbeterpunten liggen. Hiermee zoeken we ook nadrukkelijk de verbinding tussen twee belangrijke maatschappelijke thema's, namelijk: de rol van de financiële sector in onze maatschappij enerzijds en de financiering van de transitie naar een duurzame samenleving anderzijds. Dit betekent dat de focus niet slechts ligt op het verkrijgen

5 Kristoffer Tigue, 'Analysts Worried the Pandemic Would Stifle Climate Action from Banks. It Did the Opposite', *Inside Climate News*, 9 augustus 2020.

van voldoende financiering voor de benodigde duurzame investeringen, maar zeker ook op manieren waarop de financiële sector weer in dienst van de samenleving kan komen te staan.

De rode draad door dit rapport is dat ons monetair-financieel systeem alleen kan bijdragen aan de transitie naar een duurzame samenleving na grondige hervormingen. Het systeem draait nog altijd primair om de hoogste financiële rendementen op de korte termijn, terwijl maatschappelijke ontwikkelingen op de lange termijn een te kleine rol spelen. Dat wil niet zeggen dat verduurzamende investeringen niet of onvoldoende renderen – veel studies wijzen zelfs op het tegendeel – maar op systeemniveau worden toch onvoldoende investeringen gedaan om onze klimaatdoelen te halen.⁶ Dit probleem ligt zowel bij private financiële instellingen als bij pensioenfondsen en toezichthouders. De oplossing is een duurzamer en weerbaarder systeem. Een systeem met een verscheidenheid aan financiële instellingen met voldoende buffers om tegenvallers op te vangen. Dit systeem kent een stabiele kredietverlening zonder excessieve schuldenopbouw bij huishoudens en bedrijven. In dit systeem is voldoende ruimte voor financiering op maat voor verduurzamende investeringen, zowel vanuit overheidsfondsen als nieuwe private initiatieven zoals kredietunies en *crowdfunding*platforms. Zo krijgt de financiële sector ook weer een duidelijke waarde voor de maatschappij: door op een efficiënte manier private middelen te mobiliseren voor de transitie worden de lasten voor burgers en huishoudens lager.

Het bestaande monetair-financieel systeem kent verschillende hindernissen voor het mobiliseren van financiering voor duurzame projecten

De urgentie van een duurzaam en weerbaar monetair-financieel systeem wordt door de coronacrisis des te duidelijker. Tegelijkertijd creëert de crisis ook een probleem: voor de transitie naar een duurzame, klimaatneutrale samenleving is een sterke financiële sector, en daarmee een goed werkend monetair-financieel systeem, cruciaal. Juist ook bij de klimaatcrisis, een crisis die zich haast in *slow-motion* lijkt te ontvouwen, kunnen financiële instellingen ervoor zorgen dat overheden, bedrijven en huishoudens zo min mogelijk te lijden hebben onder de economische gevolgen. Door de nodige kredieten te verschaffen, de informatieverstrekking

6 PBL, *Investeringen energietransitie en financierbaarheid: Uitdagingen met betrekking tot investeringen 2020-2040* (Den Haag 2017).

aan investeerders te verbeteren en de financiële verliezen (zowel als gevolg van klimaatverandering als van het tegengaan daarvan) op te vangen en te verdelen onder de sterkste investeerders kan de financiële sector de benodigde transitie zelfs versnellen in plaats van vertragen.

Hindernissen voor verduurzaming

De transitie naar een duurzame samenleving is naast een maatschappelijke uitdaging ook een enorme financieringsopgave. Om de huidige klimaatdoelen te halen is een substantiële toename van de hoeveelheid duurzame investeringen nodig: jaarlijks circa 30 miljard euro in Nederland en 260 miljard euro op het niveau van de Europese Unie (EU).⁷ Voor een groot deel komt deze financieringsbehoefte voort uit duurzame initiatieven die – door hoge risico's, kleine schaal of onbekende verdienmodellen – nauwelijks marktconform te financieren zijn. Overheidssubsidies zullen een deel van deze financieringsopgave kunnen invullen, maar private investeringen zullen hierbij ook een belangrijke rol moeten spelen. Een goed functionerend monetair-financieel systeem kan vervolgens op een efficiënte manier de beschikbare private middelen mobiliseren voor de benodigde duurzame projecten. De recente economische ontwikkelingen bieden een duidelijk perspectief voor sterke overheidsinvesteringen in verduurzaming. Met een goed functionerend monetair-financieel systeem kunnen deze publieke uitgaven ook nog eens een substantiële private impuls uitlokken.

Door kredieten en informatie aan investeerders te verschaffen en financiële verliezen op te vangen kunnen financiële instellingen de transitie versnellen

Momenteel kent het huidige monetair-financieel systeem echter verschillende hindernissen voor de transitie naar een duurzame samenleving. Deze hindernissen bevinden zich op drie vlakken: (1) een tekort aan beschikbare middelen voor verduurzamende investeringen; (2) de gebrekkige weerbaarheid van het systeem; en (3) het ontbreken van sturing op ontwikkelingen op de lange termijn. De problemen op het eerste vlak liggen het meest voor de hand: zonder het beprijzen van de gevolgen van CO₂-uitstoot worden investeringen in fossiele activiteiten financieel aantrekkelijker dan maatschappelijk wenselijk is. Tegelijkertijd is er ook een gebrek

7 PBL, Investeringen energietransitie en financierbaarheid; Europese Commissie, *The European Green Deal* (Brussel 2019).

aan financiering voor specifieke duurzame investeringen die nog niet aantrekkelijk zijn voor doorsnee marktfinanciering. Voorbeelden hiervan zijn toepassingen van innovatieve technologieën, kleinschalige initiatieven en projecten met een zeer lange terugverdientijd.

Ook de gebrekkige weerbaarheid van het systeem is een grote hindernis voor de transitie naar een duurzame samenleving. Deze transitie vereist een stabiele beschikbaarheid van financiering. Financiële instellingen zorgen met hun kredietverlening echter juist voor een instabiele economische ontwikkeling: ze financieren een snelle toename van private schulden tijdens periodes van economische groei, terwijl de daaropvolgende recessies extra zwaar zijn omdat bedrijven en huishoudens de broekriem harder moeten aantrekken door te hoge schulden. In de huidige situatie speelt de Nederlandse financiële sector een cruciale rol door te voorkomen dat schulden problematisch worden. Onderliggend probleem blijft echter dat deze schulden (vaak) niet tot productieve investeringen hebben geleid, maar gebruikt worden voor transacties die niet direct bijdragen aan de reële economie. Bovendien hebben financiële instellingen een prikkel om grotere risico's op te bouwen als gevolg van verschillende overheidsgaranties.

Er is een gebrek aan financiering voor innovatieve technologieën, kleinschalige initiatieven en projecten met een zeer lange terugverdientijd

Omdat de samenleving sterk afhankelijk is van de financiële sector, weten de meeste financiële instellingen zich verzekerd van overheidsvangnetten (bijvoorbeeld via het depositogarantiestelsel). Daarnaast kent het huidige systeem een sterke mate van concentratie en wederzijdse afhankelijkheid, waardoor financiële tegenvallers bij individuele instellingen (door hun omvang of verwevenheid met andere instellingen) vaak grote gevolgen hebben voor het systeem als geheel. Ten slotte hebben de Europese financiële instellingen vaak nog relatief lage buffers om financiële tegenvallers op te vangen. Dit maakt hen kwetsbaar. Deze economische instabiliteit zorgt zowel op individueel als op maatschappelijk niveau voor terughoudendheid: huishoudens en bedrijven hebben door krimpende buffers en vergrote onzekerheid minder ruimte voor en zin in grote investeringen en zullen daardoor dus ook van overheden verlangen dat zij minder radicale veranderingen doorvoeren.

Het gebrek aan sturing op ontwikkelingen op de lange termijn hindert de mogelijkheden voor een geleidelijke transitie. Waar de transitie vereist dat iedereen het belang van de lange termijn ziet, laten belangrijke partijen in het huidige systeem zich nog te nadrukkelijk leiden door de waan van de dag op financiële markten.

Los van de grotere onzekerheid die marktpartijen ervaren bij investeringen op de lange termijn, lijken ook overheden en toezichhouders nauwelijks in staat om langetermijneffecten in de financiële sector een rol te laten spelen. Zo kijken financiële *stress-tests* vaak niet verder dan een jaar of vijf. Ook lijkt het erop dat toezichhouders financiële stabiliteit nastreven als een statisch, in plaats van een dynamisch evenwicht: het crisisbeleid lijkt vooral gericht op het verstevigen van de status quo in plaats van het faciliteren van een geleidelijke transitie. Het probleem is dan ook niet zozeer dat er een gebrek is aan vermogen dat voor de lange termijn vaststaat (denk aan de pensioenen). Zelfs deze geduldige vermogens zijn echter onderhevig aan de prikkel om financiële rendementen op de korte termijn te behalen. Als zelfs pensioenfondsen voornamelijk sturen op de dekkingsgraad in het huidige jaar, dan blijven er praktisch geen geschikte alternatieven over voor de financiering van duurzame projecten op de lange termijn.

Hieruit volgen negen concrete hindernissen voor verduurzaming:

1 Klimaatrisico's te weinig gewicht

Klimaatrisico's (zowel de gevolgen van CO₂-uitstoot als de financiële risico's van streng klimaatbeleid voor specifieke bedrijven) wegen door gebrekkige informatievoorziening en onvoldoende prijsprikkels nog te weinig mee bij investeringen. Hierdoor is er te weinig financiering voor duurzame projecten en zijn te veel investeringen niet in lijn met de klimaatdoelen.

2 Gebrek aan risicodragend vermogen

Er is een gebrek aan risicodragend vermogen voor investeringen in duurzame innovaties met hoge en/of onbekende (financiële) risico's.

3 Weinig financiering voor maatwerk

Er is onvoldoende financiering beschikbaar voor duurzame projecten die om maatwerk vragen, zoals bedrijven met nieuwe verdienmodellen of kleinschalige duurzame energieopwekking.

4 Hoge schuldenlast/instabiele economie

Het huidige monetair-financieel systeem verstrekt te veel kredieten in goede tijden en trapt in slechte tijden doorgaans te snel op de rem, waardoor de ontwikkeling van de reële economie door een hoge schuldenlast instabiel wordt.

5 Uniforme banken

Eenvormigheid en een gebrek aan diversiteit bij de banken zorgen ervoor dat verschillende financiële instellingen dezelfde zwakke plekken kennen en hun kredietverlening dus tegelijkertijd zullen beperken.

6 Te lage buffers

Financiële instellingen houden structureel te weinig buffers aan om grote financiële klappen op te kunnen vangen, wat een stabiele beschikbaarheid van de benodigde kredieten voor verduurzaming bedreigt.

7 Lange termijn ondergeschikt

Door in financiële modellen een positieve rentevoet⁸ te hanteren wegen de gevolgen van een investeringsbeslissing op de lange termijn amper mee.

8 Focus op korte termijn rendement

De beschikbare vermogens die voor langere tijd vaststaan zijn in onvoldoende mate beschikbaar voor duurzame investeringen over langere termijn, voornamelijk door een sterke focus op rendementen op de korte termijn.

9 Duidelijke visie ontbreekt

Overheden en toezichthouders richten zich in hoge mate op het verstevigen van de status quo; een duidelijke visie met toekomstscenario's ontbreekt. Hierdoor speelt de transitie op de lange termijn nauwelijks een rol in het financiële en monetaire beleid. Ook in de reactie op de coronacrisis lijkt sprake van een behoudende reflex.

Toekomstschets van het monetair-financieel systeem

Hoewel dit rapport primair een handreiking is voor hervormingen op de korte termijn, schetsen we ook een toekomstbeeld van het monetair-financieel systeem op de lange termijn. Deze toekomstschets geeft een beeld van een mogelijke inrichting van het systeem waarmee bovenstaande hindernissen worden opgelost. Zo geeft de schets een richting voor het beleid van de komende jaren. Afgaande op de standpunten van verschillende partijen in de discussie onderscheiden we de volgende scenario's, van meer behoudend tot meer radicaal:

- 1 Een voortzetting van de ingeslagen weg sinds de financiële crisis van 2008.
- 2 Meer radicale hervormingen binnen het huidige systeem.
- 3 Pleidooien voor systeemverandering, waaronder het invoeren van een (variant van het) publiekgeldsysteem.⁹

-
- 8 Deze positieve rentevoet geeft weer dat een nominaal geldbedrag door de tijd heen steeds minder waard wordt, bijvoorbeeld door inflatie, maar ook omdat dit geldbedrag in theorie altijd een bepaald rendement kan hebben (bijvoorbeeld bij een bank of met staatsobligaties). Vijftig euro over een jaar is daardoor meer waard dan vijftig euro over tien jaar. Het logische gevolg hiervan is dat rendementen of verliezen ver in de toekomst, zoals de gevolgen van klimaatverandering of de baten van duurzame investeringen, minder meewegen bij een investeringsbeslissing naarmate ze langer op zich laten wachten.
 - 9 Het publiekgeldsysteem is een inrichting van het monetair-financieel systeem waarbij de overheid de absolute verantwoordelijkheid krijgt over de geldhoeveelheid (het monetaire deel), terwijl alle kredietverlening daarvan gescheiden wordt (het financiële deel). De scheiding tussen het monetaire en het financiële deel is hard: banken kunnen geen geld creëren en overheden hoeven op papier nooit een bank te redden om 'geld' veilig te stellen.

Rekening houdend met eerder genoemde hindernissen moet een duurzaam en weerbaar monetair-financieel systeem aan vijf voorwaarden voldoen. Deze voorwaarden vormen zo de bouwstenen van onze toekomstschets. Ten eerste moeten maatschappelijke waarden – in dit geval duurzaamheid – een grotere rol spelen bij de allocatie van financiële middelen. Ten tweede is het van belang dat er meer risicodragend vermogen beschikbaar komt voor duurzame investeringen. Ten derde is het essentieel dat de diversiteit van het systeem toeneemt en er meer alternatieven voor bankfinanciering ontstaan. Ten vierde is het van belang dat de ontwikkeling van de kredietverlening stabiel wordt en de enorme private schuldenberg snel krimpt. Ten slotte is het van belang dat het aanbod van kapitaal voor langetermijninvesteringen ('geduldig vermogen') substantieel groeit.

Tabel 1 Overzicht van scenario's en voorwaarden

	SCENARIO 1: Ingeslagen weg	SCENARIO 2: Radicale hervorming	SCENARIO 3: Systeemwijziging
Voorwaarde 1: <i>Rol duurzaamheid bij investeringsbeslissing</i>	Verbeteren verplichte informatievoorziening	Hogere buffers voor fossiele investeringen	Sturende rol publieke monetaire autoriteit
Voorwaarde 2: <i>Groter aandeel risicodragend kapitaal</i>	Kapitaalmarktunie om meer financiering beschikbaar te stellen	Gelijke fiscale behandeling eigen en vreemd vermogen	Afschaffen impliciete en expliciete overheidsgaranties
Voorwaarde 3: <i>Meer diversiteit monetair-financieel systeem</i>	Meer financiering via kapitaalmarkten	Proportionaliteit in het financiële toezicht	Verlagen regeldruk in publiek geldstelsel
Voorwaarde 4: <i>Stabiele ontwikkeling kredietverlening; tegengaan excessieve schuldenopbouw</i>	Voltooiing bankenunie en anticyclische kapitaalbuffers; versneld afbouwen hypotheekrenteaftrek	Verdubbeling eigen vermogen banken en depositospaarbank; debiteurvriendelijk stelsel	Monetaire autoriteit als back-up voor private kredieten; lastenverlichting om schulden af te bouwen
Voorwaarde 5: <i>Stimuleren 'geduldig vermogen'</i>	Hogere bankbelasting kortlopend vermogen	Sterkere rol publieke investeringsbanken	Publieke fondsen via monetaire autoriteit

Bron: Eigen samenstelling.

Bovenstaande tabel toont concrete beleidsvoorstellen die de drie scenario's in het debat kenmerken.

De drie scenario's bieden voor elk van de vijf voorwaarden een andere oplossingsrichting, zoals gezegd van meer behoudend tot meer radicaal. De voorstellen in lijn met de ingeslagen weg (scenario 1) dragen vooral bij aan de weerbaarheid

van het monetair-financieel systeem, maar laten de verduurzaming van het systeem afhangen van de invoering van strenger klimaatbeleid. Het is echter maar de vraag of het klimaatbeleid al op korte termijn voldoende streng zal zijn om de benodigde transitie te faciliteren. De voorstellen voor de invoering van een publiek-geldsysteem (scenario 3) zijn op papier zeer interessant. Het is echter nog te vroeg om antwoord te geven op de vraag of we echt een fundamenteel ander systeem moeten creëren. Er is nog veel onderzoek (vooral experimenten!) nodig. Daarop vooruitlopend brengt een fundamentele systeemwijziging veel risico's met zich mee; risico's die de transitie naar een duurzame samenleving juist zullen hinderen. Dat betekent natuurlijk niet dat radicale hervormingen op de korte termijn uitgesloten zijn, sterker nog, ze zijn juist noodzakelijk. Scenario 2 vormt om die reden het uitgangspunt voor de aanbevelingen in dit rapport.

Handvest voor hervormingen op de korte termijn

De toekomstschets vormt een stip op de horizon voor de weg naar een duurzaam en weerbaar monetair-financieel systeem. De uitgangspunten zouden leidend moeten zijn voor de volgende hervormingen van het systeem. Die transitie voltrekt zich idealiter langs een langdurig en geleidelijk traject, terwijl de verduurzaming van de samenleving nu al vraagt om acute hervormingen en meer beschikbare financiering. Ook dwingen de recente economische ontwikkelingen overheden om snel te handelen om de dubbele – economische en klimatologische – crisis het hoofd te bieden. Daarom biedt dit rapport ook aanbevelingen voor hervormingen die op korte termijn het monetair-financieel systeem duurzamer en weerbaarder maken. Op basis van bovenstaande uitgangspunten komen we tot twaalf aanbevelingen: zes aanbevelingen voor Nederlandse beleidsmakers en zes aanbevelingen op Europees niveau. Voor beide niveaus richten de eerste drie aanbevelingen zich op de weerbaarheid en de volgende drie op de duurzaamheid van het systeem.

Zes aanbevelingen voor Nederlandse beleidsmakers

Op nationaal niveau moet prioriteit worden gegeven aan het verminderen van financiering van private schulden en het vergroten van de beschikbare financiering voor niet-marktrijpe duurzame investeringen. De Nederlandse private schuldenberg is enorm, terwijl de overheidsschuld voor Europese begrippen, ondanks de recente historische toename, relatief laag is. Tegelijkertijd is onze financiële sector relatief groot in relatie tot de gehele economie en bestaan er naast bankkredieten weinig serieuze alternatieve financieringsmogelijkheden voor groene en duurzame initiatieven. Bovendien is de diversiteit van ons financiële systeem beperkt, gelet op verdienmodel en eigendomsstructuur.

1 **Bouw nu private schulden af**

De schulden van Nederlandse bedrijven en huishoudens zijn historisch hoog en sinds de coronacrisis alleen nog maar gegroeid. Deze hoge schulden maken onze economie fragiel. Huishoudens en bedrijven zijn minder goed in staat financiële tegenvallers op te vangen. Ook hebben zij minder ruimte (en dus draagvlak) voor de benodigde grote investeringen voor de transitie naar een duurzame samenleving. Om te voorkomen dat deze schulden in de huidige economische dip problematisch worden moeten de overheid en financiële sector samen optreden.

Om het aangaan van schulden minder aantrekkelijk te maken moeten de fiscale voordelen voor schulden van huishoudens én bedrijven op korte termijn verdwijnen. Dat vraagt om maatregelen die normaal gesproken politiek onhaalbaar zijn, zoals het afbouwen van de hypotheekrenteaftrek en de belastingaftrek op schuld van bedrijven. Ondanks het gebrek aan politiek draagvlak zijn deze maatregelen juist op korte termijn zeer wenselijk. Door de historisch lage rentes zijn de gevolgen van deze hervormingen voor huishoudens en bedrijven klein. Natuurlijk vraagt de huidige economische situatie om voorzichtigheid bij het doorvoeren van deze lastenverhogingen; in sommige gevallen zal compensatie wenselijk of zelfs noodzakelijk zijn.

Er moet een einde komen aan fiscale voordelen voor schulden van zowel huishoudens als bedrijven

Daarnaast moet de overheid onderzoeken of wetgeving omtrent schuldafwikkeling kan worden aangepast om de financiële risico's beter te verdelen tussen debiteuren en crediteuren. Nederlandse wetgeving omtrent schuldafwikkeling, bijvoorbeeld bij faillissementen, is erg gunstig voor schuldeisers (crediteuren), wat ertoe leidt dat de uitlenende partijen minder reden hebben om rekening te houden met de slagingskans van de investering en de kredietwaardigheid van hun debiteuren. Door crediteuren meer te laten meedelen in de risico's bij onhoudbare schulden krijgen zij een sterkere prikkel om excessieve schuldenopbouw te beperken.

Ten slotte rest er een goede kans dat sommige huishoudens ondanks deze financiële prikkel niet in staat blijken hun schulden af te bouwen, zeker de huishoudens met lagere inkomens en beperkte financiële ruimte. In dat geval moet de overheid de lage rentes benutten om deze huishoudens financieel te ondersteunen: indirect via schuldhulpverlening en/of direct via lastenverlichting of het (gedeeltelijk) kwijtschelden van schulden.

2 Houd de Volksbank in publieke handen

Sinds de nationalisatie in 2013 heeft de overheid de Volksbank (de samenvoeging van SNS, ASN bank, Regiobank en BLGWonen) in publieke handen omgevormd tot een bank met een maatschappelijke missie. De Volksbank in publieke handen speelt een essentiële rol in een duurzaam en weerbaar monetair-financieel systeem. Zeker nu de financiële sector in onstuimig weer terecht dreigt te komen is het cruciaal dat de overheid een directe invloed heeft via deze publieke bank.

De Volksbank in publieke handen speelt een essentiële rol in een duurzaam en weerbaar monetair-financieel systeem

Zo kan de Volksbank een belangrijke rol spelen in het financieren van de transitie. De bank kan zich richten op lokale kleinschalige initiatieven of bedrijven met nieuwe duurzame verdienmodellen. Het financieren van dergelijke activiteiten vergt financiering op maat en is daarom voor commerciële banken niet aantrekkelijk. Uit maatschappelijk oogpunt is het echter juist wenselijk om dergelijke activiteiten te financieren. In de huidige situatie kan de bank een voorbeeldrol spelen door juist voor duurzame en andere maatschappelijk wenselijke initiatieven maatwerk te leveren en huishoudens en bedrijven te helpen in het geval van problematische schulden.

Daarnaast kan de Volksbank het systeem als geheel weerbaarder maken door de diversiteit te vergroten. Als maatschappelijke bank wijkt de Volksbank namelijk af van de gemiddelde commerciële bank (qua verdienmodel, investeringsportefeuille, etc.), waardoor ze niet vatbaar is voor dezelfde financiële tegenvallers. De Volksbank investeert immers in andere bedrijven en producten en heeft daardoor minder last van tegenvallers in sectoren waarin zij niet investeert.

Bovendien biedt de Volksbank in publieke handen een instrument om de sector toekomstbestendig te maken. Allereerst door te experimenteren met nieuwe bankvormen zoals een depositobank. Hiernaast door te borgen dat de sector maatschappelijk wenselijke diensten blijft bieden (bijvoorbeeld pinautomaten in kleine dorpen).

3 Faciliteer nieuwe toetreders

Om de diversiteit van het systeem verder te vergroten is het ook van belang dat het gemakkelijker wordt voor nieuwe partijen om toe te treden. Momenteel hebben kleine financiële instellingen relatief zware lasten door toezichtkosten. Deze zware lasten ontmoedigen de toetreding van nieuwe innovatieve instellingen. Om dit tegen te gaan moeten de toezichtkosten progressiever worden verdeeld

naar omvang van financiële instellingen. Daarnaast moet De Nederlandsche Bank (DNB) onderzoeken of proportioneel toezicht de nalevingskosten van het toezicht op kleine instellingen kan verlagen. Door kleine instellingen tegen voorwaarden uit te sluiten van de nalevingseisen voor diensten die zij niet aanbieden, hebben zij mogelijk minder nalevingskosten. Om de stabiliteit van de financiële sector te beschermen is dit tijdens de huidige coronacrisis wellicht minder wenselijk, maar op termijn – tijdens de komende herstelperiode – is het stimuleren van een diversiteit aan nieuwe toetreders weer van groot belang.

4 Richt een *high risks, high gains* innovatiefonds op

Om de verduurzaming van de samenleving te financieren is het van groot belang dat er voldoende financiering beschikbaar is voor risicovolle investeringen in innovaties met veel duurzame potentie. Dergelijke niet-marktconforme investeringen vormen de komende jaren ongeveer de helft van de financieringsbehoefte voor de Nederlandse transitie.¹⁰ Juist in deze tijden van teruglopende private investeringen en marktpartijen die hun risico's proberen te beperken moet de overheid niet terughoudend zijn bij het invullen van deze rol.

Om deze financieringsbehoefte op de korte termijn op te vullen zal de overheid in deze financiering moeten voorzien. Bij de evaluatie van de bestaande subsidie-regelingen voor energie-innovaties in 2017¹¹ kreeg de overheid het advies om hier een speciaal fonds voor op te zetten: een zogeheten *high risk, high gains*-fonds specifiek gericht op risicovolle duurzame innovaties met veel potentie.

Voor het stimuleren van maatschappelijk wenselijke maar risicovolle duurzame innovaties moet een nieuw innovatiefonds worden opgezet

Door steun in de vorm van leningen of garanties te verstrekken blijven de uitgaven op de lange termijn beperkt: niet alleen de verliezen komen voor rekening van het fonds, ook een deel van de winsten. De discussie over een dergelijk overheidsfonds is momenteel extra relevant gezien de lage rentes, het onlangs gelanceerde nationaal 'Groeifonds' en de recente start van de publieke investeringsbank Invest-NL. Het stimuleren van maatschappelijk wenselijke, maar risicovolle duurzame innovaties zou een kerndoel van dit Groeifonds of Invest-NL moeten zijn.

¹⁰ PBL, *Investeringen energietransitie en financierbaarheid*.

¹¹ Dialogic en SEO, *Beleidsvaluatie energie-innovatieregelingen* (Utrecht 2017).

Beide stroken echter niet met de genoemde aanpak: het Groeifonds verstrekt subsidies zonder rendement te verwachten en Invest-NL richt zich op projecten of bedrijven met een aantoonbaar rendabel verdienmodel en is met een aandelenkapitaal van 1,7 miljard euro lang niet groot genoeg.

5 Creëer geduldig vermogen

Om de verduurzamingsopgave te financieren is het daarnaast van belang dat het aanbod van geduldig vermogen voor de lange termijn groeit. Dit vermogen is van belang voor duurzame investeringen die een relatief goed en voorspelbaar rendement maar een erg lange terugverdientijd hebben. Het beste voorbeeld hiervan zijn investeringen in de verduurzaming van de gebouwde omgeving, die via lager energieverbruik een relatief zeker rendement opleveren. Juist nu met tegenvallende economische omstandigheden zullen partijen minder goed in staat zijn of minder zin hebben om investeringen te doen voor de lange termijn. Daarom is het van groot belang dat de overheid nu kijkt hoe dergelijke investeringen kunnen worden gefaciliteerd.

Door groene obligaties uit te geven kan de overheid investeringen met een langetermijnperspectief stimuleren

Zoals gezegd is het probleem niet zozeer een gebrek aan vermogen dat langdurig beschikbaar is, maar het gebrek aan vermogen dat geduldig genoeg is voor duurzame investeringen met een zeer lange terugverdientijd. Dit komt bijvoorbeeld doordat ook investeerders met een primaire doelstelling op de lange termijn worden afgerekend op hun prestaties op de korte termijn. Hierdoor ervaren zij een prikkel om hun langetermijninvesteringen te beperken wanneer deze een risico vormen voor hun financiële rendement op de korte termijn.

Om dit probleem te verhelpen moet de overheid nadrukkelijker als tussenpersoon optreden en deze tegoeden voor de lange termijn kanaliseren richting duurzame langetermijninvesteringen. Dit kan door zelf, of via een aparte constructie zoals Invest-NL, het Groeifonds of de Volksbank, langlopende groene obligaties uit te geven. Toekomstgerichte investeerders kunnen met deze groene obligaties hun risico's beter spreiden dan wanneer zij zelf in individuele projecten investeren. Dit maakt het voor hen aantrekkelijker om de transitie op de lange termijn te financieren. Hiernaast kan Nederland zich inzetten voor het veranderen van de internationale spelregels in de financiële sector. Door het beloningsbeleid te koppelen aan prestaties op de lange termijn of stemrecht te beperken voor kortstondige aandeelhouders zal het langetermijnperspectief een grotere rol gaan spelen.

6 Maak ruimte voor financieel maatwerk

Ten slotte is het voor de verduurzaming van onze samenleving van belang dat het monetair-financieel systeem voldoende maatwerk biedt voor de financiering van kleinschalige en vernieuwende projecten. Het benodigde maatwerk voor afwijkende duurzame projecten en bedrijven komt in het huidige systeem niet tot stand. De bijkomende hogere kosten zijn voor de meeste banken een last. De Nederlandse overheid kan op twee manieren meer ruimte creëren voor het benodigde financiële maatwerk: door het vergroten van de diversiteit van de bankensector en door het stimuleren van alternatieven voor bankfinanciering. Bij het eerste punt kan de Volksbank in publieke handen een grote rol spelen, terwijl voor het tweede punt juist private initiatieven van groot belang zijn. Duidelijk is in ieder geval dat juist in de huidige moeilijke economische situatie nieuwe duurzame initiatieven eerder maatwerk nodig zullen hebben om van de grond te komen.

De overheid moet samen met toezichthouders ruimte bieden aan nieuwe initiatieven, zoals kredietunies en crowdfundingplatforms

Samen met toezichthouders moet de overheid ruimte bieden aan de ontwikkeling van nieuwe initiatieven, zoals kredietunies en *crowdfundingplatforms*. Door hun aparte werkwijze zijn dergelijke initiatieven een aanwinst voor de diversiteit van het monetair-financieel systeem. Deze initiatieven bieden een kans om verduurzamende bedrijven en projecten te financieren die nu moeilijk aan financiering komen bij de gevestigde marktpartijen. Vernieuwende initiatieven zijn in potentie beter in staat financieel maatwerk te leveren. Dit komt door hun afwijkende financieringsstructuur. Bij kleinschalige *crowdfundingplatforms* maakt lokale gebondenheid het financieren van lokale projecten mogelijk. Bij kredietunies van gelijkgestemde bedrijven kunnen bedrijven elkaar financieel ondersteunen op basis van specialistische kennis en sociale controle.

Zes aanbevelingen voor Europese beleidsmakers

Bij de hervormingen van het monetair-financieel systeem op de korte termijn is een coördinerende rol van de EU van essentieel belang. Alleen duidelijke coördinatie op EU-niveau kan ervoor zorgen dat het gelijke speelveld voor financiële instellingen behouden blijft en voorkomen dat nationale hervormingen mislukken uit angst voor wegtrekkende marktpartijen. Daarnaast speelt de ECB als centrale bank logischerwijs een belangrijke rol bij het verduurzamen van het systeem, bijvoorbeeld door duurzaamheid in het eigen beleid een grotere rol te geven. Ten slotte

moeten publieke investeringsbanken ook op Europees niveau een grote rol krijgen in het financieren van de transitie.

1 Voorkom marktconcentratie op Europees niveau

De verdere voltooiing van de bankenunie verhoogt het risico op sterke concentratie in de Europese financiële sector door de lagere drempels voor internationale fusies en overnames. In zekere mate is consolidatie door fusies en overnames op Europees niveau wenselijk om kosten te reduceren: zo wordt kredietverlening goedkoper en krijgen banken meer ruimte om buffers op te bouwen. Te veel fusies en overnames leiden echter tot verregaande concentratie, waarbij we op Europees niveau een klein aantal zeer grote instellingen overhouden. Dit maakt het systeem als geheel kwetsbaar, doordat het faillissement van een enkele instelling meteen een grote druk op het hele systeem legt.

Strikte mededingingswetgeving moet ervoor zorgen dat de concentratie in de financiële sector beperkt blijft

Om een goede balans te creëren tussen consolidatie en diversiteit in het monetair-financieel systeem is het essentieel dat verdere Europese integratie (bankenunie met Europees toezicht, depositogarantiestelsel en noodfonds) samengaat met zeer strikte Europese mededingingswetgeving (waarbij fusies en overnames boven een bepaald balanstotaal of marktaandeel in principe niet zijn toegestaan). Dat betekent dat verdere centralisatie van toezicht en harmonisering van wet- en regelgeving wenselijk is, maar dat strikte mededingingswetgeving ervoor moet zorgen dat de concentratie in de financiële sector beperkt blijft. Dit wordt in de nasleep van de huidige economische dip extra relevant als meerdere financiële instellingen met relatief veel verliezen niet meer op eigen benen kunnen staan. Als dit inderdaad bij meerdere instellingen gebeurt zou dat de katalysator voor een Europese fusiegolf kunnen zijn.

2 Creëer een gelijk speelveld voor klein en groot

Om de weerbaarheid van het monetair-financieel systeem te versterken moeten Europese beleidsmakers een gelijk speelveld creëren voor alle financiële instellingen, zowel klein als groot. In de praktijk draait dit vooral om een gelijkere verdeling van de kosten, waarbij grote, systeemrelevante instellingen een groter deel moeten dragen dan ze momenteel doen. Op nationale schaal is dit relevant om toetreding van nieuwe partijen te stimuleren, maar op Europees niveau is dit daarnaast essentieel om ervoor te zorgen dat nieuwe partijen ook een kans maken

om door te groeien tot volwaardige financiële instellingen. Een meer gelijke lastenverdeling tussen grote en kleine instellingen stimuleert de toetreding van nieuwe initiatieven en zorgt zo voor een divers en weerbaar systeem. Natuurlijk moet in de huidige situatie wel duidelijk zijn welke ruimte er is voor het verhogen van lasten voor financiële instellingen; bij sommige lastenverhogingen kan het beter zijn om deze uit te stellen totdat de economie weer aantrekt.

Een eerste mogelijkheid om dit te bereiken is via directe financiële prikkels. Zo kunnen de bestaande toezichtkosten of belastingen voor financiële instellingen schaalafhankelijk worden gemaakt. Een andere optie is om de bijdragen van systeemrelevante instellingen aan een gemeenschappelijk noodfonds of een Europees depositogarantiestelsel hoger te maken naarmate het balanstotaal en/of de omzet hoger is en lager als die lager is. Zo krijgen kleine spelers een eerlijke kans.

Een meer gelijke lastenverdeling tussen grote en kleine instellingen zorgt voor een divers en weerbaar systeem

Daarnaast vereist een gelijk speelveld voor groot en klein ook dat de mogelijkheid voor het gebruik van eigen modellen voor het berekenen van verplichte kapitaalbuffers verdwijnt. Commerciële banken mogen momenteel van toezichthouders hun eigen modellen gebruiken voor het berekenen van hun financiële risico's, maar in de praktijk kunnen alleen grote banken zich de kosten van deze zeer gespecialiseerde modellen veroorloven. Deze mogelijkheid zorgt er in de praktijk voor dat grote, systeemrelevante banken lagere buffers aan mogen houden dan kleine banken, waardoor zij zich goedkoper kunnen financieren. Door de vereiste buffers gelijk te trekken ontstaat een gelijk speelveld.

3 Voer een debat over het ECB-mandaat

In het huidige mandaat en de organisatiestructuur van de ECB ontbreekt de gewoonte om haar mandaat en functioneren van tijd tot tijd te evalueren. De recente hectiek rondom de uitspraak van het Duitse constitutionele hof maakt deze kwestie weer zeer relevant. Zeker nu zij met haar monetaire crisisbeleid van kwantitatieve verruiming en zeer lage rentes mogelijk zelf financiële systeemrisico's in stand houdt of zelfs vergroot. Dat de ECB onafhankelijk is van de dagelijkse grillen van de politiek is van belang voor de uitvoering van het monetair beleid, maar dit betekent niet dat er geen bewuste evaluatie zou moeten zijn van haar functioneren en mogelijkheden om haar doelstelling(en) te herijken. Hiervoor is een proces met een zekere mate van democratische inspraak essentieel.

Het zou daarom goed zijn als het Europees Parlement of de parlementen van de Eurolanden een proces instellen om de invulling die de ECB aan haar mandaat geeft periodiek te kunnen herzien. Politici moeten daarvoor wel eerst erkennen dat politieke beslissingen en het ECB-beleid elkaar sterk kunnen beïnvloeden. Zo zorgt het opkopen van staatsobligaties de facto voor een gedeelde staatsschuld via de ECB-balans, terwijl nationale politici daar binnen hun eigen mandaat ver vanaf wilden (en willen) blijven. Er kan echter pas sprake zijn van een democratisch evaluatieproces van het ECB-beleid als er sprake is van transparantie over de oorzaken en gevolgen van het ECB-beleid. De beleidsevaluatie van de ECB in 2020 kan hiervoor een goed startpunt vormen.

4 Verhoog de (klimaat)buffers

Om het monetair-financieel systeem beter bestand te maken tegen financiële schokken is het essentieel dat banken – maar ook andere financiële instellingen – hogere buffers opbouwen. De transitie naar een duurzame samenleving vergroot ook de risico's op financiële schokken voor banken en andere financiële instellingen, zo waarschuwt DNB.¹² Deze financiële klimaatrisico's komen voort uit de gevolgen van klimaatverandering zelf (bijvoorbeeld door extreem weer) en de gevolgen van klimaatbeleid (bijvoorbeeld door de invoering van een CO₂-heffing). Beide toekomstscenario's vergroten de onzekerheid voor financiële instellingen en dus de financiële risico's.

Toezichthouders moeten de invoering van klimaatbuffers duidelijk op de agenda zetten

Op dit punt komen de duurzaamheid en de weerbaarheid van het monetair-financieel systeem samen. Het is essentieel om op korte termijn op Europees niveau substantiële klimaatbuffers in te voeren. Deze klimaatbuffers dwingen financiële instellingen om, bovenop de andere vereiste buffers, meer kapitaal aan te houden naarmate de CO₂-intensiteit van hun bezittingen hoger is. De buffers geven financiële instellingen een prikkel om hun blootstelling aan klimaatrisico's (bijvoorbeeld investeringen in fossiele energiebedrijven, die met de energietransitie

12 DNB, *Tijd voor Transitie: een verkenning van de overgang naar een klimaatneutrale economie* (Amsterdam 2016); DNB, *Knelpunten in de financiering van groene investeringen* (Amsterdam 2017); DNB, *De Nederlandse financiële sector veilig achter de dijken? Een nadere verkenning naar klimaatgerelateerde financiële risico's* (Amsterdam 2017); DNB, *De Prijs van Transitie: een analyse van de economische gevolgen van CO₂-belasting* (Amsterdam 2018).

tot *stranded assets* worden) te onderzoeken en te beperken. Ook leiden ze, zolang de meeste financiële instellingen nog investeren in niet-duurzame bedrijven en projecten, op de korte termijn in feite tot een verhoging van de vereiste buffers voor het merendeel van de sector. Natuurlijk is het voor de invoering van deze buffers nodig om een inschatting te kunnen maken van de omvang van de relevante klimaatrisico's. Dit vraagt om verder onderzoek en versterking van de relevante informatievoorziening in de financiële sector.

Juist nu, vooruitlopend op een periode van economisch herstel, is het cruciaal dat toezichthouders de invoering van klimaatbuffers duidelijk op de agenda zetten. Zo kunnen financiële instellingen zich voorbereiden en hebben zij een prikkel om in te zetten op groen herstel. Op de lange termijn kunnen de extra klimaatbuffers voor banken gradueel vervangen worden door hogere generieke buffers. Door de transitie naar een duurzame samenleving zullen de bezittingen van banken richting 2050 immers vanzelf duurzamer worden. Zo zullen ook de benodigde klimaatbuffers afnemen. Als uitgangspunt voor de lange termijn nemen we de waardes uit de toekomstschets: een hefboomratio van 10 procent en een kapitaalratio van 20 procent.¹³ Dit zou een substantiële verhoging betekenen ten opzichte van de buffers die banken momenteel aanhouden, vooral voor hun ratio zonder risicoweging, de hefboomratio.¹⁴ Natuurlijk is het hierbij cruciaal dat toezichthouders deze verhoging gradueel implementeren om zo schokken in de kredietverlening en het functioneren van financiële instellingen te voorkomen. Door nauwlettend de relevante variabelen (kredietverlening, financiële rendementen) te volgen en tegelijkertijd nader onderzoek te doen naar de relevante risico's kunnen toezichthouders uiteindelijk een niveau vinden dat passend is.

5 Coördineer verduurzaming met publieke investeringsbanken

Het is onwaarschijnlijk dat Europese kapitaalmarkten (zelfs niet na integratie in een kapitaalmarktunie) op korte termijn al voldoende financiering mobiliseren voor het faciliteren van de transitie. Daarom zijn publieke investeringsbanken op Europees niveau, met de *European Investment Bank* (EIB) in de hoofdrol, de aangewezen partij om in de jaarlijkse duurzame financieringsbehoefte van 260 miljard euro

13 Deze twee ratio's vormen de waardes die de vereiste buffers meten. De hefboomratio: de waarde van het eigen vermogen in verhouding tot de waarde van alle bezittingen op de balans, uitgedrukt in procenten; en de kapitaalratio: de verhouding tussen de som van het eigen vermogen en schulden die omgezet kunnen worden in eigen vermogen, en de naar risico gewogen waarde van alle bezittingen, uitgedrukt in procenten.

14 De hefboomratio's van Nederlandse en Europese banken liggen momenteel gemiddeld op respectievelijk 5 procent en 5,1 procent, de kapitaalratio's op respectievelijk 16,9 procent en 14,1 procent (gegevens van DNB en de ECB, zie ook voetnoot 67 en 68).

per jaar te voorzien.¹⁵ De EIB kan een belangrijke rol spelen bij het financieren van grensoverschrijdende projecten (zoals het Europese energienet of internationale treinverbindingen). Daarnaast is het van belang dat de EIB de inzet van nationale partners goed coördineert en waar nodig aanvult, zodat de financiering van dergelijke projecten zo efficiënt mogelijk verloopt en nationale partijen geen dubbel werk doen. Ook kan de EIB zo voorkomen dat individuele lidstaten achter gaan lopen bij buurlanden die meer ruimte hebben voor publieke investeringen. Een goede coördinatie vanuit de EIB op de financiering van grootschalige duurzame projecten kan de transitie op Europees niveau uiteindelijk sneller en efficiënter laten verlopen. De Europese Commissie wil het potentieel van de EIB benutten. Het ziet enerzijds een rol voor de EIB als 'klimaatbank' van Europa en anderzijds als cruciale spil in de uitvoering van de plannen voor groen herstel post-corona.

De EIB kan een belangrijke rol spelen in grensoverschrijdende projecten zoals het Europese energienet of internationale treinverbindingen

6 Maak de ECB-balans 'Parijs-proof'

Als we van private financiële instellingen verwachten dat zij gedurende de komende jaren de CO₂-intensiteit van hun investeringen bekend maken en afbouwen is het logisch dat de ECB hierin het goede voorbeeld geeft. Als gevolg van de kwantitatieve verruiming van de afgelopen jaren heeft de ECB een forse portefeuille aan bedrijfs- en overheidsobligaties op haar balans. Deze portefeuille is een afspiegeling van de obligatiemarkten, maar deze afspiegeling blijkt relatief CO₂-intensief te zijn vergeleken met de reële economie en al helemaal wanneer afgezet tegen een transitiepad in lijn met het Parijs-akkoord. De ECB kan het CO₂-reductiepad uit het Parijs-akkoord aanhouden of besluiten om juist een ambitieuzer transitiepad te kiezen dan de sector zelf.

Om de ECB-balans binnen afzienbare tijd te verduurzamen is het noodzakelijk dat het aanbod van duurzame obligaties de komende jaren substantieel toeneemt. Deze obligaties kunnen vervolgens door de ECB worden opgekocht. De EIB en nationale publieke investeringsbanken kunnen hieraan bijdragen door groene obligaties uit te geven. Hier ligt een mooie kans voor het stimuleren van groene herstelmaatregelen. Door de ECB op korte termijn haar balans te laten verduurzamen met EIB-obligaties kan ze een stimulans geven aan de investeringen die de

¹⁵ Europese Commissie, *The European Green Deal*.

EIB moet ondernemen in het kader van groen herstel. Hetzelfde principe zou moeten gelden voor de overheidsobligaties die de EU komende jaren uitgeeft als onderdeel van de *Recovery and Resilience Facility* – het Europese Coronaherstelfonds.

Conclusie

Met deze aanbevelingen voor een duurzamer en weerbaarder monetair-financieel systeem blijft dit rapport dicht bij de academische discussie over het functioneren van het systeem en de financiering van de transitie naar een duurzame samenleving. De directe aanleiding voor dit rapport lag echter niet zozeer in deze academische discussie, maar meer in de politiek-maatschappelijke discussie over de financiële crisis en het functioneren van banken in het bijzonder. De huidige economische ontwikkelingen benadrukken dat de financiële sector een cruciale positie heeft: ze kan werken als schokdemper van de reële economie of als katalysator voor financiële crises. Het afgelopen jaar is illustratief voor de maatschappelijke waarde van een financiële sector die als buffer kan fungeren.

De financiële sector kan een duidelijke maatschappelijke meerwaarde hebben

Het is dan ook belangrijk om onze aanbevelingen in dat bredere perspectief te plaatsen en rekening te houden met de maatschappelijke onvrede waar de financiële sector momenteel mee te maken heeft. In dat verband kan ook een duidelijke parallel worden getrokken tussen onze aanbevelingen om het systeem duurzaam en weerbaar te maken en de aanbevelingen uit onder andere het WRR-rapport om de financiële sector weer dienstbaar te maken aan de samenleving. Veel van de bovenstaande aanbevelingen moeten er ook voor zorgen dat het monetair-financieel systeem weer een duidelijke maatschappelijke taak krijgt.

Een efficiënt functionerend monetair-financieel systeem is namelijk niet alleen van belang voor het slagen van de transitie naar een duurzame samenleving, het is ook een voorwaarde om de lasten van deze transitie voor huishoudens en bedrijven zo laag mogelijk te houden. Het monetair-financieel systeem kan zo bijdragen aan een *just transition*; een transitie waarin de sterkste schouders de zwaarste lasten en

de grootste risico's dragen.¹⁶ Dit wordt extra relevant als de huidige recessie zorgt voor structurele winnaars en verliezers; sommige sectoren zullen hierdoor minder goed in staat zijn om op eigen kracht verduurzamende investeringen te doen. Een goed werkend financieel systeem kan dit compenseren door private investeringen efficiënt te mobiliseren; elke euro aan private investeringen maakt een euro lastenverzwaring overbodig. Zo kan de financiële sector een duidelijke maatschappelijke meerwaarde hebben en tegelijkertijd bouwen aan haar eigen reputatie.

16 *Just transition* is een begrip dat duidelijk maakt dat de transitie naar een uitstootvrije, circulaire samenleving niet ten koste mag gaan van verworven rechten en de inkomens van minder sterke groepen in de samenleving, niet alleen binnen een land maar ook tussen landen wereldwijd.

Voorwoord

Dit rapport komt precies op tijd. De gang naar de stembus komt in zicht – op 17 maart 2021 kiest Nederland een nieuwe politieke vertegenwoordiging. De kwestie waar het bij deze verkiezingen en de formatie om draait is: hoe komen we uit de crises? Het staat hier in meervoud, omdat de komende jaren cruciaal zijn om zowel de coronacrisis (en daarmee gerelateerde economische gevolgen) als de klimaatcrisis bijtijds het hoofd te bieden.

De klimaatcrisis vraagt na jaren van gemiste kansen om dezelfde acute actie als de coronacrisis. Een belangrijke voorwaarde om sterker uit de crises te komen, is een sterke financiële sector met een gezond werkend monetair-financieel systeem. In dit rapport maakt onderzoeker Dirk van Hoorn inzichtelijk hoe financiële instellingen ervoor kunnen zorgen dat overheden, bedrijven en huishoudens bijdragen aan een minimalisering van lijden in een economisch zware periode of zelfs toekomstige crises kunnen voorkomen. Maar hij laat vooral ook zien hoe deze instellingen een rol kunnen spelen in de gewenste versnelling van de transitie naar een duurzame economie en samenleving.

Van Hoorn reikt concrete korte en lange termijn aanbevelingen aan voor een weerbaar en duurzaam monetair-financieel systeem. Zoals Robbert Bodegraven in de inleiding beschrijft, is daarvoor acute politieke actie nodig. Volgens hem moeten overheden en financiële instellingen worden genezen van de kwaal die 'bijziendheid' heet. Het is aan een volgend Kabinet om in te grijpen en de juiste voorwaarden te scheppen voor financiële instellingen om te handelen in het belang van een duurzame toekomst. Duidelijk is dat Nederland een progressief groen Kabinet met lef nodig heeft.

Noortje Thijssen

Directeur a.i. Wetenschappelijk Bureau GroenLinks

Inleiding:

Bijziendheid blokkeert duurzaamheid

De vorige grote financiële crisis, die van 2008, begon met de val van de Amerikaanse zakenbank Lehman Brothers. Vervolgens gebeurde er iets waar de meeste mensen op dat moment geen idee van hadden. De wereldvrede werd bedreigd. We zagen het niet, althans, de 99,999 procent van de mensheid die geen zakenbankier of durfinvesteerder was, zag het niet. En toch, er voltrok zich een systeemramp die iedereen dreigde mee te sleuren in een diepe val. In het nog steeds lezenswaardige boek *'Dit kan niet waar zijn'* van antropoloog Joris Luyendijk, wordt het kernachtig samengevat in een citaat van een Britse belegger: 'Het faillissement van een grote en wereldwijd vertakte bank kan een domino-effect veroorzaken, waardoor het mondiale financiële systeem als geheel tot stilstand komt, verlamd raakt en instort. Behalve dat niemand nog bij zijn geld kan, bevriest dan de financiering van de handel, daarmee de handel zelf en dus de voedselbevoorrading.'

De roep uit de samenleving om banken weer een maatschappelijke functie te geven is tot op heden niet gehonoreerd

Dat domino-effect trad in 2008 op en alleen met buitensporige ingrepen van overheden werd voorkomen dat de handel volledig stilviel en onafwendbare crises en oorlogen het gevolg zouden zijn. Die overheden, dat weten we inmiddels allemaal, betaalden hun ingrepen met geld waar belastingbetalers vervolgens gedeeltelijk voor opdraaiden. Begrotingsdiscipline ging boven het belang van de burger.

De crisis was een *wake-up call*. Commerciële banken werden als grote schuldenaars aangewezen en het politieke debat over meer controle op het monetair-financiële systeem barstte los. Probleem daarbij was dat de meeste politici niet goed – of helemaal niet – begrepen hoe dat systeem werkt. En dat de financiële instellingen die grote belangen hadden bij het in stand houden van de status quo

een machtig, goedbetaald en daadkrachtig lobbyapparaat inzetten. Dat hielp niet bij het hervormen van het systeem.

En zo kwam het dat de roep uit de samenleving om banken weer een maatschappelijke functie te geven niet gehonoreerd werd. En dat de noodzaak om banken hogere buffers aan te laten houden tegen onverwachte schokken in het systeem onvoldoende tot aanpassingen leidde. En dat de commerciële tak van het bankieren nog altijd boven de publieke taak staat. Het gevolg is dat de private schuldenlast die wereldwijd uitstaat met een astronomisch bedrag groeide. Let wel: het gaat om de schuldenlast die in 2008 tot de crisis leidde. En die van een slordige 180 biljoen dollar toen (dat is 180 met twaalf nullen) toenam tot 255 biljoen aan het begin van de coronacrisis. Een groei van ongeveer veertig procent. Het probleem hiervan is dat het wereldwijde bruto binnenlands product veel minder hard groeide. Zo'n uit de pas lopende groei van private schulden leidt onvermijdelijk tot een nieuwe financiële crisis.

De overheid is de grip op het monetair-financieel systeem al geruime tijd verloren

Van de overheid mag verwacht worden dat zij er wat aan doet. Maar die overheid is de grip op het monetair-financieel systeem al geruime tijd verloren. Het systeem onttrekt zich goeddeels aan democratische controle, met het gevolg dat ons geld in handen is van instituten die geleid worden door mensen die particuliere en private winsten veel belangrijker vinden dan maatschappelijk belang. Politici zouden dat wel kunnen aanpakken – door democratische *checks and balances* in te bouwen – maar dat gebeurt te weinig omdat de vrees voor ontwrichting van het monetair-financieel systeem te groot is. De lobbymachine van de financiële instellingen pepert politici deze angst maar al te graag extra in.

Tegenkrachten

Er is ook protest. Er zijn tegenkrachten. De Europese ngo 'Finance Watch' zet zich in voor het 'vermaatschappelijken' van de financiële sector. En in Nederland is er het initiatief 'Ons Geld'. Samen met toneelgroep 'De Verleiders' slaagden zij erin steun te krijgen voor een petitie die oproept tot een duurzamer en eerlijke financieel systeem. Er volgde een Kamerdebat en een vuistdik WRR-rapport. Daarin wordt haarfijn uit de doeken gedaan hoe ons monetair-financieel stelsel werkt. Dat is een enorme prestatie, want vrijwel altijd zijn rapporten over dit onderwerp onleesbaar, te technisch en (nodeloos) veel te ingewikkeld. Maar belangrijker: het rapport constateert dat er twee cruciale problemen zijn die om een oplossing schreeuwen.

Ten eerste is de private schuldenberg veel te hoog. En daarnaast is de balans in het geldsysteem tussen private en publieke belangen volledig uit evenwicht.

De radicale oplossing wordt gevonden in het scheiden van commerciële activiteiten en publieksactiviteiten van banken. Publieke financiële diensten worden uitgevoerd door banken die (spaar)geld in bewaring nemen en met dat geld geen risico nemen. Het is volledig gedekt; de eigenaar van het geld kan het altijd terugkrijgen. Omdat de bank dat geld niet uitleent aan investeerders en andere risicozoekende instituties krijg de eigenaar geen rente. Die moet immers betaald worden uit winsten en die zijn er niet. Sterker nog: het is goed mogelijk dat de eigenaar van het geld de bank die het in bewaring neemt daarvoor betaalt. Het is immers een veilige opslag van kapitaal.

Politieke partijen houden krampachtig vast aan de status quo

De commerciële activiteiten zouden dan door andere banken worden uitgevoerd, met geld van mensen die risico willen nemen. Dat kan tot hoge winsten leiden, maar ook tot verliezen. De bank leent het uit aan bedrijven en andere kapitaalverstrekkers en die betalen de bank daarvoor. Daarmee kan de bank rente uitbetalen. Alleen als er winst is; garanties zijn er niet.

Twee soorten banken. De een bewaart geld, de ander handelt in schuld. Het WRR-rapport ziet wel wat in deze oplossing. En ook veel maatschappelijke bewegingen zien er het voordeel van in. Toch is er veel koudwatervrees om de eerste stappen op weg naar deze scheiding te zetten. Zeker bij politieke partijen die – is het een gebrek aan durf, aan historische kennis, aan begrip van het systeem? – krampachtig vasthouden aan de status quo.

Klimaatcrisis en covid-19

In het WRR-rapport blijven twee aspecten die van belang zijn voor het monetair-financieel stelsel onderbelicht. Allereerst besteedt het rapport geen aandacht aan de klimaatcrisis. En vanzelfsprekend is er geen aandacht voor de gevolgen van een pandemie - zoals de covid-19 crisis - voor het geldsysteem. Het rapport verscheen voordat iemand ook maar gehoord had van corona, of serieus nadacht over de gevolgen van een virus dat de wereld collectief lam legt.

Maar de klimaatcrisis was er al wel. Die vormt een bedreiging voor de stabiliteit van het monetair-financieel systeem. Bovendien is dat systeem van groot belang voor het vinden van oplossingen voor de klimaatcrisis. In dit rapport gaan we daarop in. We stellen de vraag hoe het monetair-financieel systeem de aanpak van klimaatproblemen beïnvloedt. Draagt het systeem bij aan de oplossing of remt

het de vooruitgang? En als dat laatste zo is, wat moeten we dan veranderen om ons geld in dienst te stellen van het terugdringen van klimaatverandering? Hoe gebruiken we het systeem om van een fossiele, koolstof gedreven economie om te schakelen naar een groene, duurzame economie?

Op dit soort vragen geeft dit rapport antwoorden. Maar, zoals gezegd, er ontstond een nieuwe crisis. Corona bracht de wereldeconomie krakend en piepend tot inertie. En daarmee ook het monetair-financieel systeem. Opnieuw moeten overheden ingrijpen. Anders dan bij de financiële crisis trekken overheden en hun centrale banken nu royaal de portemonnee. Het antwoord op de gezondheids-crisis is investeren in plaats van bezuinigen. Dat betekent: meer schulden. Publieke schulden, wel te verstaan. In dit rapport wordt niet ingegaan op de vraag of die publieke schulden een probleem zijn. De discussie tussen de economische kampen, waarin de een publieke schuld als een hypotheek op komende generaties ziet, en de ander publieke schuld als een noodzakelijke weg naar vooruitgang waarvan toekomstige generaties juist profiteren; die discussie diepen we in deze bundel niet uit. Maar we maken wel een heldere tweedeling. Private schulden van banken en andere financiële instellingen die onvoldoende bijdragen aan maatschappelijke wensen zijn onwenselijk. En publieke schulden die besteed worden aan verduurzaming en vergroening van de samenleving zijn zeer gewenst.

Publieke schulden die besteed worden aan verduurzaming en vergroening van de samenleving zijn gewenst

De vraag is nu of de overheidsinvesteringen, gedekt door centrale banken, bijdragen aan de maatschappelijke opgave om de klimaatcrisis te beteugelen. Helaas is dat niet, of te weinig, het geval. De reden daarvoor is vergelijkbaar met de voornaamste reden dat private partijen maar blijven investeren in vervuilende activiteiten en fossiel gedreven productie. Het kortetermijnbelang prevaleert bij investeringsbeslissingen. Zelfs voor overheden die niet alleen de werkgelegenheid op korte termijn op peil moeten houden, maar ook de verantwoordelijkheid voor werkgelegenheid en een leefbare wereld voor de verdere toekomst hebben. En zo dreigt een unieke kans om ons geld in te zetten op een manier die zowel de economie als het klimaat en milieu dient voorbij te gaan.

Vraag is natuurlijk waarom dat gebeurt. Daarvoor loont het naar de analyse en aanbevelingen in dit rapport te kijken. Want overheden hebben, net als financiële instellingen, last van bijziendheid. Waar bij financiële instellingen de aandeelhouders voortdurend in de nek hijgen van bestuur en directie om financiële winsten te maken, laten politici en overheden zich leiden door de korte termijn

van de electorale cyclus. Terwijl voor zowel investeringsbeslissingen van financiële instellingen als voor overheidsinvesteringen geldt dat veel kortetermijnbelangen tegenstrijdig zijn aan het maatschappelijke belang op de langere termijn.

Bijziend systeem

In het hiernavolgende rapport staan geen directe aanbevelingen om de politieke cultuur te veranderen. Het rapport richt zich op het monetair-financieel stelsel en constateert dat er aanwijsbare oorzaken zijn voor het gebrek aan investeringen in duurzame en groene initiatieven die de klimaat- en biodiversiteitscrisis kunnen helpen oplossen.

Het systeem is volledig ingericht op kortetermijnwinsten. Dat is de eerste en allergrootste belemmering voor een stelsel dat groene (klimaat en milieu) en linkse (gelijke kansen) waarden dient. Financiële instellingen voelen amper speelruimte om maatschappelijke en sociale belangen leidend te maken in hun investeringsbeslissingen, doordat de winsten op korte termijn te onzeker zijn. Pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen, die vanuit hun doelstelling niet snel hoeven te cashen op hun beleggingen, geven aan best in duurzame bedrijven en initiatieven te willen stappen, maar ook zij worden gestuurd door eisen aan rendement die daar geen geduld voor hebben.

Korte termijn winst gaat binnen het huidige systeem boven het maatschappelijk belang op de langere termijn

Daar zien we opnieuw de bijziendheid van de financiële instellingen. Want bij de risicoafweging van investeringen wordt er bij velen nogal wat over het hoofd gezien. De risico's die klimaatverandering en de teloorgang van de rijke biodiversiteit voor bedrijven en investeringen creëren worden nog veel te vaak niet, of niet volledig, meegerekend. Het gevolg is dat de geldstroom naar fossiele bedrijvigheid nog steeds veruit de investeringen in duurzame en groene alternatieven overstijgt. Bijziend: op korte termijn levert het meer op, op lange termijn zijn het investeringen in wat uiteindelijk *stranded assets* worden (bezit dat zijn waarde verliest). Opnieuw gaat hier korte termijn winst boven het maatschappelijk belang op de langere termijn.

Onderzoeker Dirk van Hoorn analyseert deze bijziendheid in dit rapport vakkundig. Nadat hij een analyse geeft van de factoren die het monetair-financieel systeem belemmeren bij het overschakelen op een duurzame en groene agenda, neemt hij de lezer bij de hand en presenteert de veranderingen die nodig zijn. Het doel is steeds duidelijk: het monetair-financieel systeem omvormen tot een

systeem dat dienstbaar is aan de samenleving. Niet (alleen) op de korte termijn, maar vooral op langere termijn. En niet (alleen) om snel winst te maken, maar vooral om op langere termijn de samenleving leefbaar en gezond te houden.

De aanbevelingen zijn voer voor politiek debat. De economie, en meer specifiek de manier waarop ons geldstelsel is georganiseerd, geeft steeds aanleiding voor grote tegenstellingen in het debat. Die meningsverschillen lopen langs lijnen van conservatieve en progressieve politiek, maar zeker ook langs lijnen van groene en bruine economische modellen.

Om de klimaatdoelen te halen is er een omslag nodig in de manier waarop financiële instellingen hun geld sturen

Hoe men hier politiek ook over denkt, er is een duidelijke doelstelling die we het komende decennium moeten halen. Die is geformuleerd in het Akkoord van Parijs, en vertaald in de Nederlandse Klimaatwet en de Europese *Green Deal*. Om die doelstellingen te halen is politieke besluitvaardigheid nodig. Er is gedragsverandering nodig bij bedrijven en burgers. Maar bovenal is er een omslag nodig in de manier waarop financiële instellingen hun geld sturen. Daar ligt de belangrijkste sleutel voor het realiseren van de omslag naar een duurzame, energieneutrale en fossielvrije toekomst.

De voorstellen in dit rapport helpen de financiële instellingen om precies dat te doen. Bij te dragen aan de maatschappelijke opgave die we collectief hebben. Bij te dragen aan het leefbaar houden van onze aarde en planeet. Maar het gaat niet zonder politieke actie. De politiek moet besluiten nemen om de regelgeving voor de financiële instellingen aan te passen, zodanig dat er ruimte ontstaat voor een divers financieel landschap dat elkaar niet beconcurrereert op snelle winsten maar op langetermijn maatschappelijke opbrengst.

Het politieke debat wordt nu nog vooral door een handvol specialisten gevoerd. Dat is niet alleen jammer, het is ook zeer onwenselijk. Met alle kennis die we opgedaan hebben na de financiële crisis van 2008, het uitvoerige onderzoek van de WRR en de lessen uit de huidige covid-19 crisis is er reden om dit debat hoger op de politieke agenda te krijgen. Het is tijd voor meer politieke sturing op ons monetair-financieel stelsel. Zodat ons geld op de langere termijn bijdraagt aan het leefbaar houden van onze wereld, nu en in de toekomst. Er ligt een opdracht voor de volgende regering.

Robbert Bodegraven

Voormalig Directeur Wetenschappelijk Bureau GroenLinks

1

Hoe hindert ons geldstelsel verduur- zaming?

"Money is the oxygen on which the fire of global warming burns."

Bill McKibben¹⁷

¹⁷ Bill McKibben schreef op 17 september 2019 een gelijknamig artikel voor *The New Yorker*.

Bezien vanuit de Nederlandse en Europese verduurzamingsopgave leidt ons huidige monetair-financieel systeem tot een verkeerde allocatie van financiële middelen en is het te instabiel voor het doorvoeren van de benodigde maatschappelijke transitie op de lange termijn. Dit hoofdstuk gaat dieper in op de onderliggende oorzaken, zoals de excessieve opbouw van private schulden en de kleine rol die verduurzaming speelt bij de vele investeringsbeslissingen van financiële instellingen. Maar eerst de kern van dit rapport: wat verstaan we nu onder 'ons monetair-financieel systeem' en wat zijn de verbanden met onze maatschappelijke verduurzamingsopgave?

We spreken van een monetair-financieel systeem in plaats van een monetair systeem omdat het monetaire en financiële deel nauw verweven zijn. Het monetaire deel beslaat dat deel van het systeem dat zich bezighoudt met de geldcreatie en -vernietiging. Naast de centrale bank spelen commerciële banken hier een grote rol in, aangezien zij met betaal- en spaarrekeningen een directe invloed hebben op de geldhoeveelheid. Als banken een krediet verlenen aan een klant, creëren zij ook een nieuw tegoed op een bankrekening: dit betekent een toename van de geldhoeveelheid.¹⁸ Het financiële deel beslaat alle financiële instellingen die zich bezighouden met kredietverlening, financiële transacties of de handel en ontwikkeling van financiële producten. Krediet (of schuld) en geld lopen in dit systeem dwars door elkaar heen: zo is het geld op betaalrekeningen in feite een schuld van banken aan rekeninghouders en doen sommige obligaties (schuldbewijzen) dienst als geld in brede zin (volgens de ruimste gelddefinitie (M3) voldoen sommige obligaties ook aan de voorwaarden voor een betaalmiddel).

De opkomst van securitisatie maakte het voor banken gemakkelijker om risicovolle producten aan andere financiële instellingen te verkopen

De verwevenheid in het monetair-financieel systeem blijkt ook uit de invloed die private financiële instellingen hebben op de ontwikkeling van de geldhoeveelheid (het monetaire deel van het systeem). Financiële instellingen richten zich zoals

18 Omdat commerciële banken hierbij slechts een fractie van de waarde van de kredieten die zij verstrekken in de vorm van basisgeld (M0) hoeven aan te houden, noemen we dit een systeem van fractioneel bankieren. Dit betekent dat de totale geldhoeveelheid niet slechts afhangt van de hoeveelheid basisgeld die de centrale bank instelt, maar het gevolg is van een samenspel tussen commerciële banken en (potentiële) afnemers van krediet.

gezegd op kredietverlening, het faciliteren van fusies en overnames en handel in financiële producten (zoals obligaties), maar sturen met deze activiteiten ook de ontwikkeling van de geldhoeveelheid. Commerciële banken spelen hierin een dominante rol, omdat zij met hun kredietverlening direct de geldhoeveelheid vergroten. Andere financiële instellingen kunnen niet direct geld creëren, zoals commerciële banken dat doen, maar bieden een uitweg voor banken om meer ruimte op hun balans vrij te maken voor het verhogen van de kredietverlening. Door financiële producten aan andere financiële instellingen te verkopen, krijgen banken meer ruimte om nieuwe kredieten te verstrekken. De opkomst van securitisatie stelde banken in staat om gemakkelijker risicovolle producten aan andere financiële instellingen te verkopen, terwijl het voor met name toezichthouders steeds moeilijker werd om duidelijk te doorgronden hoe groot de bijbehorende risico's nog waren en waar die precies lagen.¹⁹

Beleggingsfondsen met een lange horizon kunnen een belangrijke rol spelen bij maatschappelijke transities op de lange termijn

In het monetair-financieel systeem bestaan ook twee typen financiële instellingen met een sterk maatschappelijk karakter: publieke investeringsbanken²⁰ en institutionele beleggingsfondsen. De eerste zijn een direct instrument van overheden om in financiering te voorzien die financiële markten en instellingen niet (uit zichzelf) kunnen leveren. Deze rol kunnen publieke investeringsbanken vervullen door ofwel financiering uit de markt aan te trekken en zelf de risico's te dragen voor de gewenste maatschappelijke investeringen, ofwel deze risico's te delen met private investeerders. De tweede zijn beleggingsfondsen die zichzelf ten doel stellen om rendementen op de lange termijn te behalen; denk hierbij vooral aan pensioenfondsen, maar ook fondsen van (levens)verzekeraars en andere investeerders. Door hun lange beleggingshorizon kunnen zij investeringen doen die normaal

19 Securitatie is een proces waarbij commerciële banken hun uitstaande leningen bundelen, vaak via speciaal in het leven geroepen rechtspersonen, en kleine stukjes van het totaalpakket van leningen verkopen aan andere financiële instellingen. Zo kopen deze instellingen in feite een klein aandeel in alle uitstaande leningen, waardoor zij in theorie een aardig rendement krijgen zonder de risico's van elke individuele lening volledig te hoeven dragen. Zie: WRR, *Geld en schuld*, p. 98. Deze ontwikkeling speelde een grote rol in het ontstaan en de verspreiding van de financiële crisis in 2008.

20 Voorbeelden zijn Invest-NL voor Nederland en de EIB voor de Europese Unie.

voor financiële markten onaantrekkelijk zijn, waarmee ze een belangrijke rol kunnen spelen bij maatschappelijke transitie op de lange termijn. Daarbij geldt wel de kanttekening dat ook deze instellingen vatbaar zijn voor financiële ontwikkelingen op de korte termijn, doordat ze via transacties en bezittingen vaak sterk verweven zijn met financiële instellingen die wel op de korte termijn winsten willen behalen.²¹

Rol van publieke sturing

De verwevenheid binnen het monetair-financieel systeem zorgt ervoor dat er een belangrijke rol is weggelegd voor publieke sturing vanuit de centrale bank en vanuit wet- en regelgeving. Omdat commerciële banken tegenwoordig verantwoordelijk zijn voor de betaalinfrastuctuur en de spaartegoeden van huishoudens, zijn er ter bescherming van het publieke belang strenge regels en sterke toezichthouders ontwikkeld. De internationale bankregulering, ook wel bekend als de Bazel-akkoorden, bepaalt onder andere hoe hoog de kapitaalbuffers van banken moeten zijn voor de verschillende beleggingen die ze kunnen doen.²² Daarnaast is er een depositogarantiestelsel dat de tegoeden van huishoudens grotendeels garandeert, met een door banken gevuld fonds en een achterliggende garantie van de overheid.

Centrale banken houden toezicht op het functioneren van individuele banken en de investeringen die zij doen

Hiernaast probeert de centrale bank de kredietverlening en geldschepping van commerciële banken waar nodig bij te sturen. Het grootste sturingsinstrument van centrale banken bestaat uit het beïnvloeden van de rentestanden. Ook houden centrale banken toezicht op het functioneren van individuele banken en de investeringen die zij doen (micro-prudentieel toezicht). Hierbij kijken de toezichthouders of banken niet te grote risico's nemen afgaande op de risicovoorspellingen van

21 WRR, *Samenleving en financiële sector in evenwicht* (Den Haag 2016), p. 96-100; WRR, *Geld is schuld*, p. 96-99.

22 Deze verplichte kapitaalbuffers geven aan hoe hoog het eigen vermogen van banken moet zijn, oftewel het vermogen waarmee ze verliezen kunnen opvangen bij tegenvallende resultaten. Deze kapitaalbuffers bestaan dus primair uit door de bank uitgegeven aandelen (eigen vermogen), maar kunnen ook schulden bevatten die bij tegenvallende resultaten omgezet worden in aandelen (*convertible bonds*). De hoogte van de buffers is voor toezichthouders afhankelijk van het vermeende risico van de financiële producten waar een bank in investeert; zo zijn de vereiste buffers voor bedrijfsleningen hoger dan voor staatsobligaties. Dit correspondeert in de praktijk niet per se perfect met het daadwerkelijke risico dat deze financiële producten hebben.

econometrische modellen. Daarnaast houden centrale banken ook toezicht op de stabiliteit van het systeem als geheel en de mogelijke ontwikkeling van systeemrisico's (macro-prudentieel toezicht).

In tijden van crisis speelt de centrale bank ook een belangrijke rol. Een van de crisistaken is het beschikbaar stellen van noodfinanciering voor noodlijdende banken, zodat deze niet failliet gaan door plotseling tegenvallende rendementen op hun investeringen. Het depositogarantiestelsel helpt hierbij door de kans op *bankruns* te verkleinen, omdat huishoudens geen prikkel hebben om massaal geld van hun bankrekening te halen. Tijdens de laatste crisis besloten centrale banken om massaal obligaties (schuldbewijzen) van bedrijven en overheden in Eurozonelanden op financiële markten op te kopen in de hoop dat een financiële injectie de reële economie op gang zou brengen.²³ Onderzoekers zijn echter kritisch over de effectiviteit van dit ruime monetaire beleid en wijzen zelfs op mogelijke ongewenste gevolgen.²⁴

Geografische reikwijdte

De internationale verwevenheid van financiële instellingen maakt de afbakening van ons monetair-financieel systeem lastig. Niet alleen beslaat ons monetair systeem inmiddels de gehele Eurozone met een centrale bank in Frankfurt, de commerciële banken en andere instellingen die in ons systeem een rol spelen opereren op een wereldwijde schaal. Door het verschil in reikwijdte van het monetaire deel (EU) en het financiële deel (globaal) ontbreekt een natuurlijke grens voor ons monetair-financieel systeem.

Toch kiezen we voor een afbakening voor ons monetair-financieel systeem. Als hoogste niveau kijken we naar ontwikkelingen op de schaal van de Eurozone, waarbinnen de ECB fungeert als hoogste toezichthouder en centrale bank. De mondiale Bazel-regelgeving speelt hier natuurlijk een belangrijke rol, maar de focus ligt op de implementatie in Europese regelgeving. Ook besteden we aandacht aan ontwikkelingen en mogelijkheden voor Nederland op Eurozone-niveau. We kijken naar de verbanden tussen het monetair-financieel systeem en de verduurzamingsopgave op Nederlandse en Europese schaal. Uiteindelijk leidt dit rapport tot aanbevelingen aan zowel Nederlandse als Europese beleidsmakers.

23 Aangeduid als 'Quantitative Easing' of kwantitatieve verruiming: het op grote schaal opkopen van obligaties.

24 Zo geven ECB-economen aan dat het effect heeft (zie: Roland Beck, Ioana Duca en Livio Stracca, 'Medium term treatment and side effects of quantitative easing: international evidence', *ECB Working Paper* (2019) nr. 2229), terwijl CPB-onderzoekers aantonen dat dat moeilijk hard te maken is (zie: CPB, 'Effecten van onconventioneel monetair beleid zijn niet aangetoond', *CPB*, 10 december 2019).

Verbanden met verduurzaming

In theorie zijn er drie kanalen waarlangs ons monetair-financieel systeem verband houdt met de verduurzamingsopgave: de gehanteerde rentevoet, de weerbaarheid van het systeem en de allocatie van financiële middelen. Hierbij kiezen we bewust voor een brede benadering van de verbanden tussen het monetair-financieel systeem en de transitie naar een duurzame samenleving. De smalle focus concentreert zich slechts op de financiering van duurzame activiteiten en de vraag waarom er te weinig middelen beschikbaar zouden zijn voor verduurzaming. Onze brede benadering kijkt zowel naar de financiering van duurzame activiteiten, als naar andere zaken zoals de financiële stabiliteit en het monetaire beleid van de ECB. Deze bredere benadering volgt uit de drie hierboven genoemde verbanden tussen het functioneren van ons monetair-financieel systeem en de gevolgen daarvan voor de verduurzaming van de samenleving.

Exponentiële economische groei in een eindige wereld lijkt op termijn een onhoudbare ontwikkeling

De positieve rentevoet is een van de belangrijkste onderwerpen in de klassieke discussie over de knelpunten tussen economie en duurzaamheid.²⁵ Door een positieve rentevoet op financiering moeten investeringen altijd renderen; bij samengestelde rente (rente op rente) groeien de benodigde rendementen zelfs exponentieel. Exponentiële economische groei in een eindige wereld lijkt op termijn een onhoudbare ontwikkeling. Dergelijke overwegingen voeden de gedachte om maatschappelijk welzijn te ontkoppelen van economische groei of economische groei in de toekomst zelfs te voorkomen.²⁶ Hierbij valt echter een kanttekening te plaatsen. Economische waarde vertegenwoordigt niet altijd een bepaalde materiële waarde en legt dus niet per definitie een steeds groter beslag op natuurlijke bronnen.

Bij een positieve rentevoet worden ontwikkelingen (ver) in de toekomst ook minder belangrijk voor beslissingen in het hier en nu. In het huidige systeem is 100 euro ver in de toekomst immers minder waard dan 100 euro nu, omdat de

25 Een positieve rentevoet betekent in essentie dat het terugbetalen van een lening altijd een hoger bedrag vergt dan de waarde van lening zelf. Dit vraagt om een toename van economische waarde en maakt economische groei dus onvermijdelijk. Zie bijvoorbeeld: Peter A. Victor en Brett Dolter (red.), *Handbook on Growth and Sustainability* (Cheltenham 2017), p. 344-346.

26 Kate Raworth, *Doughnut economics: seven ways to think like a 21st-century economist* (Vermont 2017).

100 euro die je nu bezit nog jaren kan renderen.²⁷ Op een vergelijkbare manier is een verlies van 100 euro in de verre toekomst minder erg dan een verlies van 100 euro op de korte termijn. De crux zit hem hierbij in samengestelde rente, dus rente op rente, waardoor de waarde van vermogen exponentieel toeneemt: met een rente van 3 procent verdubbelt ongeveer elke 23,5 jaar de waarde, wat betekent dat een vermogen van 1.000 euro in nog geen 50 jaar 4.000 euro wordt. Omgekeerd is vanuit een financieel perspectief 4.000 euro over 50 jaar evenveel waard als 1.000 euro nu. Door de opeenstapeling van rendementen neemt de huidige waarde van toekomstige effecten af naarmate ze verder in de toekomst plaatsvinden. Dit zorgt er dus voor dat zelfs grote financiële verliezen als gevolg van klimaatverandering een klein effect hebben op huidige investeringsbeslissingen, omdat ze vaak ver in de toekomst plaatsvinden. Omgekeerd betekent dit dat de financiële waarde van investeringen in het tegengaan van klimaatverandering relatief laag is, omdat de baten hiervan pas over een lange tijd merkbaar zijn.

Een kwetsbaar en instabiel monetair-financieel systeem vormt een hindernis voor verduurzaming

Ook van belang is de weerbaarheid van het monetair-financieel systeem in samenhang met de conjunctuurencyclus²⁸ van de reële economie. Wanneer de economische groei (in sommige sectoren) tegenvalt, kan dat gevolgen hebben voor de financiële positie van banken en andere financiële instellingen. Het monetair-financieel systeem kan deze economische schokken opvangen door buffers aan te spreken. Door risicodiversificatie kan het de klappen verdelen. Het kan de tegenvallende groei ook versterken door kredietverlening te verleggen naar andere sectoren in de economie. Verduurzaming, net als andere maatschappelijke transitieën over een lange periode, vraagt om een stabiele economische ontwikkeling, met voldoende beschikbare financiering en economische zekerheid voor huishoudens, bedrijven en overheden. Een kwetsbaar en instabiel monetair-financieel systeem vormt daarbij een hindernis.

27 Dit werkt in principe hetzelfde als inflatie: 100 euro is in de toekomst in reële termen veel minder waard dan datzelfde bedrag nu waard is, des te verder weg in de toekomst des te lager de huidige reële waarde. Zie: Bernard A. Lietaer, Christian Schneider-Arnspurger en Sally Goerner, *Money and sustainability: the missing link* (Charmouth 2012), p. 81-83.

28 De conjunctuurencyclus beschrijft de golfbeweging van de economie van aantrekkende en afnemende groei of krimp.

Ten slotte heeft de allocatie van financiële middelen door het monetair-financieel systeem ook belangrijke gevolgen voor de verduurzamingsopgave. Het mes snijdt hier aan twee kanten: enerzijds het beperken van financiering voor activiteiten die klimaatverandering versterken, anderzijds het vergroten van financiering voor zaken die klimaatverandering tegengaan. Een verschuiving van investeringen in fossiele energie naar investeringen in herstel van bossen heeft een dubbel effect op klimaatverandering: minder geld voor CO₂-uitstoot en meer geld voor CO₂-opname. De allocatie van financiële middelen hangt uiteindelijk af van de prikkels die individuele financiële instellingen ervaren en overheidsbeslissingen over publieke middelen.

Afbakening van het onderzoek

Hoewel er meerdere ontwikkelingen zijn die buiten het bereik van dit rapport vallen, achten we het van belang om er drie nadrukkelijk te benoemen: CO₂-beprijzing, transparantie en 'schaduwbanken'. Hoewel deze drie beleidsterreinen een rol spelen in het functioneren van ons monetair-financieel systeem, en dus van belang zijn bij het hervormen ervan, blijven ze in dit onderzoek grotendeels buiten beschouwing. Wel lichten we aan het einde van hoofdstuk drie toe hoe de voorgestelde hervormingen relateren aan deze drie onderwerpen. Ook benoemen we eventuele aanknopingspunten voor toekomstig onderzoek en beleid.

De verduurzamingsopgave

Het is van belang om een concrete definitie van 'duurzaamheid' en 'verduurzaming' te kiezen. Waar duurzaamheid inmiddels tot een zeer breed concept verworpen is, maken we de keuze om een smalle definitie te hanteren. Dit is in onze ogen noodzakelijk om concrete aanbevelingen te kunnen doen die nauw aansluiten bij de praktijk en niet blijven hangen in abstracties en algemeenheden. Hierbij kijken we met name naar duurzaamheid met betrekking tot klimaatverandering. Duurzaamheid heeft hierbij vooral een lading voor de toekomst: onze huidige levensstijl moet in balans zijn met de mogelijke levensstijl van onze nakomelingen. We definiëren een 'duurzame samenleving' dus als 'een samenleving met een collectieve levensstijl die haar nakomelingen niet beperkt in de mogelijkheid eenzelfde levensstijl te hebben'.²⁹

29 Deze definitie sluit aan bij de gangbare definities van duurzaamheid, zoals die uit het Brundtland-rapport (zie: Gro Harlem Brundtland, *Report of the World Commission on Environment and Development: Our Common Future* (Oslo 1987); Robert O. Vos, 'Defining sustainability: a conceptual orientation', *Journal of Chemical Technology & Biotechnology: International Research in Process, Environmental & Clean Technology*, jaargang 82 (2007) nr. 4, p. 334-339). De crux van de gekozen definitie is dat sommige keuzes in het heden een onomkeerbare negatieve invloed hebben op de levensstandaard van toekomstige generaties. Een duurzame samenleving coördineert haar keuzes zodanig dat de uitkomst van het geheel aan individuele keuzes die negatieve gevolgen minimaliseert.

Kijkend naar klimaatverandering gaat het om een samenleving waarvan de levensstijl geen nadelige invloed heeft op het toekomstige klimaat en de structurele temperatuurstijging dus beperkt blijft.

Afgaande op deze definitie biedt de Monitor Brede Welvaart³⁰ een goed startpunt voor mogelijke indicatoren van duurzaamheid en verduurzaming. De Nederlandse planbureaus hebben deze Monitor ontwikkeld met een duidelijk oog voor de invloed van onze welvaart op de mogelijke levensstijl van mensen 'elders en later', waar klimaatverandering een duidelijk voorbeeld van is. Voor het meten van onze brede welvaart in relatie tot klimaatverandering hanteert de Monitor verschillende indicatoren voor energieverbruik, uitstoot van broeikasgassen en de beschikbaarheid van (duurzame) energie. Deze drie groepen indicatoren zijn een goede reflectie van de klimaatdoelstellingen uit het huidige Regeerakkoord, gebaseerd op de EU-doelstellingen en het Parijs-akkoord; namelijk het verminderen van het energieverbruik (-20 procent in 2020), een reductie van de uitstoot van broeikasgassen (-49 procent in 2030, -95 procent in 2050) en een toename van de opwekking van duurzame energie (14 procent van binnenlandse consumptie in 2020). Het nationale energieverbruik, de uitstoot van broeikasgassen en het percentage opgewekte duurzame energie ten opzichte van de totale energieconsumptie zijn om die reden goede indicatoren om het verduurzamen van de samenleving te meten volgens onze smalle definitie.

Een duurzame samenleving wordt gekenmerkt door een collectieve levensstijl die geen nadelige invloed heeft op het toekomstige klimaat

Naast het tegengaan van klimaatverandering zijn er nog vele andere verduurzamingsopgaven, waarvan een aantal verbonden is met de klimaatopgave. Een goed voorbeeld van zo'n alternatieve verbonden opgave is de transitie naar een circulaire economie; het volledig circulair maken van grondstofkringlopen levert in potentie een enorme reductie op in de uitstoot van broeikasgassen. Hoewel het principe van een circulaire samenleving goed verenigbaar is met onze definitie van een duurzame samenleving, is het moeilijker om geschikte indicatoren te vinden

30 CBS, *Monitor Brede Welvaart 2018* (Den Haag 2018).

die 'circulariteit' meten op het niveau van onze samenleving.³¹ Bovendien is voor de klimaatopgave het vraagstuk met betrekking tot de financiering zeer concreet uitgewerkt,³² terwijl dit voor andere verduurzamingsopgaven in mindere mate geldt. Om deze redenen verkiezen wij de klimaatopgave als definitie voor verduurzaming boven vergelijkbare uitdagingen.³³

De kern van de klimaatopgave bestaat uit het verminderen van het gebruik van fossiele energiebronnen en het stimuleren van het gebruik van duurzame energiebronnen

De kern van de klimaatopgave bestaat uit het verminderen van het gebruik van fossiele energiebronnen en het stimuleren van het gebruik van duurzame energiebronnen. Deze energietransitie vraagt een enorme hoeveelheid financiering, die op dit moment nog bij lange na niet beschikbaar is. Het Internationaal Energie Agentschap (IEA) schat dat, om de opwarming te beperken tot 2°C, groene investeringen wereldwijd moeten groeien tot jaarlijks één biljoen vanaf 2030.³⁴

Voor de Nederlandse klimaatdoelen schatten onderzoekers het benodigde extra bedrag op zo'n 30 miljard euro per jaar tot 2040.³⁵ Hierbij gaat het, zeker in de gebouwde omgeving, transport en industrie, voor een groot deel om *non-mainstream*-technologieën en projecten – minstens 15 miljard euro per jaar – waar nog geen rendabele financiering voor bestaat.³⁶ De Europese Commissie

31 Zo biedt de Monitor Brede Welvaart een indicator voor het totale binnenlandse materialengebruik, maar maakt deze geen onderscheid tussen verschillende materialen. Een dergelijk onderscheid is echter belangrijk, omdat verschillende materialen verschillende niveaus van schaarste kennen.

32 Zie bijvoorbeeld PBL, *Investerings energietransitie en financierbaarheid*.

33 Hoewel de transitie naar een circulaire samenleving dus minder goed te meten is dan de ontwikkelingen voor het tegengaan van klimaatverandering, kunnen we veronderstellen dat beide ontwikkelingen op een vergelijkbare manier functioneren binnen het huidige financiële systeem: als een milieuwinst die niet (altijd) in financiële indicatoren (rendement, winst) terug te zien is. Op deze manier is de uitwerking van het geldstelsel voor verduurzaming voor beide opgaven vergelijkbaar en kunnen de beoogde oplossingen dus ook overeenkomen.

34 DNB, *Knelpunten in de financiering van groene investeringen*.

35 PBL, *Investerings energietransitie en financierbaarheid*. Deze 30 miljard euro is inclusief de investeringen die voorzien zijn in het basispad dat uitkomt op 30 procent CO₂-reductie in 2040.

36 *Non-mainstream* wil hier zeggen dat projecten lastig te financieren zijn door technologische onzekerheden, (te) kleine schaal, (te) hoge opstartkosten en/of nieuwe rechts- en organisatievormen. Zie: PBL, *Investerings energietransitie en financierbaarheid*.

schat dat jaarlijks minstens 260 miljard euro extra nodig is om de huidige Europese klimaatdoelen voor 2030 te halen. Als de klimaatdoelen in lijn met de *Green Deal* aangescherpt worden loopt dit bedrag natuurlijk op.³⁷

Daar staat tegenover dat er momenteel in Nederland en elders in Europa een toename is van kapitaal dat op zoek is naar een maatschappelijk verantwoorde bestemming. De waarde van financiële producten in Europa die voldoen aan criteria voor maatschappelijk verantwoord investeren groeide in 2018 al met 12 biljoen euro.³⁸ De jaarlijkse investeringen in duurzame energie vertegenwoordigen echter slechts een fractie van deze waarde: 75 miljard euro voor Europa³⁹ en nog geen 15 miljard euro voor Nederland.⁴⁰ Dit is voor de klimaatdoelen van zowel de EU als Nederland nog niet eens de helft van het benodigde bedrag aan verduurzamende investeringen per jaar. Voor Nederland gaan deze investeringen dan ook nog eens voornamelijk naar de meer *mainstream*-technologieën en projecten, zoals versterking van netwerken en grootschalige uitrol van wind- en zonneparken.⁴¹

Om de huidige klimaatdoelen te halen moet de beschikbare financiering voor verduurzamende investeringen verdubbelen

Het is belangrijk om niet alle verduurzamende investeringen over één kam te scheren. Het rapport van het Planbureau voor de Leefomgeving (PBL) verdeelt de benodigde verduurzamende investeringen over een aantal sectoren en toont aan dat de knelpunten van sector tot sector verschillen.⁴² Investeringen in de verduurzaming van de gebouwde omgeving hebben bijvoorbeeld een zekere, maar relatief lange, terugverdientijd. Bovendien verlangen de afnemers van producten of diensten (vaak huiseigenaren) relatief vaak maatwerk. Bij sommige projecten met windenergie, biomassa en zonnepanelen vormt de kleine schaal een hindernis voor

37 Bij de huidige doelstellingen van 40 procent CO₂-reductie in 2030 ligt het bedrag in een marge van 175 tot 290 miljard euro, maar bij een aanscherping van de reductiedoelstelling tot 55 procent volgens de *Green Deal* loopt dit bedrag gemakkelijk op tot 300 à 400 miljard euro. Zie: Claeys, Grégory, Tagliapietra, Simone en Bruegel, 'A trillion reasons to scrutinise the Green Deal Investment Plan', *Bruegel*, 15 januari 2020.

38 Global Sustainable Investment Alliance, 2018: *Global Sustainable Investment Review* (2018).

39 BloombergNEF, 'Clean Energy Investment Trends 2018', 16 januari 2019, <https://data.bloomberglp.com/professional/sites/24/BNEF-Clean-Energy-Investment-Trends-2018.pdf>.

40 Energieonderzoek Centrum Nederland (ECN), *Nationale Energieverkenning 2017* (Amsterdam/Petten 2017).

41 ECN, *Nationale Energieverkenning 2017*, p. 188-189; PBL, *Investeren energietransitie en financierbaarheid*, p. 8.

42 PBL, *Investeren energietransitie en financierbaarheid*.

het krijgen van financiering. Voor de verduurzaming van de industrie en transport zijn veel risicovolle, innovatieve projecten nodig. Momenteel is hier vooral een gebrek aan durfkapitaal en ander risicodragend vermogen.

De energietransitie vraagt om financiering voor projecten: met lange-termijn rendementen, onvoorspelbare risico's, die vragen om maatwerk

De energietransitie vereist daarom een financieringsaanbod dat past bij projecten met (een combinatie van) potentieel rendement op de lange termijn, onvoorspelbare risico's en maatwerk. Het is moeilijk om van tevoren de beste weg naar de beoogde klimaatdoelen in te schatten. Daarom vraagt de energietransitie om financiering die voor de langere termijn beschikbaar is en tegelijkertijd bestand is tegen allerlei, soms onvoorspelbare, risico's. Ook zijn de initiële investeringen vaak hoog vergeleken met de (financiële) opbrengsten en duurt het in veel gevallen lang voordat investeringen rendabel worden. Bijkomend aspect van de energietransitie is dat er veel (burger)initiatieven op kleine schaal ontstaan. De financiering van zulke kleinschalige initiatieven vereist ook nog eens maatwerk, omdat de rendementen en bijkomende risico's in elk geval anders kunnen zijn.

Hindernissen voor verduurzaming

Aan de hand van de eerder beschreven thema's (zie paragraaf: 'Verbanden met verduurzaming' eerder in dit hoofdstuk) onderzoeken we de belangrijkste hindernissen in ons monetair-financieel systeem voor het slagen van de verduurzamingsopgave. Allereerst de allocatie van kapitaal, waar het mes aan twee kanten snijdt. Vervolgens beschrijven we hoe de gebrekkige weerbaarheid van het systeem ook de verduurzaming van de samenleving in de weg staat. Ten slotte komen rentevoeten en rendementen aan bod, waarbij de waardering van ontwikkelingen op de lange termijn een cruciale rol speelt. Deze hindernissen spelen een rol in het ontstaan van een tekort aan financiering voor verduurzaming van circa 260 miljard euro en 30 miljard euro per jaar voor respectievelijk de Europese Unie en Nederland.

Allocatie van kapitaal

Een eerste probleem is dat de gevolgen voor klimaatverandering onvoldoende meewegen in investeringsbeslissingen. Het ontbreken van een voldoende hoge CO₂-prijs speelt hierbij een belangrijke rol. Zo schommelt de prijs voor één ton CO₂-uitstoot in de Europese emissiemarkt het afgelopen jaar tussen de 25 en

30 euro, terwijl deze prijs pas bij een veelvoud hiervan echt effectief wordt.⁴³ Daarom zijn investeringen die goed zijn voor het klimaat nu minder rendabel dan maatschappelijk gezien wenselijk is, met als gevolg te weinig investeringen in duurzame projecten.

De gevolgen voor klimaatverandering wegen onvoldoende mee in investeringsbeslissingen

Hiernaast is er een gebrek aan risicodragend vermogen voor innovatieve duurzame projecten met hoge en onbekende financiële risico's. Dit is inherent aan een monetair-financieel systeem waarin commerciële banken een dominante rol spelen, zoals in Europa en Nederland het geval is.⁴⁴ Banken zijn goed in staat om door monitoring en beïnvloeding de financiële risico's van bekende debiteuren in te schatten en op termijn zelfs te beperken. Ze zijn echter minder goed als het gaat om het inschatten van nieuwe, nog onbekende, risico's. Omdat ons monetair-financieel systeem historisch gezien draaide om bankfinanciering heeft het aanbod van risicodragende financiering via financiële markten zich slechts in beperkte mate ontwikkeld. Momenteel stelt de Nederlandse overheid via Invest-NL 1,7 miljard euro aan risicodragend kapitaal ter beschikking; slechts een druppel op een groeiende plaat vergeleken met de benodigde financiering voor vernieuwende, risicovolle technologieën van 15 miljard euro per jaar.

Ten slotte zijn er ook verduurzamende investeringen waarvan de financiering te veel maatwerk vraagt om voor financiële markten en instellingen aantrekkelijk te

43 De benodigde CO₂-prijs om verduurzamende investeringen rendabel te maken verschilt per technologie, maar ligt altijd (vele malen) hoger dan 25 euro: CO₂-afvang circa 40 euro, Nederlandse kolencentrales vervangen door gascentrales circa 90 euro, windparken op zee circa 170 euro. Zie: E. Begemann, L. Long en M. Neelis, *The waterbed effect and the EU ETS. An Explanation of a Possible Phasing out of Dutch Coal Fired Power Plants as an Example* (Utrecht 2016); Frans Rooijers e.a., *CCS bittere noodzaak bij stringent klimaatbeleid: De economische impact van Carbon Capture Storage* (Delft 2014). Internationale organisaties zoals het *UN Global Compact* roepen bedrijven op om te rekenen met een prijs van minstens 100 euro per ton (zie: <https://www.unglobalcompact.org/news/3361-04-22-2016>). Tegelijkertijd zijn er maatschappelijke organisaties die op basis van de maatschappelijke kosten tot een CO₂-prijs van enkele honderden euro's komen (zie bijvoorbeeld: Klimaatverbond Nederland, *Van Parijs naar een CO₂-prijs: Rekenen met de toekomst* (2019).

44 Jakob de Haan, Dirk Schoenmaker en Peter Wierdsma. *Financial markets and institutions: A European perspective* (Cambridge 2020); Alexander Popov, 'Evidence on finance and economic growth', in: Thorsten Beck en Ross Levine (red.), *Handbook of Finance and Development* (Cheltenham 2018), p. 63-106.

zijn. Dit geldt bijvoorbeeld voor initiatieven voor kleinschalige opwekking van duurzame energie en investeringen in de verduurzaming van de gebouwde omgeving. Omdat al deze individuele projecten in opzet en uitvoering kunnen verschillen en bovendien vaak geen voorgeschiedenis hebben waarop financiers hun beslissing kunnen baseren, moeten banken en andere financiële instellingen relatief veel kosten maken om dergelijke projecten te financieren. Bovendien gaat het bij dergelijke projecten door hun kleine schaal vaak om kleine investeringen, welke voor de meeste financiële instellingen simpelweg financieel niet interessant zijn. Het bundelen van dergelijke projecten en het verdelen van de individuele risico's zou kunnen helpen om grote financiers aan te trekken, maar mogelijk zijn deze projecten gemakkelijker te financieren met constructies die kleinschaliger en persoonlijker van aard zijn (zoals kredietunies, regionale banken of *crowdfunding*).

Weerbaarheid van het systeem

De weerbaarheid van het monetair-financieel systeem komt tot uiting in de stabiliteit van de kredietverlening door financiële instellingen, de diversiteit van de partijen in het monetair financieel systeem en de mate waarin financiële instellingen in staat zijn om zelf te herstellen na economische schokken. Hierbij is vooral van belang hoe instellingen in het monetair-financieel systeem met hun kredietverlening de ontwikkeling van de reële economie beïnvloeden en in staat zijn om schokken in diezelfde reële economie op te vangen.

De ontwikkeling van de kredietverlening door commerciële banken vergroot nu de instabiliteit van de reële economie, wat de financiering van de energietransitie bemoeilijkt.⁴⁵ Banken, maar ook klanten en toezichhouders, zijn geneigd zich mee te laten slepen met de economische cyclus, waardoor er te veel krediet beschikbaar is in goede tijden, en vice versa.⁴⁶ Er bestaat zelfs een risico dat banken en hun medewerkers financiële prikkels ervaren om zoveel mogelijk leningen te verstrekken in goede tijden, wat een volgende crisis alleen maar verergert.⁴⁷ Overheidsbeleid om de opbouw van schulden af te remmen is momenteel ontoereikend. Het bestaat er voornamelijk uit de schuld af te trekken van te betalen

45 Claudio Borio, 'The financial cycle and macroeconomics: What have we learnt?', *Journal of Banking & Finance*, jaargang 45 (2014), p. 182-198; Claudio Borio, 'On Money, Debt, Trust, and Central Banking', *BIS Working Papers* (2019) nr. 763.

46 SFL, *De Geldkwestie*.

47 Hoe hoger het schuldniveau van verschillende partijen in de economie, hoe harder ze hun uitgaven beperken in tijden van crisis. Zie: Atif Mian en Amir Sufi, *House of debt: How they (and you) caused the Great Recession, and how we can prevent it from happening again* (Chicago 2015). Hierdoor is de economische neergang nog eens extra zwaar. Dit geldt zeker voor Nederland, omdat huishoudens hier relatief weinig vrij vermogen hebben om inkomensschokken op te vangen. Het grootste gedeelte staat 'vast' als woning of pensioen.

belasting, waardoor schuld financieel aantrekkelijker is dan financiering met eigen vermogen. Dit geldt zowel voor bedrijven als huishoudens (bijvoorbeeld via de hypotheekrenteaftrek). Daarnaast zijn ook leennormen ten opzichte van woningwaarde en inkomen voor hypotheeklen in Nederland nog relatief ruim, al heeft de overheid inmiddels wel het initiatief genomen om deze normen aan te scherpen om de financiële stabiliteit te verhogen.⁴⁸

Door het versterken van de groei-crisis-cyclus remt het monetair-financieel systeem investeringen in duurzaamheid

De cycli van groei en crisis raken echter niet alleen financiële instellingen, maar ook andere bedrijven, huishoudens en overheden. Hierdoor moeten deze partijen rekening houden met de extra onzekerheid van een mogelijke crisis, als zij een gunstig transitiepad voor de langetermijnplannen. Financiële crises zorgen er niet alleen voor dat zij minder ruimte hebben om de benodigde duurzame investeringen te doen, ook vermindert de prioriteit van dergelijke investeringen vaak in crisistijd.⁴⁹ Door het versterken van de groei-crisis-cyclus zorgt het monetair-financieel systeem er niet alleen voor dat het voor alle partijen risicovoller wordt om de benodigde investeringen voor de energietransitie op de lange termijn vast te leggen, partijen hebben ook minder middelen om mogelijke transitiekosten op te vangen en staan bovendien minder open voor radicale hervormingen.⁵⁰

Om een meer stabiele ontwikkeling van de kredietverlening te bereiken is het van belang dat niet alle financiële instellingen in het monetair-financieel systeem dezelfde zwakke plekken hebben of in (te) hoge mate afhankelijk zijn van elkaar voor financiering. Wanneer dit wel het geval is raakt een economische schok in een specifieke sector of regio meerdere instellingen op dezelfde manier, waarna deze instellingen elkaar nog verder verzwakken door hun wederzijdse financiering uit voorzorg radicaal te beperken. Een hoge mate van wederzijdse afhankelijkheid leidt snel tot een domino-effect; als banken het vertrouwen in elkaar kwijtraken

48 Johan Verbruggen e.a., 'Effecten van een verdere verlaging van de LTV-limiet', *DNB Occasional Studies*, jaargang 13 (2015) nr. 2.

49 Frank Geels, 'The impact of the financial-economic crisis on sustainability transitions: Financial investment, governance and public discourse', *Environmental Innovation and Societal Transitions* jaargang 6 (2013), p. 67-95.

50 Ibidem.

stellen ze geen financiering meer ter beschikking voor andere banken.⁵¹ Dit zagen we ook gebeuren bij de afgelopen financiële crisis.

De diversiteit van het monetair-financieel systeem komt de komende jaren naar verwachting steeds verder onder druk te staan.⁵² De kosten van groeiende regel-druk⁵³ en tegenvallende financiële prestaties dwingen sommige banken tot consolidatie om kosten te verminderen en winstmarges te verbeteren. De economische gevolgen van de coronacrisis zullen deze ontwikkeling ongetwijfeld alleen maar versterken. Hierbij komt nog eens dat de voortzetting van de lage rentestand⁵⁴ het verdienmodel van kleinere banken harder raakt dan grote, systeemrelevante banken, omdat banken uit de laatste groep ook een substantieel deel van hun omzet genereren met lucratieve diensten die niet van de rentestand afhankelijk zijn.⁵⁵ Ook zijn er sterke aanwijzingen dat de meeste Europese landen simpelweg te veel banken hebben om als sector nog winstgevend te zijn. Hierdoor zou verdere consolidatie onvermijdelijk zijn.⁵⁶

Financiële instellingen moeten niet dezelfde zwakke plekken hebben of in (te) hoge mate afhankelijk zijn van elkaar

Hoewel consolidatie in de bankensector via kostenbesparingen tot lagere financieringskosten kan leiden, wat niet ongunstig is voor verduurzaming, is diversiteit in het monetair-financieel systeem toch van essentieel belang voor verduurzaming op de lange termijn. Naast het feit dat een systeem met een veelvoud aan

51 Deze hoge mate van verwevenheid tussen financiële instellingen maakt het ook moeilijk voor overheden om niet in te grijpen bij mogelijke faillissementen, daar één faillissement mogelijk de rest van het systeem verzwakt.

52 Patty Duijm en Dirk Schoenmaker, 'European bank mergers: domestic or cross-border?', *Bruegel*, 21 juni 2018.

53 De Bank of International Settlements (BIS) publiceerde de afgelopen tien jaar zo'n 3.000 pagina's aan bankregulering, welke vervolgens is omgezet in nationale en Europese regelgeving. In totaal beslaat het Bazel-boekwerk nu 5.440 pagina's. Zie: The End of Banking, 'How banking regulation has grown out of all proportions', <https://www.endofbanking.org/2018/05/22/how-banking-regulation-has-grown-out-of-all-proportions/>.

54 Het primaire deel van hun omzet genereren banken met het verschil tussen de rente die ze betalen op hun verplichtingen en de rente die ze ontvangen op hun bezittingen; hoe lager de rente, hoe kleiner dit verschil.

55 Denk hierbij aan adviezen over een beursgang of fusies en overnames. Zie: Jaap Bikker en Iryna Okolelova, 'Meer concurrentie tussen banken sinds Europees banktoezicht', *Economisch Statistische Berichten* 104 (2019), p. 546-549.

56 Marco Pagano e.a., 'Is Europe Overbanked?', *Reports of the Advisory Scientific Committee* (2014).

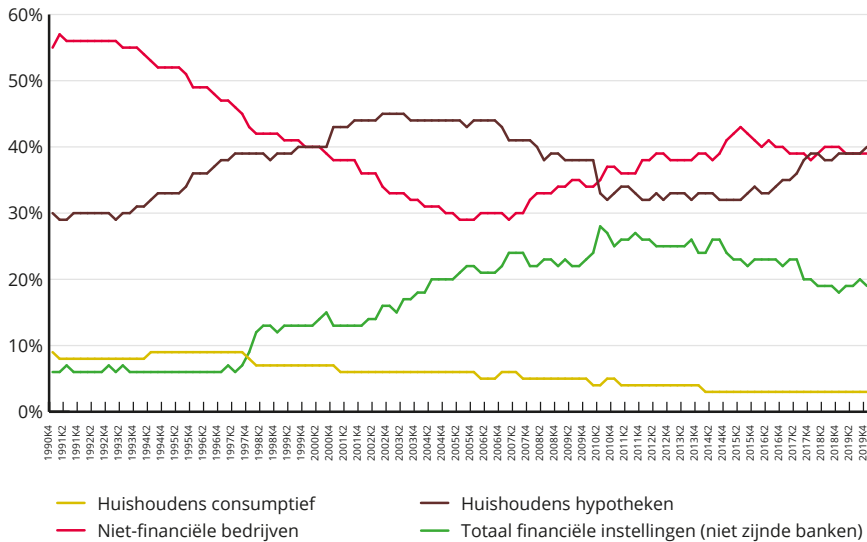
verdienmodellen en eigendomsstructuren beter is in het dempen van economische schokken⁵⁷ en leidt tot een stabielere ontwikkeling van de kredietverlening,⁵⁸ zijn kleine, gespecialiseerde banken ook beter in het financieren van vernieuwende, innovatieve projecten en bedrijven.⁵⁹ Dit maatwerk is heel belangrijk bij de transitie naar een duurzame samenleving, omdat veel van de benodigde veranderingen draaien om de implementatie van technologieën, samenwerkingsverbanden en verdienmodellen die sterk afwijken van het huidige 'normaal'.

Ten slotte is ook het herstellend vermogen van financiële instellingen cruciaal voor de weerbaarheid van ons monetair-financieel systeem. Dit herstellend vermogen vertegenwoordigt de mate waarin financiële instellingen in staat zijn om economische schokken op te vangen, met andere woorden: hun kapitaalbuffers.⁶⁰ Internationale bankregulering kijkt bij het bepalen van de hoogte van deze buffers naar twee definities: de *leverage ratio*⁶¹ (hefboomratio) en de *Common Equity Tier (CET) 1*-kapitaalratio⁶². Het grootste verschil tussen deze twee is dat de tweede ratio specifieke gewichten aanhoudt voor de risico's van verschillende typen bankbezittingen.⁶³ Banken kunnen hierbij kiezen voor de standaardgewichten uit de Bazel-regulering of eigen risicomodellen gebruiken om andere gewichten te berekenen. Omdat het ontwikkelen van deze interne risicomodellen een flinke investering vergt, worden ze vooral gebruikt door grote banken die zich deze investering kunnen veroorloven. Dit leidt tot de perverse prikkel dat grote, systeemrelevante banken bij een vergelijkbare balans tot een kwart minder eigen vermogen kunnen aanhouden dan kleinere

-
- 57 Charles Goodhart en Wolf Wagner, 'Regulators should encourage more diversity in the financial system', *VoxEU.org*, 12 april 2012; Mark Sanders en Lu Zhang, 'Diversiteit in de financiële sector is van groot belang', *ESB*, 11 oktober 2018.
- 58 Jari-Mikko Meriläinen, 'Lending growth during the financial crisis and the sovereign debt crisis: The role of bank ownership type.', *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money* jaargang 41 (2016), p. 168-182.
- 59 Sanders en Zhang, 'Diversiteit in de financiële sector is van groot belang'; Michiel Bijlsma, Sander van Veldhuizen en Benedikt Voght, 'Een wereld zonder banken? Marktfinanciering en bankfinanciering in perspectief', *CPB Policy Brief* (2015) nr. 14.
- 60 Het eigen vermogen van financiële instellingen, zie voetnoot 20.
- 61 Ook wel bekend als de hefboomratio: de waarde van het eigen vermogen in verhouding tot de waarde van alle bezittingen op de balans, uitgedrukt in procenten.
- 62 De verhouding tussen de som van het eigen vermogen en schulden die omgezet kunnen worden in eigen vermogen, en de naar risico gewogen waarde van alle bezittingen, uitgedrukt in procenten.
- 63 Zo bepaalt de Bazel-regulering dat banken voor de meeste staatsobligaties minder eigen vermogen hoeven aan te houden dan voor leningen aan bedrijven.

banken die de standaardgewichten volgen.⁶⁴ Daarnaast ervaren banken een prikkel om relatief veel bezittingen aan te houden die volgens de Bazel-regulering weinig risico dragen (zoals staatsobligaties) en relatief weinig als risicovol bestempelde investeringen te doen (zoals leningen aan het midden- en kleinbedrijf (MKB)).⁶⁵

Grafiek 1 Ontwikkeling kredietverlening door commerciële banken in Nederland



De grafiek toont de ontwikkeling van de onderlinge verhouding tussen de verschillende private sectoren waaraan Nederlandse banken krediet verschaffen. Hieruit blijkt dat banken sinds de jaren '90 relatief gezien substantieel minder kredieten verstrekken aan niet-financiële bedrijven en substantieel meer investeren in hypotheek en andere financiële instellingen. Bron: DNB

- 64 De uitkomst van de risicoweging met interne modellen moet na de laatste Bazel-hervormingen minimaal 72,5 procent van de standaardgewichten bedragen. Bankers hebben vaak de neiging om risico's ook laag te schatten, zie: Taylor A. Begley, Amiyatosh Purnanandam en Kuncheng Zheng, 'The strategic underreporting of bank risk', *The Review of Financial Studies*, jaargang 30 (2017) nr. 10, p. 3376-3415; Sophia Döme, Stefan Kerbl en Markus Behn, 'Comparability of Basel risk weights in the EU banking sector', *Financial Stability Report* 34 (2017), p. 68-89.
- 65 Timotej Homar en Sweder van Wijnbergen, 'Bank recapitalization and economic recovery after financial crises', *Journal of Financial Intermediation* 32 (2017), p. 16-28. Er bestaat zelfs een risico dat door een dergelijke risicoweging financiële risico's zich zullen ophopen in de minder risicovolle categorieën, omdat handelende partijen op financiële markten hun gedrag hierop aanpassen; zo stapelen risico's zich hoe dan ook ergens op, met of zonder risicoweging. Zie: Bart Stellinga en Daniel Mügge, 'The regulator's conundrum. How market reflexivity limits fundamental financial reform', *Review of international political economy*, jaargang 24 (2017) nr. 3, p. 393-423.

Over de hoogte van de vereiste kapitaalbuffers bestaat een uitvoerige academische en maatschappelijke discussie.⁶⁶ Momenteel bedraagt de vereiste hefboomratio minstens 3 procent en de minimale kapitaalratio 4,5 procent. Deze laatste kan worden aangevuld met een *capital conservation buffer* van maximaal 2,5 procent. Deze is momenteel in Europa volledig van kracht. Hiernaast is er een anticyclische buffer van maximaal 2 procent voor economisch goede tijden. Deze is momenteel bijna nergens in Europa van kracht.⁶⁷ In totaal kan de kapitaalbuffer in Europa dus tussen de 7 procent en 9 procent liggen. Op dit moment liggen de hefboomratio's van Nederlandse⁶⁸ en Europese⁶⁹ banken gemiddeld op respectievelijk 5 en 5,1 procent en de kapitaalratio's op respectievelijk 16,9 en 14,1 procent. Sommige economen vrezen dat hogere kapitaalbuffers ten koste gaan van de kredietverlening van banken (wat op de korte termijn in beperkte mate het geval lijkt te zijn⁷⁰). Anderen stellen hier tegenover dat banken met meer eigen vermogen zich goedkoper kunnen financieren omdat ze minder risico lopen, waardoor ze juist meer kredieten kunnen verstrekken.⁷¹ Los van het effect op kredietverlening (en economische groei) op de korte termijn zijn hogere kapitaalbuffers een essentiële voorwaarde voor een stabiel aanbod van financiering en een weerbaar monetair-financieel systeem.⁷²

66 Voor een overzicht zie: Jarko Fidrmuc en Ronja Lind, 'Macroeconomic impact of Basel III: Evidence from a meta-analysis', *Journal of Banking & Finance* 112 (2020). De hogere vereiste kapitaalbuffers lijken een beperkt negatief effect te hebben gehad op de groei van de economie in de Eurozone het afgelopen decennium.

67 Het is aan nationale overheden en toezichhouders om na goedkeuring van Europese toezichthouders een dergelijke anticyclische buffer in te stellen bij kansen op buitensporige kredietverlening of de vorming van 'bubbels' op financiële markten, maar in de praktijk gebeurt dit voorlopig nauwelijks. Zie: Charles Goodhart en Dirk Schoenmaker, 'Automatic stabilisers in banking capital', *VoxEU*, 11 juli 2019; ESRB, 'Capital conservation buffer', https://www.esrb.europa.eu/national_policy/capital/html/index.en.html.

68 DNB, 'Krediet en leverage', <https://www.dnb.nl/over-dnb/taken/financiele-stabiliteit/indicatoren/krediet-leverage/index.jsp>.

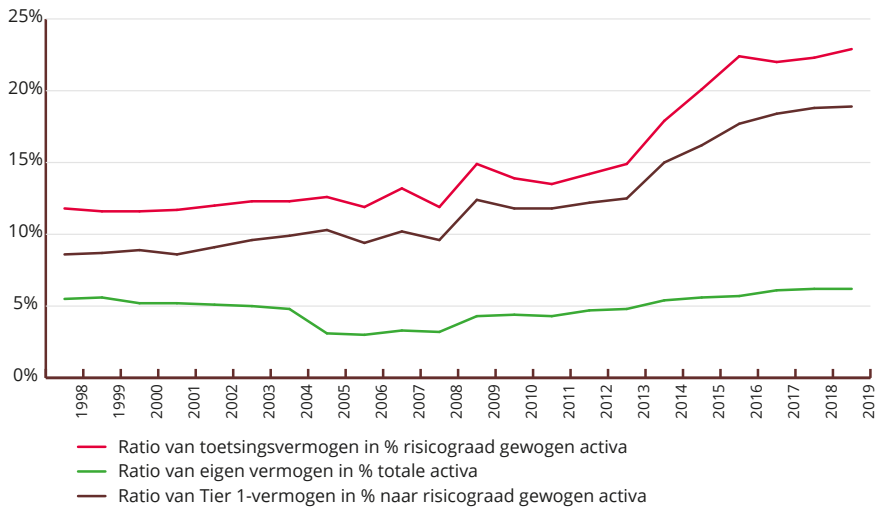
69 ECB, 'Publication of supervisory data', <https://www.bankingsupervision.europa.eu/banking/statistics/html/index.en.html>.

70 Giuseppe Cappelletti e.a., 'Impact of higher capital buffers on banks' lending and risk-taking: evidence from the Euro Area experiments', *ECB Working Paper* (2019) nr. 2292.

71 Joseph Noss en Priscilla Toffano, 'Estimating the impact of changes in aggregate bank capital requirements on lending and growth during an upswing', *Journal of Banking & Finance* 62 (2016), p. 15-27.

72 Anat Admati en Martin Hellwig, *The Bankers' New Clothes: What's Wrong with Banking and What to Do about It-Updated Edition* (Princeton 2014); Ingo Fender en Ulf Lewrick, 'Shifting tides—market liquidity and market-making in fixed income instruments', *BIS Quarterly Review*, March (2015); Dirk Schoenmaker en Peter Wierts, 'Regulating the financial cycle: An integrated approach with a leverage ratio', *Economics Letters* 136 (2015), p. 70-72.

Grafiek 2 Ontwikkeling buffers commerciële banken



De grafiek toont de ontwikkeling van de verschillende bufferratio's voor commerciële banken. Hieruit blijkt dat met name de voor risico's gewogen kapitaalratio bij Nederlandse banken de laatste jaren sterk groeide, terwijl de ongewogen hefboomratio nauwelijks toenam. Dit wijst erop dat banken zich aanpassen aan de risicogewichten zoals toezichthouders die hanteren, in plaats van daadwerkelijk minder risico's te nemen. Bron: DNB

Kapitaalbuffers kunnen op twee manieren herstellend werken tijdens crises. De meest voor de hand liggende manier is het opbouwen van buffers in goede tijden, door winsten toe te voegen aan het eigen vermogen of door additioneel eigen vermogen aan te trekken (bijvoorbeeld via aandelenuitgiftes). Deze opgebouwde buffers stellen een bank dan in staat om financiële tegenvallers op te vangen en in slechte tijden toch rendabele kredieten te blijven verstrekken. De tweede manier is in tijden van crisis een radicale herkapitalisatie te ondergaan door snel een substantieel bedrag aan nieuw eigen vermogen op te halen. Door een snelle herkapitalisatie herstelt de financiële positie van een bank zich, zodat deze weer ruimte heeft om kredieten te verstrekken. Dat een snelle herkapitalisatie kan bijdragen aan economisch herstel na een financiële crisis zien we in de Verenigde Staten, waar de overheid grote banken dwong om nieuwe aandelen uit te geven tijdens de crisis en de economie veel sneller weer op gang kwam.⁷³

⁷³ Homar en van Wijnbergen, 'Bank recapitalization and economic recovery after financial crises'.

Transities op de lange termijn

Het huidige functioneren van het monetair-financieel systeem hindert transities op de lange termijn in plaats van deze te faciliteren of te stimuleren. Niet alleen wegen ontwikkelingen op de lange termijn (zoals de gevolgen van klimaatverandering) minder zwaar mee bij investeringsbeslissingen, financiële instellingen ervaren nog andere prikkels om een korte tijdshorizon aan te houden. Omdat banken zichzelf vooral financieren op de korte termijn (met opvraagbare bankdeposito's en andere kortlopende obligaties) hebben ze een prikkel om ook hun risico's te beperken middels kortlopende investeringen.⁷⁴ Zelfs pensioenfondsen zijn beleidsmatig gebonden aan de alledaagse dynamiek op financiële markten als gevolg van de dekkingsgraadeisen; hierdoor ervaren zij een prikkel om juist hoge rendementen op de korte termijn te realiseren. Zo beperken prikkels van financiële markten én beleid de mogelijkheid van het monetair-financieel systeem om risico's op de korte termijn te accepteren om te kunnen investeren in rendement op de lange termijn.

Banken zouden de relatie met hun debiteuren kunnen gebruiken om hen door lange transities heen te helpen

Er is een probleem met de financiering van investeringen met een lange looptijd en een uitgesteld rendement, terwijl dergelijke investeringen voor veel verduurzamende projecten essentieel zijn. Het is voor banken financieel minder aantrekkelijk om kredieten voor de langere termijn weg te zetten, vanwege de langere terugverdientijd en mogelijk hogere risico's. De uitstaande kredieten van Nederlandse banken op de lange termijn bevinden zich daarom voor het grootste deel in bekende sectoren, namelijk de binnenlandse woningmarkt (hypotheek) en leningen aan boerenbedrijven.⁷⁵ Hoewel zowel de gebouwde omgeving als de landbouw een belangrijk aandeel hebben in het behalen van de klimaatdoelen, lijken deze uitstaande kredieten maar mondjesmaat tot verduurzaming te leiden.⁷⁶

74 Bijlsma e.a., 'Een wereld zonder banken?'; G30 Working Group, *Long-term Finance and Economic Growth* (Washington 2013); Sanders en Zhang, 'Diversiteit in de financiële sector is van groot belang'.

75 DNB, *De Nederlandse financiële sector veilig achter de dijken*, p. 39 en DNB, 'Spaaroverschot zit in toenemende mate bij kleinere bedrijven', *DNBulletin*, 24 april 2019.

76 Het verduurzamen van kantoorpanden versnelt pas sinds de Nederlandse overheid een verplichting heeft gesteld om in 2023 minstens energielabel C te hebben; de financiering van de verduurzaming van de landbouw loopt ook nog niet erg soepel. Trouw, 'Rabobank laat de boer in de steek', *Trouw*, 6 juli 2018; Ruud Huirne en Bas Rüter, 'Het verduurzamen van de landbouw vraagt meer van de bank', *Trouw*, 10 juli 2018.

Terwijl banken – vergeleken met financiers via financiële markten – de relatie met hun debiteuren zouden kunnen gebruiken om hen door lange transities heen te helpen, biedt het bestaan van een dergelijke relatie dus geen garantie dat dit ook echt gebeurt.

Het probleem is niet zozeer een gebrek aan vermogen dat langdurig ter beschikking staat, maar eerder dat dit vermogen de weg naar verduurzamende investeringen niet vindt. In Nederland bestaat er bijvoorbeeld een substantieel langdurig vermogen in de vorm van onze pensioenen, ter waarde van circa 1.500 miljard euro.⁷⁷ Op Europees niveau beheren deze institutionele beleggers (pensioenfondsen, verzekeraars en andere publieke beleggingsinstellingen) bij elkaar zelfs circa 17.000 miljard euro.⁷⁸ Hoewel het niet verstandig is om pensioenbesparingen, of andere langdurige spaartegoeden, volledig aan te wenden voor risicovolle investeringen, zijn ze wel geschikt voor investeringen met relatief zekere rendementen op de lange termijn. Een goed voorbeeld hiervan zijn investeringen in energiebesparende maatregelen in de gebouwde omgeving, waarbij hoge initiële investeringen zich pas op langere termijn terugverdienen. Het inzetten van ons collectief pensioenvermogen voor dergelijke investeringen lijkt – in beperkte mate – juist maatschappelijk nuttig.

Hindernissen in beleid

Ten slotte bevat ook de publieke sturing van het monetair-financieel systeem door overheden en centrale banken een aantal hindernissen voor verduurzaming. Eerder kwam al naar voren dat de hoge kosten van de groeiende regeldruk een nadelige invloed hebben op de diversiteit van het systeem, maar daarnaast zijn er nog een aantal andere zaken van belang. Ten eerste leiden impliciete en expliciete overheids garanties tot verstoringen en een toename van systeemrisico's. Ten tweede vormt de focus van de ECB op de korte termijn een risico voor de financiële stabiliteit op de lange termijn. Ten derde speelt verduurzaming ook (nog) nauwelijks een rol bij het monetaire crisisbeleid.

Om de reële economie te beschermen tegen de risico's van financiële markten bieden overheden tegenwoordig een aantal garanties, maar deze overheids garanties vergroten juist vaak de risico's van het gehele monetair-financieel systeem. Overheids garanties, zowel impliciet (staatssteun bij bankfaillissementen) als expliciet (depositogaranties), verstoren de werking van het monetair-financieel

77 DNB, 'Dashboard Pensioenen', <https://statistiek.dnb.nl/dashboards/pensioenen/>; DNB, 'Dashboard Beleggingsinstellingen', <https://statistiek.dnb.nl/dashboards/beleggingsinstellingen/index.aspx>.

78 EFAMA, *Asset Management in Europe. An overview of the asset management industry* (Brussel 2019).

systeem door een deel van de financiële risico's op de belastingbetaler af te wettelen. Hierdoor krijgen de financiële instellingen (met garanties) een prikkel om juist meer risico te nemen en loopt het systeem als geheel dus ook meer risico.⁷⁹ Dit betekent dat overheidsingrijpen op deze manier de instabiliteit van het systeem vergroot en zo verduurzaming op de lange termijn hindert. De laatste jaren zijn er wel concrete maatregelen doorgevoerd in Europees verband om, in ieder geval de impliciete, overheids garanties te verminderen.⁸⁰ Overheden zullen echter altijd een sterke prikkel ervaren om garant te staan voor financiële instellingen vanwege hun belang voor (nationale) economische ontwikkeling, al is het maar omdat een enkel faillissement door de sterke wederzijdse afhankelijkheid van banken al snel een domino-effect in het gehele monetair-financieel systeem in gang zet.

De voordelen van opkoopprogramma's van de ECB komen relatief vaak bij CO₂-intensieve bedrijven en sectoren terecht

Daarnaast lijkt het erop dat de centrale bank bij haar streven naar financiële stabiliteit zich voornamelijk richt op de stabiliteit van de status quo en niet op het bewaren van stabiliteit (tijdens transities) op de lange termijn. Zo kan de hoofddoelstelling van de ECB, prijsstabiliteit op de korte en middellange termijn, op termijn conflicteren met de stabiliteit van het systeem.⁸¹ Ook lijkt de centrale bank als toezichthouder vooral te kijken naar financiële risico's op de korte termijn, met *stress-tests* voor financiële instellingen met een horizon van maximaal vijf jaar.⁸² Risico's op de lange termijn spelen bij dergelijke analyses geen rol, terwijl deze

79 Charles W. Calomiris en Matthew Jaremski, 'Deposit insurance: Theories and facts.', *Annual review of financial economics* jaargang 8 (2016), p. 97-120; Deniz Anginer en Asli Demirgüç-Kunt, *Bank runs and moral hazard: A review of deposit insurance* (The World Bank 2018).

80 Zo moeten banken voldoen aan de *liquidity coverage ratio*; een ratio die dicteert hoeveel kapitaal nodig is voor het afdekken van kortlopende schulden (zoals betaal- en spaartegoeden). Ook komt er een Europees systeem (*single resolution mechanism*) dat faillissementen van grote, systeemrelevante banken kan opvangen zonder dat nationale overheden garant hoeven te staan.

81 De centrale bank kan immers een lage rente aan willen houden om de inflatie op te stuwen naar de gewenste marge vlak onder de 2 procent, terwijl deze lage rente ook de waarde van aandelen opblaast. Omdat de waarde van aandelen nauwelijks invloed heeft op de officiële inflatiecijfers ervaart de centrale bank bij een bubbel op aandelenmarkten niet direct een sterke prikkel om met een hogere rente de stijging van aandelenprijzen af te remmen. Dit terwijl dergelijke prijsstijgingen door een groeiend risico op abrupte waardedalingen een bedreiging zijn voor de financiële stabiliteit. Zie: Borio, 'On Money, Debt, Trust, and Central Banking', p. 16.

82 BIS, *Supervisory and bank stress testing: range of practices* (2017), p. 30-31.

voor verduurzaming juist essentieel zijn. Het uitblijven van effectief klimaatbeleid vergroot immers ook de financiële klimaatrisico's – financiële verliezen als gevolg van ofwel een abrupte transitie ofwel extreme klimaatverandering – en vormt dus een bedreiging voor de financiële stabiliteit.⁸³ Vanuit dit langetermijnperspectief heeft de centrale bank dus een gerechtvaardigde grondslag om bij het uitblijven van klimaatbeleid zelf actie te ondernemen, maar van een dergelijke beweging is tot nu toe geen sprake.

Hetzelfde gebrek aan langetermijnoriëntatie zien we in het ruime monetaire beleid van de ECB tijdens de afgelopen financiële crisis, waarbij ze voor miljarden euro's aan obligaties opkocht op financiële markten.⁸⁴ Omdat de ECB bij haar opkoopprogramma's probeert om een neutrale invloed te hebben op alle partijen op financiële markten, koopt zij obligaties op in een verhouding die een afspiegeling moet zijn van de verhandelbare obligaties op financiële markten.⁸⁵ Deze afspiegeling van financiële markten is echter substantieel anders dan een afspiegeling van de reële economie. Hierdoor kan het zo zijn dat de CO₂-intensiteit van de opgekochte obligaties veel hoger is dan die van de reële economie.⁸⁶ Omdat de ECB geen rekening houdt met de maatschappelijke scores van de gekochte obligaties, komen de voordelen van de opkoopprogramma's voor een relatief groot deel bij CO₂-intensieve bedrijven en sectoren terecht. Zo faciliteert de ECB in feite de stabiliteit van de status quo, in plaats van een stabiele transitie te stimuleren.

Recente ontwikkelingen in de sector

Een logische vraag naar aanleiding van de hierboven beschreven hindernissen is of deze hindernissen niet als sneeuw voor de zon verdwijnen als de betrokken partijen het belang van verduurzaming inzien en hun gedrag langs die lijn aanpassen. Recent vond een tweetal interessante ontwikkelingen plaats die in deze richting wijzen: een intentieverklaring van de Nederlandse financiële sector en de klimaatambities van de nieuwe president van de ECB, Christine Lagarde. Als

⁸³ DNB, *Knelpunten in de financiering van groene investeringen*.

⁸⁴ Dit beleid heet ook wel kwantitatieve verruiming of *quantitative easing*.

⁸⁵ Dit betekent dus dat de ECB idealiter obligaties koopt van overheden en bedrijven in een verhouding die gelijk is aan de verhouding van de totale hoeveelheid beschikbare obligaties op de financiële markten. Als Italiaanse staatsobligaties 5 procent van de markt vormen, dan wil de ECB dus dat ook haar portefeuille voor 5 procent uit Italiaanse staatsobligaties bestaat.

⁸⁶ Sini Matikainen, Emanuele Campiglio en Dimitri Zenghelis, 'The climate impact of quantitative easing', *Policy Paper, Grantham Research Institute on Climate Change and the Environment* (2017); Pierre Monnin, 'Central banks and the transition to a low-carbon economy', *Council On Economic Policies Discussion Note* (2018) nr. 1.

gedachte-experiment bekijken we bovenstaande hindernissen in het licht van deze twee ontwikkelingen.

In de zomer van 2019 ondertekenden zo'n vijftig financiële instellingen het Klimaatakkoord: de verzameling afspraken tussen overheden, bedrijven en maatschappelijke partijen die als basis dient voor het klimaatbeleid van de komende jaren. Deze financiële instellingen tonen hiermee de intentie om: 1) een inspanning te leveren de energietransitie te financieren; 2) de CO₂-uitstoot van hun investeringen vanaf 2021 te meten; 3) in 2022 CO₂-reductieplannen te publiceren; en 4) jaarlijks te overleggen over hun voortgang.

Er is geen makkelijke uitweg voor de uitruil tussen prijsstabiliteit op de korte termijn en financiële stabiliteit op de lange termijn

Hoewel de steun van de financiële sector een (noodzakelijke) stap in de goede richting is, blijven concrete en overtuigende sectorbrede afspraken uit. De ondertekening van het Klimaatakkoord komt in feite neer op een intentieverklaring voor het maken van plannen. Daarnaast is de termijn waarop deze plannen überhaupt af moeten zijn rijkelijk laat; 2022 is drie jaar na het Klimaatakkoord en zeven jaar na het Parijs-akkoord. Bovendien hebben een aantal banken en verzekeraars al een vergelijkbare belofte gedaan in 2018, toen zij zich committeerden aan de 'Spitsbergen Ambitie'.⁸⁷ Hierin spraken ondertekenaars hun intentie uit om in de periode 2018-2020 de klimaatimpact van hun balansen te publiceren en – in lijn met het Parijs-akkoord – doelen te stellen voor hun investeringsbeleid. De plannen na ondertekening van het Klimaatakkoord komen in de praktijk slechts neer op uitstel van deze eerdere ambitie, in plaats van een versteviging ervan.

Daarnaast is het nog de vraag wat een intentieverklaring waard is voor commerciële banken, zonder dat overheidsbeleid de juiste prikkels geeft. Waar bij andere sectoren die het Klimaatakkoord ondertekenden de overheid met begeleidende maatregelen en investeringen komt, krijgt de financiële sector nauwelijks te maken met hervormingen of nieuwe financiële prikkels. De vraag is dus in hoeverre we van deze financiële instellingen kunnen verwachten dat ze zich houden aan deze intentieverklaring, zodra de gemaakte afspraken beginnen te knellen met hun financiële doelen. Zullen zij de energietransitie financieren vanwege het Klimaatakkoord, ook

⁸⁷ 'De Spitsbergen Ambitie 2018-2020'; <http://www.2dgrees.com/wp-content/uploads/2018/06/Spitsbergen-Expeditie-2018-LR.pdf>

als ze hun kredietverlening willen beperken tijdens de volgende crisis? Het feit dat deze onzekerheden blijven bestaan vormt een risico voor het slagen van de transitie. Daarom blijft publieke sturing ook in de financiële sector van groot belang.

Een vergelijkbare kanttkening geldt ook voor de duurzame ambities van de nieuwe president van de ECB, Christine Lagarde, hoe vooruitstrevend haar plannen ook mogen zijn. Zoals ze zelf al bevestigde tijdens haar hoorzitting bij het Europees Parlement, is en blijft prijsstabiliteit het primaire mandaat voor het beleid van de ECB.⁸⁸ Dit betekent dat de centrale bank haar beleid vooral zal aanpassen aan de prijsontwikkeling op de korte termijn, ook als dat de transitie op de lange termijn hindert. Zo is er niet direct een uitweg voor de eerder genoemde uitruil tussen prijsstabiliteit op de korte termijn en financiële stabiliteit op de lange termijn. Het is maar de vraag of de ECB duurzaamheid als criterium mee zal wegen bij toekomstige rondes van kwantitatieve verruiming als dit betekent dat ze de mogelijkheden om in crisistijd in te grijpen worden beperkt. De ambities van Lagarde zullen pas serieuze gevolgen krijgen zodra ze concreet vorm krijgen in (richtlijnen voor) het beleid en toezicht van de ECB.

Conclusie

De verduurzaming van onze samenleving is niet alleen een grote maatschappelijke opgave, zij is ook een enorme financiële opgave. Voor Nederland gaat het om 30 miljard euro per jaar tot 2040 bovenop de huidige inspanningen. Zeker de helft van deze financieringsbehoefte heeft betrekking op projecten met een afwijkende financieringsbehoefte; vanwege de lange looptijd, de hoge of onbekende risico's of de kleine schaal. Op EU-niveau gaat het om zeker 260 miljard euro extra per jaar tot en met 2030. Hoewel overheidsuitgaven een belangrijke rol zullen en moeten spelen bij het invullen van deze financieringsbehoefte is de inzet van privaat kapitaal gewenst om onze klimaatdoelen te halen en de lasten voor huishoudens beperkt te houden. Ons monetair-financieel systeem speelt hierbij een essentiële rol. Een goed functionerend monetair-financieel systeem zorgt ervoor dat de transitie sneller en efficiënter verloopt, door de juiste verdeling van financiële middelen te realiseren en risico's te verplaatsen naar de partijen die ze willen en kunnen dragen.

Ons huidige monetair-financieel systeem hindert de verduurzaming echter eerder dan dat het deze faciliteert of, laat staan, stimuleert. Ten eerste leidt het huidige systeem niet tot de juiste allocatie van financiële middelen. Daar waar de transitie vraagt om enorme investeringen in verduurzaming en de geleidelijke, maar snelle, afbouw van fossiele investeringen is de situatie in het huidige systeem

⁸⁸ Liz Alderman, 'Lagarde Vows to Put Climate Change on the E.C.B.'s Agenda', *The New York Times*, 4 september 2019.

eerder andersom. Daarnaast is er een gebrek aan risicodragend vermogen dat de benodigde risicovolle, innovatieve projecten kan financieren. Ook is er in het huidige systeem te weinig ruimte voor maatwerk, terwijl dat juist van belang is voor het financieren van duurzame projecten die te klein of te nieuw en onbekend zijn voor de standaarden van gevestigde financiers.

Ten tweede is het huidige systeem niet weerbaar genoeg voor het faciliteren van een transitie over de langere termijn. Daar waar de transitie gedijt bij een stabiele groei van de kredietverlening en het uitblijven van crisis, kent ons huidige systeem juist een wispelturige ontwikkeling van beschikbare kredieten en een economische ontwikkeling met hoge pieken en nog diepere dalen. Zo zorgen financiële instellingen met hun kredietverlening voor een instabiele economische ontwikkeling, waarbij ruime kredieten zorgen voor periodes van snelle groei en deze excessieve schuldengroei de daaropvolgende recessies extra zwaar maakt. Ook vormt het gebrek aan diversiteit een risico voor de weerbaarheid van het systeem: doordat verschillende financiële instellingen allemaal dezelfde (wellicht kleinere) risico's lopen, vormen deze risico's op systeemniveau een enorme bedreiging. Bovendien houden financiële instellingen, met name commerciële banken, nog steeds onvoldoende buffers aan om zonder problemen tegenvallers op te kunnen vangen.

Zelfs geduldige vermogens zijn sterk onderhevig aan de prikkel om financiële rendementen op de korte termijn te behalen

Ten derde spelen ontwikkelingen op de lange termijn nauwelijks een rol in het systeem, waardoor de baten van verduurzaming niet goed tot hun recht komen. Daar waar de transitie vereist dat iedereen het belang van de lange termijn ziet, laten belangrijke partijen in het huidige systeem zich steeds nadrukkelijker leiden door de waan van de dag op de financiële markten. Het probleem is dan ook niet zozeer dat er een gebrek is aan vermogen dat voor lange termijn vaststaat (denk aan onze pensioenen). Het probleem is dat zelfs deze geduldige vermogens steeds sterker onderhevig zijn aan de prikkel om financiële rendementen op de korte termijn te behalen. Als zelfs pensioenfondsen voornamelijk sturen op de dekkingsgraad in het huidige jaar, zijn er praktisch geen geschikte alternatieven voor de financiering van duurzame projecten op de lange termijn.

Deze hindernissen zijn niet alleen het gevolg van onwenselijk gedrag van financiële instellingen, maar ook van ongewenste prikkels in het systeem. Zo hebben overheden allerlei impliciete en expliciete garanties ingebouwd om partijen in de reële economie te beschermen tegen de risico's op financiële markten, maar leiden

deze garanties er juist toe dat het systeem als geheel risicovoller wordt. Ook hebben overheden en toezichthouders nadrukkelijk steeds strengere regels opgetuigd voor financiële instellingen, terwijl deze groeiende regeldruk kleinere instellingen op hoge kosten jaagt en dus de diversiteit van het systeem bedreigt. Ten slotte lijkt het er sterk op dat ook overheden en toezichthouders nauwelijks in staat zijn om ontwikkelingen op de lange termijn voldoende op waarde te schatten en lijkt het monetaire en financiële beleid erop gericht om de status quo te verstevigen in plaats van een stabiele transitie te faciliteren.

Om een monetair-financieel systeem te creëren dat de verduurzaming van de samenleving op de lange termijn niet hindert maar juist stimuleert moeten we de genoemde hindernissen wegnemen. Zoals gezegd is het onwaarschijnlijk dat de lopende initiatieven vanuit de sector voldoende zullen zijn zonder sterke publieke sturing als stok achter de deur. Het volgende hoofdstuk gaat dieper in op de verschillende stromingen binnen de discussie over de toekomst van het monetair-financieel systeem en biedt een overzicht van de oplossingen die in de discussie naar voren komen.

2

Toekomstschets van een duurzaam geldstelsel

"There is no alternative."

Margaret Thatcher

Lange tijd symboliseerde bovenstaande leus van de Britse oud-premier Margaret Thatcher de houding van economen en beleidsmakers in discussies over economische hervormingen. Er is geen alternatief voor het neoliberalisme, de overheid zal altijd meer ruimte moeten geven aan de markt. Zo bestond er ook binnen de academische wereld jarenlang een stroming die claimde dat er geen goed werkend alternatief te verzinnen is voor ons huidige monetair-financieel systeem. Al is het bijna honderd jaar geleden dat de econoom Fisher, als een van de eersten, de fundamentele risico's van ons systeem van fractioneel bankieren belichtte, houden we nog steeds vast aan dat systeem. Maar er zijn wel degelijk alternatieven. Dit hoofdstuk biedt een overzicht van de mogelijke oplossingsrichtingen binnen de huidige beleidsdiscussies. Aan de hand van de hindernissen uit hoofdstuk een schetsen we concrete voorwaarden om een monetair-financieel systeem te creëren dat verduurzaming stimuleert. Deze voorwaarden vormen vervolgens het uitgangspunt voor een analyse van de verschillende oplossingsrichtingen. Afsluitend creëren we aan de hand van concrete elementen uit de verschillende voorstellen een schets van een duurzaam en weerbaar monetair-financieel systeem.

Voorwaarden voor verbetering

Uit het eerste hoofdstuk volgen negen hindernissen in ons monetair-financieel systeem. Deze hindernissen vallen uiteen in drie thema's: de allocatie van financiële middelen; de weerbaarheid van het systeem; en het verdisconteren van ontwikkelingen op de lange termijn.

1 Klimatrisico's te weinig gewicht

Zowel de gevolgen van CO₂-uitstoot als de financiële risico's van streng klimaatbeleid voor bepaalde bedrijven wegen door gebrekkige informatievoorziening en onvoldoende prijsprikkels nog te weinig mee bij investeringen. Hierdoor is er te weinig financiering beschikbaar voor duurzame projecten en zijn er te veel investeringen in projecten die niet in lijn zijn met klimaatdoelen.

2 Gebrek aan risicodragend vermogen

Er is een gebrek aan risicodragend vermogen voor investeringen in duurzame innovaties met hoge en/of onbekende (financiële) risico's.

3 Weinig financiering voor maatwerk

Er is onvoldoende financiering beschikbaar voor duurzame projecten die om maatwerk vragen, zoals bedrijven met nieuwe verdienmodellen of kleinschalige duurzame energieopwekking.

4 Hoge schuldenlast/instabiele economie

Het huidige monetair-financieel systeem verstrekt te veel kredieten in goede tijden en trapt in slechte tijden doorgaans te snel op de rem, waardoor de ontwikkeling van de reële economie door een hoge schuldenlast instabiel wordt.

5 Uniforme banken

Eenvormigheid en een gebrek aan diversiteit bij de banken zorgen ervoor dat verschillende financiële instellingen dezelfde zwakke plekken kennen en hun kredietverlening dus tegelijkertijd zullen beperken.

6 Te lage buffers

Financiële instellingen houden structureel te weinig buffers aan om grote financiële klappen op te kunnen vangen, wat een stabiele beschikbaarheid van de benodigde kredieten voor verduurzaming bedreigt.

7 Lange termijn ondergeschikt

Door het hanteren van een positieve rentevoet⁸⁹ in financiële modellen, wegen de gevolgen van een investeringsbeslissing op de lange termijn nauwelijks mee.

8 Focus op korte termijn rendement

De beschikbare vermogens die voor langere tijd vaststaan zijn in onvoldoende mate beschikbaar voor duurzame investeringen over een langere termijn, voornamelijk door een sterke focus op rendementen op de korte termijn.

9 Duidelijke visie ontbreekt

Overheden en toezichthouders richten zich in hoge mate op het verstevigen van de status quo – een duidelijke visie met toekomstscenario's ontbreekt – waardoor de transitie op de lange termijn nauwelijks een rol speelt in het financiële en monetaire beleid. Ook in reactie op de recente ontwikkelingen lijkt sprake van een behoudende reflex.

Deze hindernissen kunnen we vertalen in een aantal concrete voorwaarden waar een herziening van het monetair-financieel systeem aan moet voldoen. Allereerst is het van belang dat maatschappelijke baten, zoals verduurzaming, naast financiële rendementen een rol krijgen als een criterium voor investeringen.

89 Deze positieve rentevoet geeft weer dat een nominaal geldbedrag door de tijd heen steeds minder waard wordt, bijvoorbeeld door inflatie, maar ook omdat dit geldbedrag in theorie altijd een bepaald rendement kan hebben (bijvoorbeeld bij een bank of met staatsobligaties). 50 euro over een jaar is daardoor meer waard dan 50 euro over tien jaar. Het logische gevolg hiervan is dat rendementen of verliezen ver in de toekomst, zoals de gevolgen van klimaatverandering of de baten van duurzame investeringen, minder meewegen bij een investeringsbeslissing naarmate ze langer op zich laten wachten.

Dit kan direct via wetgeving, bijvoorbeeld door klimaatrisico's⁹⁰ mee te wegen bij het bepalen van buffers; en indirect via klanten en investeerders, door banken te verplichten de invloed van hun investeringen op verduurzaming te publiceren.

Hiernaast is het van belang dat er meer risicodragend vermogen beschikbaar komt voor duurzame investeringen. Dit risicodragend vermogen is zoals gezegd van belang voor risicovolle duurzame investeringen, bijvoorbeeld in technologische innovatie. Risicodragend wil in dit geval zeggen dat de financier (een gedeelte van) de risico's van de investering draagt. Dit is bij kredieten vaak niet het geval, omdat de debiteur doorgaans verplicht is het totale krediet terug te betalen ongeacht de rendementen op de daadwerkelijke investering.

Ook is het van belang om de diversiteit van het monetair-financieel systeem te vergroten. Een systeem bestaande uit financiële instellingen met een veelvoud aan verschillende verdienmodellen, eigendomsstructuren en schaalniveaus is veel beter bestand tegen financiële tegenvallers. Daarnaast biedt een divers systeem automatisch meer ruimte voor specialisatie en maatwerk. En ten slotte voorkomt een hoge mate van diversiteit dat alle financiële instellingen hun kredietverlening tegelijkertijd inperken, waardoor de ontwikkeling van de kredietverlening stabiel wordt.

Met een veelvoud aan verschillende verdienmodellen, eigendomsstructuren en schaalniveaus is het systeem beter bestand tegen financiële tegenvallers

Voor een stabiele ontwikkeling van de kredietverlening is het verder van belang dat de kans op financiële crises kleiner wordt. Een belangrijke rol hierin is, naast het vergroten van de diversiteit, weggelegd voor het versterken van het herstellend vermogen van financiële instellingen. De hoogte van de vereiste buffers vormt hierbij een essentieel element, vooral als instellingen hoge buffers aanleggen in tijden van economische groei om vervolgens op die buffers in te teren zodra er sprake is van tegenvallers. Hiernaast moet het systeem overmatige kredietverlening in periodes van economische groei tijdig afremmen om de excessieve opbouw van private schulden te voorkomen. Het voorkomen van een hoge private schuld zorgt ervoor

⁹⁰ Dit is een verzamelnaam voor (financiële) risico's verbonden aan klimaatverandering; het kan hierbij zowel gaan om de risico's van het veranderende klimaat (zoals extreem weer) als om de risico's als gevolg van veranderend beleid (bijvoorbeeld de invoering een CO₂-heffing). Zie o.a. DNB, *Knelpunten in de financiering van groene investeringen*.

dat huishoudens en bedrijven meer financiële ruimte behouden tijdens periodes van economische neergang.

Ten slotte moet er meer financiering beschikbaar komen voor duurzame, investeringen op de lange termijn. Deze toename kan ofwel het gevolg zijn van bestaande langdurige financiering die beschikbaar komt voor duurzame investeringen of van vermogens die eerder niet voor langere tijd vaststonden. Hiervoor moeten overheden en toezichthouders de beschikbaarheid van langdurig vermogen voor verduurzaming voldoende waarderen in hun beleid. Dus niet slechts als risico, maar vooral ook als noodzakelijke bouwsteen voor de transitie naar een duurzame samenleving.

Oplossingsrichtingen uit de beleidsdiscussie

In de volgende paragraaf gaan we dieper in op de voorstellen die verschillende partijen binnen de beleidsdiscussie hebben geopperd als oplossing voor de hindernissen binnen het monetair-financieel systeem. Uit deze voorstellen kunnen we drie scenario's destilleren: (1) vasthouden aan de ingezette hervormingslijn; (2) verdere hervormingen binnen de bestaande structuur; en (3) een fundamentele systeemwijziging. Hieronder bespreken we de belangrijkste elementen uit deze scenario's en analyseren we deze elementen aan de hand van de eerder besproken voorwaarden.

Scenario 1: De ingezette hervormingslijn

Sinds het uitbreken van de financiële crisis in 2008 staat het hervormen van de financiële sector hoog op de agenda van beleidsmakers. In dit eerste scenario is er geen sprake van een fundamentele herinrichting van het geldstelsel. Dit wordt gezien als te risicovol voor de financiële stabiliteit en economische groei. Wel worden minder radicale beleidsaanpassingen voorgesteld en geïmplementeerd. De afgelopen jaren is zowel op nationaal, Europees, als mondiaal niveau vorm gepleit voor dergelijke hervormingen. De belangrijkste elementen van de ingezette hervormingen zijn 'Bazel III & IV'⁹¹ en de oprichting van een Europese banken- en kapitaalmarktunie. Binnen deze hervormingen speelt verduurzaming echter geen concrete rol omdat de voorgestelde hervormingen vooral gericht zijn op het verkleinen van het risico op financiële crises. Het afgelopen jaar heeft de Europese Commissie wel drie aparte voorstellen gepubliceerd die de financiële sector moeten stimuleren om te investeren in verduurzaming.⁹²

91 Dit zijn de nieuwste versies van de internationale blauwdruk voor bankregulering van het Bazel-comité.

92 Europese Commissie, *Commission legislative proposals on sustainable finance* (Brussel 2018).

De laatste versies van de internationale bankregulering van het Bazel-comité proberen de stabiliteit van het financiële systeem voornamelijk te vergroten door het invoeren van verschillende buffers. Zo zijn niet alleen de wettelijk verplichte buffers voor banken hoger geworden, er gelden tegenwoordig ook hogere buffers voor banken die 'systeemrelevant' zijn. Ook hebben toezichhouders de mogelijkheid om hogere buffers in te stellen tijdens 'goede tijden'.⁹³ Hiernaast probeert de overheid schuldengroei te remmen, bijvoorbeeld door de hypotheek-renteaftrek (versneld) af te bouwen. De nieuwste richtlijnen onder Bazel IV - welke naar verwachting vanaf 2022 zullen gelden - beperken verder de mogelijkheden voor grote banken om hun eigen modellen te gebruiken voor het berekenen van de risico's van hun bezittingen. Bovendien worden de standaardmodellen van toezichhouders strenger: zo gaan de vereiste buffers voor verstrekte hypotheeklen omhoog, wat voornamelijk voor de Nederlandse banken een ingrijpende wijziging betekent.⁹⁴

De Europese Commissie heeft een drietal voorstellen gepubliceerd die de financiële sector moeten stimuleren om te investeren in verduurzaming

De ontwikkeling van de Europese bankenunie betekent in essentie dat nationaal beleid naar een hoger niveau wordt getild, zodat nationale zaken als toezicht en het depositogarantiestelsel voortaan op Europees niveau plaatsvinden. Deze hervorming moet ervoor zorgen dat de verregaande verwevenheid tussen overheden en banken in specifieke landen afneemt, zodat het risico op wederzijdse 'besmetting' tussen banken en overheden vermindert.⁹⁵ Door de afwikkeling van failliete banken op Europees niveau te organiseren (met een Europese

⁹³ WRR, *Geld en schuld*.

⁹⁴ Zie o.a. het overzicht van PwC; Nederlandse banken hebben een potentieel kapitaaltekort van zo'n 18 miljard euro (PwC, 'Basel IV-compromis dwingt banken tot heroverwegen van strategie en bedrijfsmodellen', <https://www.pwc.nl/nl/actueel-en-publicaties/diensten-en-sectoren/financiële-sector/basel-iv-compromis-dwingt-banken-tot-heroverwegen-strategie-en-bedrijfsmodellen.html>).

⁹⁵ Deze verwevenheid is enerzijds het gevolg van de (impliciete) overheidsgaranties voor grote binnenlandse banken, anderzijds van de hoge mate waarin banken obligaties (schuldpapier) van hun eigen overheid bezitten. Hierdoor kan een omvallende bank de overheid opzadelen met een hoog tekort, wat vervolgens andere banken weer in de problemen brengt doordat de waarde van de staatsobligaties op hun balans daalt. Zie onder andere: CPB, *CPB Risicorapportage Financiële Markten 2018* (Den Haag 2018).

toezichthouder en een Europees fonds) verdwijnt op papier het risico dat een bankfaillissement negatieve gevolgen heeft voor de kredietwaardigheid van de bijbehorende overheid. Daarnaast verkleint toezicht op Europees niveau de kans dat nationale toezichthouders coulant zijn voor slecht presterende banken in hun eigen land, wat er in theorie voor moet zorgen dat regulering ook daadwerkelijk wordt nageleefd en het toezicht dus betrouwbaarder wordt.

De ontwikkeling van de Europese kapitaalmarktunie moet er ook voor zorgen dat investeringen gemakkelijker hun weg over landsgrenzen binnen de EU vinden en dat de beschikbaarheid van financiering buiten banken toeneemt. Dit is met name gunstig voor kleine en middelgrote bedrijven, die hun investeringen momenteel vooral financieren met leningen van commerciële banken. Ook biedt de ontwikkeling van een kapitaalmarktunie de mogelijkheid om niet alleen leningen af te nemen, maar ook aandelen uit te geven. Via aandelen dragen financiers een deel van de risico's die deze bedrijven lopen, terwijl bij leningen het lenende bedrijf volledig verantwoordelijk blijft voor het afbetalen van de schuld. Via de kapitaalmarktunie worden risicodragende investeringen in bedrijven aantrekkelijker voor vermogende financiers, zodat deze financiers ook meer risico's zullen dragen. De ontwikkeling van de kapitaalmarktunie kan er zo dus voor zorgen dat er meer risicodragend vermogen ontstaat in Europese landen, waardoor onze economieën beter in staat zijn klappen op te vangen. De voltooiing van de kapitaalmarktunie is echter nog niet in zicht. De grote verschillen in de nationale financiële wet- en regelgeving moeten eerst verdwijnen. Net als op veel andere beleidsterreinen blijken nationale overheden bij de benodigde financiële hervormingen terughoudender dan gedacht.

In bestaande voorstellen ontbreekt het aan directe, harde prikkels om meer te investeren in verduurzaming

Parallel hieraan heeft de Europese Commissie drie voorstellen gepubliceerd die verduurzaming moeten stimuleren. Het eerste voorstel omvat het opzetten van de taxonomie die identificeert welke (typen) investeringen verduurzaming stimuleren.⁹⁶ Het tweede voorstel moet investeerders verplichten om bekend te maken welke rol klimaatrisico's spelen bij hun investeringsbeslissingen. Het derde voorstel

⁹⁶ Hierbij gaat het zowel om mitigatie (voorkomen van klimaatverandering) als adaptatie (aanpassen aan klimaatverandering). De commissie die zich vanuit het Europese Parlement hiermee bezighoudt wordt voorgezeten door GroenLinks Europarlementariër Bas Eickhout.

pleit ervoor *benchmarks* te creëren die duidelijkheid verschaffen over de invloed van specifieke investeringen op verduurzaming. Hierbij gaat het dus voornamelijk om maatregelen die de informatievoorziening rondom verduurzaming moeten verbeteren en niet zozeer om directe prikkels voor investeerders en financiële instellingen om meer verduurzamende investeringen te doen.⁹⁷ Bij haar aantreden heeft de nieuwe voorzitter van de Europese Commissie, Ursula von der Leyen, concrete plannen gepresenteerd voor een Europese *Green Deal*. Dit integrale pakket maatregelen moet de Europese klimaatdoelen voor 2030 aanscherpen (van 40 naar 50 procent CO₂-reductie) en op korte termijn 1.000 miljard euro aan verduurzamende investeringen mobiliseren.⁹⁸ Inmiddels heeft de Europese Commissie onder aanvoering van 'klimaatchef' Frans Timmermans zelfs aangekondigd de klimaatdoelen verder te verhogen naar 55 procent CO₂-reductie in 2030.

Er is een groot risico groot dat bestaande voorstellen tot hervorming verduurzaming op de lange termijn onvoldoende stimuleren

Ook op nationaal niveau gaat het (voorlopig) nog vooral om indirecte en zachte prikkels voor investeerders en financiële instellingen om meer te doen aan verduurzaming.⁹⁹ Zo is het de bedoeling dat DNB bij het toezicht op banken meer rekening gaat houden met klimaatrisico's. Ook zijn financiële instellingen actief betrokken bij het Klimaatakkoord, zij het in een faciliterende rol. Verder bestaat er een 'Platform Duurzame Financiering' onder leiding van DNB. Een rapport van dit platform wijst overigens van de hand dat het toezicht van DNB een (te) grote belemmering is voor verduurzamende investeringen, ook al zijn er wel aanwijzingen dat de gebruikte risicomodellen niet goed overweg kunnen met de afwijkende en innovatieve projecten die nodig zijn voor verduurzaming.¹⁰⁰ De prikkels voor het stimuleren van verduurzamende investeringen moeten vooral komen te liggen buiten de financiële sector; door fiscale maatregelen die verduurzaming financieel

97 Er zijn signalen dat deze voorstellen met het oog op de Europese verkiezingen van afgelopen jaar bewust niet té ambitieus zijn gemaakt. Zie: Myriam Vander Stichele, *Sustainable finance in new EU legislation: focus on climate investment* (Amsterdam 2018). Tegelijkertijd werkt de Europese Commissie achter de schermen aan een nieuwe strategie voor *sustainable finance*, die naar verwachting een stuk ambitieuzer wordt.

98 Europese Commissie, *The European Green Deal*.

99 Kamerstukken Tweede Kamer, 2018-2019, 15 oktober 2018, 32013 nr. 198.

100 Platform voor Duurzame Financiering, *Duurzame financiering: Zijn er belemmeringen vanuit toezicht, financiële regelgeving en overheidsbeleid?* (2018).

aantrekkelijker moeten maken en afspraken voortvloeiend uit het Klimaatakkoord (dat dus inmiddels is ondertekend door partijen uit de Nederlandse financiële sector).

Voorop staat dat het uitgangspunt van de bovengenoemde (voorgestelde) wetgeving goed is: hogere kapitaalbuffers, vergrote slagkracht van het Europees toezicht en verbeterde informatievoorziening over verduurzamende investeringen zijn concrete stappen in de goede richting. De directe, harde prikkels om meer te investeren in verduurzaming ontbreken echter, waardoor het aan investeerders en financiële instellingen zelf wordt overgelaten om verduurzaming volgens hun eigen (financiële) criteria te wegen. Ook is het de vraag in hoeverre de toenemende Bazel-regelgeving de ruimte laat voor diversiteit en maatwerk binnen het monetair-financieel systeem, aangezien de complexiteit van deze richtlijnen alleen maar toeneemt.¹⁰¹ Ook de oprichting van een Europese bankenunie brengt het risico met zich mee dat de marktconcentratie in de bankensector alleen maar toeneemt en ten koste gaat van de broodnodige diversiteit. De prikkels voor het temperen van de kredietcyclus lijken daarentegen wel te voldoen aan de voorwaarden, al is het bestaan van deze 'anticyclische buffers' op papier geen garantie dat ze ook daadwerkelijk (tijdig) worden toegepast.¹⁰² Het bevorderen van het langetermijnperspectief – een centraal thema in academische discussies en in de aanbevelingen van maatschappelijke organisaties – lijkt niet terug te komen in de hervormingen.¹⁰³ Al met al is het risico groot dat de voorgestelde hervormingen meer van hetzelfde brengen en verduurzaming op de lange termijn onvoldoende stimuleren. Het risico bestaat zelfs dat het systeem als geheel instabieler wordt door groeiende concentratie en afnemende diversiteit, ditmaal zelfs op Europese schaal. Scenario 1 voldoet dus niet aan de gestelde eisen voor verduurzaming.

Scenario 2: Verdere hervormingen binnen de bestaande structuur

In de beleidsdiscussie zijn er partijen die een fundamentele systeemwijziging ook te risicovol vinden, maar tegelijkertijd menen dat de ingeslagen weg het functioneren van ons monetair-financieel systeem onvoldoende zal verbeteren. Goede voorbeelden voor oplossingsrichtingen binnen deze stroming vinden we in

101 The End of Banking, 'How banking regulation has grown out of all proportions'.

102 WRR, *Geld en schuld*, p. 201-202. Toepassing van de buffers vergt toestemming van Europese organen en is gebaseerd op historische criteria (zoals kredietverlening), welke in Nederland al relatief extreem waren.

103 Sustainable Finance Lab, *Werk in uitvoering: Een nieuwe rolverdeling tussen publiek en privaat voor een duurzaam financieel stelsel* (Utrecht 2018), p. 17-18.

de rapporten van de WRR¹⁰⁴ en het *Sustainable Finance Lab* (SFL)¹⁰⁵. Deze rapporten richten zich voornamelijk op het bevorderen van de diversiteit van de financiële sector, het creëren van een publiek alternatief voor sparen en betalen, een gelijkere verdeling van risico's tussen crediteuren en debiteuren en het verbreden van de rol van centrale banken.

De WRR en het SFL onderstrepen beide het belang van een diverse financiële sector binnen hun hervormingsvoorstellen. Voorop staat dat bestaande en nieuwe regelgeving de toetreding van nieuwe partijen tot het geldstelsel niet moet hinderen, wat betekent dat toezichthouders zich soepeler op moeten stellen ten opzichte van kleine(re) en innovatieve(re) banken.¹⁰⁶ Toezichthouders moeten juist open staan voor banken met afwijkende verdienmodellen, eigendomsstructuren en doelgroepen. Zij moeten de toetreding van dergelijke nieuwe banken actief stimuleren en zo de concurrentie en diversiteit binnen het monetair-financieel systeem bevorderen. Dit kan bijvoorbeeld door het toezichtstelsel zo in te richten dat financiële instellingen zich alleen maar hoeven te houden aan de regelgeving voor zaken waar ze zich daadwerkelijk mee bezig houden. Zo hebben kleinere, gespecialiseerde instellingen minder last hebben van de gelddruk.

Een (publiek) alternatief voor spaar- en betaalrekeningen ontvecht publieke en private functies in het monetair-financieel systeem

Een concrete optie is de oprichting van een veilig (publiek) alternatief voor sparen en/of betalen: ofwel via een aparte bank,¹⁰⁷ ofwel via de centrale bank.¹⁰⁸ Zo kunnen huishoudens hun spaargeld stallen en betalingen uitvoeren, zonder dat zij tegelijkertijd de risico's van de activiteiten van commerciële banken hoeven te dragen. Het voornaamste probleem is hierbij dat het uitsluiten van risico ook ten koste

104 WRR, *Geld en Schuld*.

105 SFL, *De Geldkwestie*; SFL, *Werk in Uitvoering*.

106 In SFL, *Werk in Uitvoering* wordt gesproken over *principle-based* toezicht: toezicht naar de geest van de wet, niet de letter.

107 Hierbij gaat het om een zogeheten depositospaarbank: een bank die de deposito's van klanten slechts investeert in veilige financiële producten, zoals reserves bij de centrale bank of, wellicht, staatsobligaties.

108 De centrale bank kan zoals gezegd zelf ook deze rol op zich nemen, door ofwel een eigen digitale munt uit te geven (een *central bank digital currency*) ofwel burgers een mogelijkheid te bieden een rekening te openen rechtstreeks bij de centrale bank, zie bijvoorbeeld: Egbert Kalse, 'Oproep voor direct pinnen bij DNB', *NRC*, 10 oktober 2019.

gaat van financieel rendement: het is maar zeer de vraag of een risicovrije bank een goed verdienmodel heeft en of huishoudens geïnteresseerd zijn in het risicovrij stallen van hun spaargeld tegen nul procent rendement (of zelfs tegen betaling). Ook is het spaargeld in deze vorm niet direct productief voor de economie omdat het niet beschikbaar is voor risicodragende productieve investeringen.

Tegenover deze bedenkingen staat wel het vermeende positieve effect op de stabiliteit van het systeem, doordat de veilige haven fungeert als een rem op de kredietverlening van commerciële banken. Zoals vroeger het gebruik van contant geld gangbaar was, kunnen rekeninghouders straks zonder veel moeite hun deposito's weghalen uit het commerciële bankwezen. Voor commerciële banken betekent dit dat ze minder goedkope financiering tot hun beschikking hebben en hun kredietverlening dus minder hard kunnen laten groeien. Bovendien ontvecht een aparte veilige haven voor spaar- en betaalrekeningen publieke en private functies in het monetair-financieel systeem, wat concreet betekent dat commerciële banken niet meer noodzakelijk zijn voor publieke zaken als sparen en betalen. Overheden kunnen individuele banken zo gemakkelijker failliet laten gaan, wat deze banken een prikkel geeft om hun risico op faillissement te beperken.

Toezichthouders kunnen leennormen aanscherpen en zo de opbouw van schulden afremmen

Commerciële banken werpen op dat een dergelijk veilig alternatief in slechte tijden het stelsel juist instabieler maakt, doordat huishoudens dan massaal hun spaargeld naar 'de veilige optie' overmaken. Dit kan worden ondervangen door grenzen te stellen aan de hoeveelheid spaargeld die mensen bij dit veilige alternatief op kunnen slaan, net zoals we nu een gelimiteerd depositogarantiestelsel hebben. Op termijn zou een dergelijk veilig alternatief ook het depositogarantiestelsel kunnen vervangen, zodat er de facto een scheiding ontstaat tussen veilig spaargeld en risicodragend vermogen. Dit zou betekenen dat een deel van het binnenlandse spaargeld minder financieel rendement oplevert, maar dat tegelijkertijd de kans op financiële crises kleiner wordt. Voorstanders zijn van mening dat toezichthouders op zijn minst open moeten staan voor het onderzoeken van en (kleinschalig) experimenteren met het faciliteren van verschillende vernieuwende bankvormen.¹⁰⁹

¹⁰⁹ Kalse, 'Oproep voor direct pinnen bij DNB'.

Voor het tegengaan van excessieve schuldenopbouw gaat dit scenario een stap verder. Naast het snel afbouwen van de belastingvoordelen op schulden stelt het SFL bijvoorbeeld voor om de juridische afwikkeling van (niet-betaalde) schulden aan te passen en leennormen voor hypotheekleningen verder te verscherpen.¹¹⁰ Het aanpassen van de juridische afwikkeling van schulden moet 'een debiteurvriendelijker stelsel' opleveren: een stelsel waarin de risico's van de verstrekte kredieten niet alleen bij de debiteur (schuldenaar), maar ook bij de crediteur (kredietverlener) liggen. Dit maakt het verstrekken van (te veel) kredieten minder aantrekkelijk, omdat het risico op financiële verliezen voor kredietverleners groter wordt.¹¹¹ Hiernaast kunnen de hypotheeknormen worden aangescherpt, zodat huishoudens nog slechts 90 procent van de waarde van hun woning kunnen lenen. Bovendien moeten toezichthouders deze norm kunnen wijzigen tijdens de economische cyclus. Zo kunnen ze in periodes van (overdadig) optimisme uit voorzorg de leennormen aanscherpen en zo de opbouw van schulden afremmen.

Het is goed om te kijken naar een andere, actievere rol van centrale banken in crisistijd met meer ruimte voor verduurzaming

Het verbreden van de rol (het mandaat) van centrale banken spitst zich voornamelijk toe op twee facetten: het toezichtkader en het beleid tijdens financiële crises. Het SFL pleit ervoor dat toezichthouders ecologische risico's (waaronder klimaatrisico's) gaan meewegen in hun toezicht en dat deze risico's dus ook een rol gaan spelen in het vaststellen van de benodigde kapitaalbuffers voor banken.¹¹² Vanuit de gedachte dat banken momenteel de financiële risico's verbonden aan zowel klimaatbeleid als klimaatverandering onderschatten, zouden centrale banken hogere buffers moeten vragen voor CO₂-intensieve bankbezittingen.¹¹³ Om de optimale hoogte van dergelijke buffers vast te kunnen stellen is het wel van belang

¹¹⁰ SFL, *Werk in Uitvoering*.

¹¹¹ Het precies uitwerken van de gevolgen van een dergelijke stelselwijziging valt qua complexiteit buiten de reikwijdte van deze analyse.

¹¹² Een EU-expertgroep voor duurzame financiering stelde onlangs iets vergelijkbaars voor. Zie: Emanuele Campiglio e.a., 'Climate change challenges for central banks and financial regulators', *Nature Climate Change*, jaargang 8 (2018) nr. 6, p. 462-468.

¹¹³ Dit is beter dan lagere buffers voor 'groene' investeringen; deze kunnen het geldstelsel namelijk fragieler maken.

dat centrale banken hier grondig onderzoek naar doen, zeker daar te hoge buffers ook de efficiëntie van de financiële sector kunnen schaden.

Ook in het licht van de recente economische tegenwind moeten centrale banken in dit scenario alternatieven voor hun crisisbeleid onderzoeken. Hoewel het recente ruime monetaire beleid (Europese) financiële markten succesvol gerust heeft gesteld, is moeilijk vast te stellen of dit beleid optimaal was vanwege het gebrek aan alternatieve scenario's.¹¹⁴ Zo zou de centrale bank in crisistijden alleen nog maar 'groene' obligaties op kunnen kopen, in plaats van een neutrale afspiegeling van beursgenoteerde bedrijven. Hierbij gelden echter twee kanttekeningen: enerzijds is de hoeveelheid 'groene' obligaties beperkt en is dus ook het effect van crisisbeleid op onrust op financiële markten gelimiteerd, anderzijds lijkt het opkopen van de 'groene' obligaties die al op de markt zijn nauwelijks effect te hebben op de verduurzaming van de samenleving.¹¹⁵ Volgens de hoogleraren Benink en Boonstra kunnen centrale banken er beter voor kiezen om hun ruime crisisbeleid te voeren via publieke investeringsbanken door op grote schaal obligaties van dergelijke instellingen op te kopen.¹¹⁶ Omdat deze investeringsbanken grote, langdurige projecten financieren in de reële economie, achten zij het waarschijnlijk dat dit kanaal zeer effectief is om de economie tijdens of na een crisis op gang te helpen. Voorop staat dat er snel meer onderzoek nodig is naar dergelijke alternatieve vormen van ruim monetair crisisbeleid, zodat we een concreter beeld hebben van de gevolgen als het een volgende keer nodig is.

Extra klimaatbuffers kunnen een goede (tijdelijke) beleidsmaatregel zijn bij een politieke impasse op klimaatbeleid

Bovengenoemde voorstellen gaan een stap verder in de goede richting dan de huidige hervormingslijn. Een nadrukkelijke rol voor klimaatrisico's in het toezichtkader kan ervoor zorgen dat deze risico's ook bij banken en investeerders aan belang zullen toenemen. Extra klimaatbuffers kunnen een goede (tijdelijke) beleidsmaatregel zijn bij het langer voortduren van de politieke impasse omtrent effectief klimaatbeleid. Een soepelere houding van toezichhouders ten opzichte van nieuwe risicovolle én risicovrije initiatieven vergroot de kans op een divers aanbod van

¹¹⁴ CPB, 'Effecten van onconventioneel monetair beleid zijn niet aangetoond'.

¹¹⁵ Campiglio e.a., 'Climate change challenges for central banks and financial regulators', p. 5.

¹¹⁶ In 'Hoe de ECB en Europese investeringsbank Europa vlot kunnen trekken', *Me Judice* (2015) noemen Harald Benink en Wim Boonstra, de EIB. InvestNL is een Nederlands voorbeeld.

financiële diensten. Hierbij zouden beleidsmakers ook concreet kunnen kijken naar het stimuleren van eigendomsstructuren en verdienmodellen die een focus op de lange termijn beter faciliteren dan dat de aandeelhoudersstructuur van de meeste commerciële banken nu doet. Deze toegenomen diversiteit maakt het systeem op termijn ook robuuster en beter bestand tegen financiële crises. Desondanks is het goed om te kijken naar een andere, actievere rol van centrale banken in crisistijd met meer ruimte voor verduurzaming, bijvoorbeeld in tandem met publieke investeringsbanken.

Scenario 3: Fundamentele systeemwijziging

Tot slot zijn er ook partijen die van mening zijn dat de huidige inrichting van het systeem dusdanig instabiel is dat een compleet nieuw stelsel de enige oplossing is. De organisatie 'Ons Geld', wiens voorstel voor een publiekgeldsysteem de aanleiding vormde voor het WRR-rapport 'Geld en Schuld'¹¹⁷, komt met een tweeledig voorstel: enerzijds een scheiding tussen een risicovrij monetair systeem en een private markt voor kredietverleners, anderzijds de oprichting van een publieke monetaire autoriteit voor het reguleren van de geldhoeveelheid.¹¹⁸

In de praktijk is het functioneren van een publieke monetaire autoriteit waarschijnlijk problematisch

Het scheiden van geld en krediet lijkt op papier helder: de overheid verzorgt geld als betaal- en opspottmiddel, terwijl zaken als kredietverstrekking geregeld worden door private partijen. Hierdoor vervallen de (impliciete) overheidsgaranties voor commerciële kredietverstrekkers, waardoor crises in deze kredietmarkt niet zomaar overslaan naar het monetair systeem en de overheidsfinanciën. Deze scheiding betekent in theorie ook dat de regulering voor kredietverleners, gericht op het beperken van financiële risico's, voor een groot deel opgeheven kan

¹¹⁷ Naast de beknopte versie van het publiekgeldsysteem die we hier bespreken zijn er nog vele vergelijkbare voorstellen geopperd, zie bijvoorbeeld: Charlotte van Dixhoorn, *Full Reserve Banking: An analysis of four monetary reform plans* (Utrecht 2013). Er zijn overigens ook mensen die van mening zijn dat geldschepping juist volledig aan private partijen moet worden over gelaten, zie bijvoorbeeld: Paul Buitink, 'Laat geldcreatie aan de vrije markt over', *FTM*, 20 januari 2015; en Lietaer e.a., *Money and sustainability*.

¹¹⁸ Zie WRR, *Geld en schuld*, p. 143, SFL, *De Geldkwestie*; en www.onsgeld.nu voor een uitgebreide analyse.

worden. Dit vergemakkelijkt de intrede van nieuwe initiatieven en stimuleert zo diversiteit en concurrentie op de kredietmarkt.

De praktijk zou echter wel eens weerbarstig kunnen zijn. Op papier is het onderscheid tussen geld en krediet helder, maar wat gebeurt er als bedrijven huishoudens alsnog te veel krediet afnemen of verschaffen? Grijpt de overheid dan in? Dergelijke risico's, die nu via banken lopen, worden door deze nieuwe inrichting niet per definitie voorkomen. Er zal dus alsnog aanvullend beleid nodig zijn.

Het plan van 'Ons Geld' voorziet in de oprichting van een publieke monetaire autoriteit, die het nieuw geschapen geld gebruikt voor het financieren van publieke projecten.¹¹⁹ Op een dergelijke manier zou de overheid ook de verduurzaming van de samenleving kunnen financieren, zonder expliciet te bezuinigen op andere beleidsterreinen of geld te moeten lenen. Uiteraard voorziet het plan voor een publieke monetaire autoriteit ook in behoeften die breder gaan dan alleen verduurzaming. Zo biedt het op papier ook ruimte voor andere sociaal wenselijke uitgaven, zoals lagere loonbelastingen die huishoudens in staat stelt hun schulden versneld af te bouwen.

De omschakeling naar een publiekgeldsysteem komt met grote risico's voor de financiële stabiliteit

In de praktijk is het functioneren van een publieke monetaire autoriteit waarschijnlijk problematisch. Wie bepaalt wat maatschappelijk wenselijk is? Hoe zorgen we dat beslissingen niet te veel worden beïnvloed door de waan van de dag of particuliere belangen van regerende partijen of specifieke belangengroepen? Kortom: is een dergelijke inrichting werkbaar te maken, op een manier die zowel voldoende democratisch als rationeel is? En daarnaast: hoe moet de nieuwe autoriteit voldoende kennis en kunde opbouwen voor het inschatten van de juiste hoeveelheid nieuw geld in het algemeen en specifieke investeringen in het bijzonder? Sommige critici menen dat het voor een centraal instituut onmogelijk is om dit ooit in voldoende mate in te kunnen schatten en dat dit het geheel aan commerciële banken

119 Dit kan gebeuren doordat de intrinsieke (materiële) waarde van geld lager is dan de economische waarde. Zo kunnen overheden dus winst maken door geld te creëren, ook wel bekend als 'seignorage'. Deze seignorage kunnen publieke geldscheppers vervolgens gebruiken voor het financieren van andere projecten, zoals verduurzaming. Geldscheppen door commerciële banken innen deze seignorage niet, omdat zij geen eigenaar worden van het door hen geschapen geld maar de afnemer van het krediet. Zie: Boonstra, 'Hoe werkt geldschepping?'.

nu alleen lukt door de veelvuldige interacties met (potentiële) kredietafnemers. Wellicht dat het gebruik van geavanceerde data hierin een oplossing kan bieden, maar voorlopig blijft het antwoord op deze vragen ongewis.

Nog los van bovengenoemde vragen kent de omschakeling naar een publiek-geldsysteem ook grote risico's voor de financiële stabiliteit. Een dergelijke fundamentele herziening van het systeem zou om een aanpassingsperiode vragen waarin een geleidelijke transitie plaats kan vinden. Dit beperkt ook meteen de bijdrage die dit nieuwe systeem kan leveren aan de verduurzaming van de samenleving. Deze verduurzaming vraagt namelijk om concrete acties die direct tot resultaten leiden, niet ergens in de komende decennia. Bovendien is het de vraag of de maatschappij twee dusdanig ingrijpende transities tegelijkertijd kan behappen; mogelijk vergroot dit de risico's voor het slagen van (een van) beide.

Onze toekomstschets voor het monetair-financieel systeem

De bovenstaande scenario's bieden uiteenlopende richtingen voor een herziening van ons monetair-financieel systeem: (1) verder op de ingeslagen weg, met de voltooiing van de banken- en kapitaalmarktunie en een duurzame taxonomie; (2) radicale hervormingen, zoals een depositospaarbank en de verduurzaming van het ECB-mandaat; of (3) een fundamentele systeemwijziging, met de implementatie van een publiek-geldsysteem. De verschillende scenario's bieden voldoende concrete elementen voor de schets van een duurzaam en weerbaar monetair-financieel systeem in de toekomst.

We creëren een toekomstschets aan de hand van de vijf concrete voorwaarden die we aan het begin van dit hoofdstuk uiteen hebben gezet (zie onderstaande tabel). Deze toekomstschets is de stip op de horizon voor de hervormingen van het monetair-financieel systeem op de korte termijn die in het volgende hoofdstuk aan bod komen. Bij het maken van de toekomstschets ligt de nadruk op de beste invulling van de vijf voorwaarden. Praktische kwesties op de korte termijn, zoals voldoende politiek draagvlak en een vlottere of tragere implementatie, verdwijnen naar de achtergrond. De schets is in deze zin een ideaalbeeld: een ontwerp op een blanco vel.

Tabel 2 Overzicht van scenario's en voorwaarden

	SCENARIO 1: Ingeslagen weg	SCENARIO 2: Radicale hervorming	SCENARIO 3: Systeemwijziging
Voorwaarde 1: <i>Rol duurzaamheid bij investeringsbeslissing</i>	Verbeteren verplichte informatievoorziening	Hogere buffers voor fossiele investeringen	Sturende rol publieke monetaire autoriteit
Voorwaarde 2: <i>Groter aandeel risicodragend kapitaal</i>	Kapitaalmarktunie om meer financiering beschikbaar te stellen	Gelijke fiscale behandeling eigen en vreemd vermogen	Afschaffen impliciete en expliciete overheidsgaranties
Voorwaarde 3: <i>Meer diversiteit monetair-financieel systeem</i>	Meer financiering via kapitaalmarkten	Proportionaliteit in het financiële toezicht	Verlagen regeldruk in publiek geldstelsel
Voorwaarde 4: <i>Stabiele ontwikkeling kredietverlening; tegengaan excessieve schuldenopbouw</i>	Voltooiing bankenunie en anticyclische kapitaalbuffers; versneld afbouwen hypotheekrenteaftrek	Verdubbeling eigen vermogen banken en depositospaarbank; debiteurvriendelijk stelsel	Monetaire autoriteit als back-up voor private kredieten; lastenverlichting om schulden af te bouwen
Voorwaarde 5: <i>Stimuleren 'geduldig vermogen'</i>	Hogere bankbelasting kortlopend vermogen	Sterkere rol publieke investeringsbanken	Publieke fondsen via monetaire autoriteit

Bron: Eigen samenstelling.

Stabiele ontwikkeling kredietverlening

Onze toekomstschets vraagt om sterke integratie op Europees niveau: een Europese bankenunie met toezicht voor systeemrelevante instellingen en afwikkeling van faillissementen op Europees niveau. Deze stappen zijn essentieel voor het voorkomen van laks toezicht en het beschermen van nationale overheden tegen de financiële risico's van de binnenlandse financiële sector. Daarbij moeten financiële instellingen veel hogere buffers aanhouden, zodat ze beter in staat zijn hun kredietverlening op peil te houden bij financiële tegenvallers. Een simpel maar ambitieus uitgangspunt voor toekomstige minimumvereisten is het naar boven afronden van de huidige niveaus, wat de hefboomratio naar 10 procent en de kapitaalratio

met risicoweging naar 20 procent brengt.¹²⁰ Hierbij moet het voor de laatste ratio voortaan uitgesloten zijn dat commerciële banken op basis van hun eigen modellen te ver onder dit minimum komen. Omdat de vereiste hefboomratio naar rato harder stijgt dan de voor risico's gewogen kapitaalratio, krijgen banken een prikkel om echt meer eigen vermogen aan te houden en niet zozeer minder investeringen te doen die volgens de toezichtkaders risicovol zijn. Een essentiële eigenschap van de vereiste buffers is dat ze anticyclisch werken, dus dat toezichthouders ze kunnen sturen op de economische ontwikkeling: hoger in tijden van groei, zodat banken erop kunnen interen in tijden van economische tegenvind.

Alle belastingvoordelen voor schuldenopbouw op Europees niveau moeten worden afgebouwd

Het is verder van belang dat naast financiële instellingen ook andere private partijen voldoende buffers aanhouden om tegenvallers op te vangen en dus niet te veel schulden op te bouwen. Een gelijkere fiscale behandeling van eigen vermogen en schulden is hierbij essentieel, zowel voor huishoudens als voor bedrijven. Op termijn betekent deze gelijke behandeling dat alle belastingvoordelen voor schuldenopbouw op Europees niveau afgebouwd worden. Bovendien moet er in dit systeem op de lange termijn ruimte zijn voor (experimenten met) verdere aanscherping van ander beleid rondom schulden. Zo kan een verdere beperking van de maximale hypotheek (ten opzichte van inkomen of woningwaarde) de schuldenopbouw verder beperken, maar moet dit worden afgewogen tegen de ontwikkelingen op de woningmarkt. Een goed startpunt hierbij is om in ieder geval starters in eerste instantie uit te sluiten van een dergelijke verdere aanscherping, omdat zij nog niet de tijd hebben gehad om voldoende eigen vermogen op te bouwen.

120 Het optimale niveau voor buffers is sterk afhankelijk van de gekozen aannames. Volgens verschillende economische studies ligt het benodigde kapitaal om tegenvallers op te kunnen vangen ergens tussen de 10 en de 24 procent. Economen zijn het er niet over eens of hierbij rekening gehouden moet worden met risicogewichten of niet: met risicogewichten tellen verschillende bankbezittingen (zoals overheidsobligaties) namelijk voor minder dan de volledige waarde mee voor het bepalen van het benodigde kapitaal. Banken hoeven dus minder kapitaal aan te houden onder de kapitaalratio dan onder de hefboomratio. De hefboomratio is dus het voorzichtigere alternatief. Toezichthouders kijken normaliter naar een combinatie van de twee ratio's. Zie voor een overzicht van verschillende economische studies naar buffers bijvoorbeeld: Bill Nelson en Francisco Covas, 'What is the Optimal Level of Bank Capital?', *BPI*, 17 januari 2019; en Money and Banking, 'Understanding Bank Capital: A Primer', *Money and Banking*, 12 februari 2018.

Op de lange termijn bevat ons scenario in tegenstelling tot de huidige opzet echter geen Europees depositogarantiestelsel, maar een Europees systeem van nationale depositobanken. Hoewel de implementatie van een Europees depositogarantiestelsel op de korte termijn een noodzakelijke stap is voor het beschermen van overheden tegen het risico op bankfaillissementen, bevat ons scenario zo min mogelijk overheidsgaranties. Het systeem van nationale depositobanken stelt overheden in staat om een bepaald bedrag aan betaal- en spaartegoeden te garanderen per inwoner, zonder impliciete garanties aan commerciële banken te verstrekken. Zo is de maatschappij niet langer afhankelijk van commerciële banken voor het betaalverkeer en wordt een bankfaillissement gemakkelijker te dragen.

Een stabiele ontwikkeling van de kredietverlening vraagt ook in crisistijd om voldoende beschikbare kredieten

Een stabiele ontwikkeling van de kredietverlening vraagt ook in crisistijd om voldoende beschikbare kredieten. Daarom is het essentieel dat de centrale bank er bij het uitvoeren van haar crisisbeleid voor zorgt dat ingrepen ook daadwerkelijk leiden tot meer productieve investeringen (welke vervolgens de economie en inflatie weer op gang brengen). Het netwerk van Europese en nationale publieke investeringsbanken zal hierbij een belangrijke rol moeten spelen, bijvoorbeeld door tijdens zware crises met nieuwe rondes kwantitatieve verruiming doelgericht de reële economie op gang te houden. Hierbij moeten de publieke investeringsbanken natuurlijk in sterke mate rekening houden met maatschappelijke belangen, zodat er ook tijdens crises voldoende financiering beschikbaar blijft voor de benodigde investeringen voor de transitie naar een duurzame samenleving.

Transitie speelt mee bij investeringsbeslissingen

Om een duurzaam en weerbaar monetair-financieel systeem te creëren is het ook noodzakelijk dat de centrale bank aanstuurt op het faciliteren van maatschappelijke transities in plaats van het verstevigen van de status quo. De centrale bank moet een stabiele ontwikkeling van de kredietverlening nastreven om de transitie te faciliteren en een nauwe focus op financiële stabiliteit op de korte termijn vermijden. De Europese publieke investeringsbanken kunnen tijdens volgende crises groene obligaties uitgeven om zo de toekomstige opkoopprogramma's duurzamer te maken. Hiernaast is het van belang dat de centrale bank vooruitziend op de transitie al de bijbehorende risico's afdekt om zo financiële markten in de goede richting te bewegen; in het geval van de klimaat- en energietransitie betekent dit dat de ECB zo snel mogelijk klimaatbuffers in zal moeten voeren.

De grote vraag hierbij is hoe we centrale banken kunnen bewegen om maatschappelijke belangen mee te wegen, zonder dat hun onafhankelijkheid wordt aangetast. Een mandaat met twee doelstellingen is voor centrale banken niet ondenkbaar, noch een doelstelling waarop de politiek direct invloed kan uitoefenen.¹²¹ Er bestaan recente voorbeelden van centrale banken die hun mandaat hebben aangepast, zoals de centrale bank van Nieuw-Zeeland die maximale werkgelegenheid aan haar inflatiedoelstelling heeft toegevoegd. Om het mandaat van de ECB echt toekomstbestendig te maken is niet per se een herziening nodig, maar eerder een vastgelegd, democratisch proces dat het mogelijk maakt om haar mandaat eens in de zoveel tijd te evalueren en waar nodig te herijken.

Het ECB-mandaat moet door middel van een democratisch proces periodiek worden geëvalueerd en waar nodig herzien

Zo kan er eens in de vijf á zes jaar een moment plaatsvinden waarop het Europees Parlement samen met nationale parlementen de mogelijkheid krijgt om het mandaat van de centrale bank te evalueren en bij te schaven op basis van de grote maatschappelijke uitdagingen en financiële ontwikkelingen van die periode. In de tussentijd moet de centrale bank natuurlijk volledig onafhankelijk blijven in het uitvoeren van haar mandaat. Ook kan het verstandig zijn om bepaalde zaken uit het mandaat, zoals financiële stabiliteit, te beschermen tegen politieke invloed. Dit moet ervoor zorgen dat het mandaat van de centrale bank toekomstbestendig wordt (en blijft) zonder dat het risico ontstaat dat ze het monetair beleid naar politieke wensen gaat vormen.

In feite bevat het Europese wetgevingskader hiervoor al een logische ingang: volgens artikel 127 (1) van het verdrag op het functioneren van de EU 'ondersteunt het ESCB¹²² het algemene economische beleid in de Unie teneinde bij te dragen tot de verwezenlijking van de in artikel 3 van het Verdrag betreffende de Europese Unie omschreven doelstellingen van de Unie'. Als het algemene economische beleid van de EU er in de komende jaren op is gericht bij te dragen aan de verduurzaming van de samenleving, dan is het niet meer dan logisch dat deze verduurzaming ook een rol speelt in het beleid van de ECB. Het is dan aan de parlementen uit de Eurozone om haar functioneren op dit aspect te evalueren.

121 Zo streeft de centrale bank van de Verenigde Staten naast prijsstabiliteit ook naar volledige werkgelegenheid en wordt de inflatiedoelstelling van de *Bank of England* (Verenigd Koninkrijk) elke zoveel tijd officieel door de regering ingesteld.

122 ESCB staat voor het Europees Stelsel van Centrale Banken, bestaande uit de ECB en de nationale centrale banken uit de lidstaten van de Europese Unie.

Vergroten financiële diversiteit

Voor het vergroten van de diversiteit van het systeem, is het van belang dat er zowel een diverse verzameling van financiële instellingen als een divers aanbod van alternatieven voor bankfinanciering ontstaat. Voor het eerste punt is met name proportionaliteit van financieel toezicht van belang. Enerzijds kunnen toezicht-houders hun regime zo inrichten dat kleine en/of nieuwe instellingen niet hoeven te voldoen aan regels voor activiteiten die ze aantoonbaar niet uitvoeren. Anderzijds kunnen toezichthouders de kosten van hun toezicht ook zo verdelen dat deze niet buitenproportioneel op kleine en/of nieuwe instellingen drukken. Hiernaast is voor een divers aanbod van alternatieven voor bankfinanciering – parallel aan het creëren van een Europees speelveld voor banken – ook het wegnemen van intra-Europese barrières voor kapitaal van belang. Zo groeit het aanbod van financiering buiten banken om, waardoor bedrijven en projecten voor financiering niet meer afhankelijk zijn van banken.

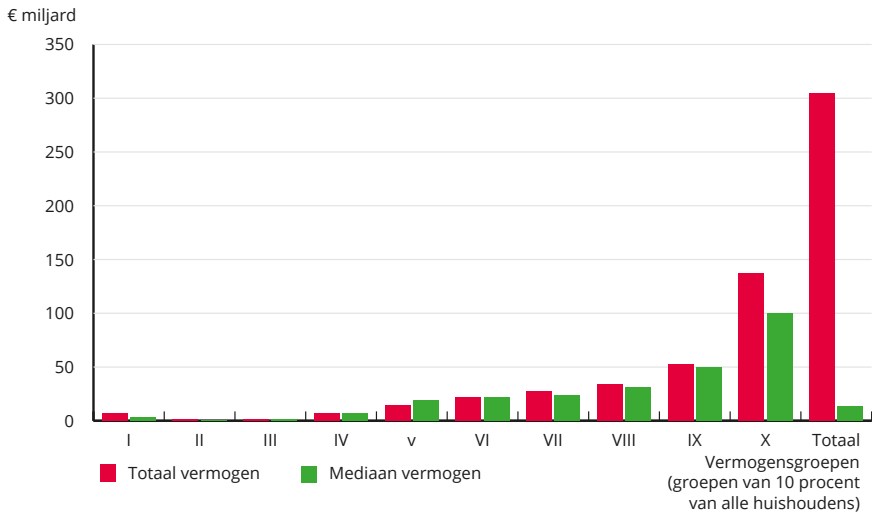
Deze benadering gaat hand in hand met een strikt mededingingsbeleid en ruimte voor nieuwe toetreders. Strikt mededingingsbeleid is noodzakelijk om ervoor te zorgen dat de creatie van een Europees speelveld voor banken niet leidt tot een dusdanige vorm van consolidatie dat overheden op Europees niveau afhankelijk worden van een klein aantal banken. Om dat te voorkomen moeten nationale overheden in samenspraak actief optreden tegen fusies en overnames die resulteren in financiële instellingen groter dan een bepaald balanstotaal en/of marktaandeel. Hiernaast moet de nationale overheid de toetreding van nieuwe kleine partijen actief faciliteren, waarbij de nadruk ligt op financiële instellingen die substantieel verschillen van de bestaande marktpartijen. Te denken valt aan kredietunies van MKB'ers, waarbij de overheid kan faciliteren met een aangepast toezichtregime of tijdelijke fiscale voordelen.

Meer risicodragend vermogen

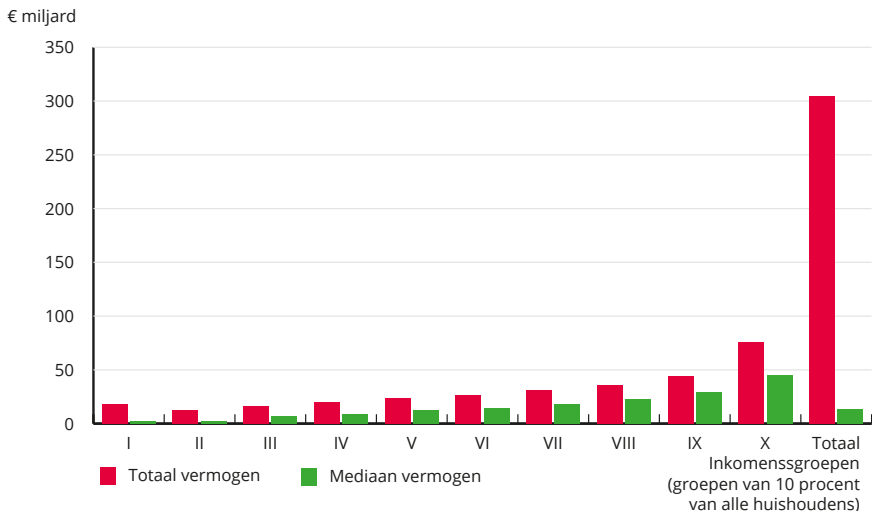
Zoals gezegd is het in een weerbaar monetair-financieel systeem van belang dat niet alleen financiële instellingen, maar ook huishoudens en bedrijven meer financieren met eigen risicodragend vermogen. De eerder genoemde aanpassingen omtrent de fiscale behandeling van schulden zorgen ervoor dat de vraag naar risicodragend vermogen toeneemt. Daarnaast kan de overheid via de nationale depositospaarbank het maximaal gegarandeerde bedrag lager instellen dan onder het huidige depositogarantiestelsel. Hierdoor is het voor een deel van de vermogende spaarders niet meer aantrekkelijk om hun vermogen via een bank als krediet uit te lenen. Voor deze groep wordt het dan financieel aantrekkelijker om hun vermogen als risicodragende financiering te investeren via bijvoorbeeld aandelenmarkten of investeringsfondsen.

Grafiek 3 Spaartegoeden Nederlandse huishoudens (2018)

A Spaartegoeden per vermogensgroep



B Spaartegoeden per inkomensgroep



Zoals de grafieken 3 a & b tonen is de huidige dekkingsgrens van het depositogarantiestelsel (100.000 euro per persoon per bank) - zacht gezegd - ruim. Bovendien is het totale spaarvermogen (circa 305 miljard euro) erg ongelijk verdeeld over inkomensgroepen en vermogensgroepen. Een lagere grens van bijvoorbeeld 100.000 euro per huishouden of 50.000 euro per persoon zou - gezien de mediane spaarvermogens - slechts een fractie van de meest vermogende Nederlandse huishoudens raken, maar toch een substantieel deel van het totale spaarvermogen (naar schatting minstens 70 miljard euro). Het verlagen van de grens zou voor deze meest vermogende huishoudens een spaarrekening minder aantrekkelijk maken vergeleken met risicovollere investeringen. Bron: CBS

Uiteindelijk is er bij het creëren van risicodragend vermogen ook een directe rol voor de overheid weggelegd. Omdat er in Nederland en Europa relatief weinig individuen en fondsen zijn die op grote schaal risicovolle investeringen willen doen, blijft de overheid de aangewezen partij om in dit gat te springen.¹²³ Volgens statistieken van de Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling (OESO) zijn dergelijke private investeringen in de Verenigde Staten goed voor 0,6 procent van het bruto binnenlands product (BBP), terwijl in Nederland maar 0,05 procent van het BBP naar deze investeringen gaat.¹²⁴ Om op hetzelfde niveau te komen zou de Nederlandse overheid dus jaarlijks minstens 0,5 procent van het BBP moeten investeren in risicovolle investeringen, omgerekend 4 tot 5 miljard euro per jaar. Het onlangs aangekondigde Nationaal Groeifonds is met 3 miljard euro per jaar een stap in de goede richting, maar het lijkt erop dat de middelen in het fonds juist niet of nauwelijks beschikbaar komen voor risicovolle investeringen zoals hierboven bedoeld.

Een goede invulling voor deze aanvullende publieke investeringen is een zogeheten *high risk, high gains*-fonds voor investeringen in technologische innovaties die een hoog risico hebben, maar ook een hoog verwacht financieel en/of maatschappelijk rendement.¹²⁵ Gekoppeld aan een concrete, duidelijke maatschappelijke missie (zoals de transitie naar een duurzame samenleving) kan een dergelijk fonds gericht risicovolle investeringen doen. Hierbij zullen verschillende projecten falen. Dit is echter geen probleem zolang het totaal aan investeringen kostendekkend is.

Geduldig kapitaal stimuleren

Ten slotte moet er voor de transitie naar een duurzame samenleving voldoende financiering beschikbaar zijn voor investeringen op de lange termijn. Het gaat hierbij om duurzame investeringen die over de gehele looptijd niet onrendabel zijn, maar wel pas in de toekomst rendement opleveren. Eerder noemden we het voorbeeld van energiebesparing en andere verduurzamende maatregelen in de gebouwde omgeving. Hier is een belangrijke rol weggelegd voor de publieke investeringsbanken, met de overheid als geduldige aandeelhouder. Als de overheid stuurt op rendement op de lange termijn en tussendoor verliezen durft te accepteren,

123 De hoeveelheid *venture capital*, fondsen die op grote schaal risicovolle start-ups financieren, is in de Verenigde Staten bijvoorbeeld veel hoger dan in de EU, zie: Magnus Henrekson en Tino Sanandaji, 'Schumpeterian entrepreneurship in Europe compared to other industrialized regions', *IFN Working Paper* (2017) nr. 1170.

124 OECD.Stat, 'Venture capital investments', https://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=VC_INVEST#.

125 Dialogic en SEO, *Beleidsvaluatie energie-innovatieregelingen*.

dan kan een publieke investeringsbank kredieten verlenen voor looptijden waar private financiers niet in willen of kunnen voorzien.

Conclusie

Ons ideale scenario voor een duurzaam en weerbaar monetair-financieel systeem voldoet aan de volgende vijf voorwaarden: (1) een stabiele ontwikkeling van beschikbare kredieten zonder excessieve schuldopbouw; (2) een serieuze rol voor verduurzaming bij toezicht en monetair beleid; (3) een systeem bestaande uit een diverse verzameling van financiële instellingen en financieringsconstructies met voldoende ruimte voor nieuwe toetreders; (4) voldoende hoge buffers en risicodragend vermogen; en (5) voldoende beschikbare financiering voor de lange termijn. Deze vijf voorwaarden vormen vervolgens de vijf bouwstenen voor onze toekomstschets; het ideaalbeeld van ons monetair-financieel systeem. In deze conclusie lopen we de concrete invulling van de vijf bouwstenen voor onze toekomstschets langs.

Europese en nationale publieke investeringsbanken spelen een cruciale rol in het verduurzamen van het monetaire beleid van de centrale bank

Allereerst kent onze toekomstschets een Europees raamwerk van financieel toezicht en afwikkeling van faillissementen in lijn met de huidige ingeslagen weg. In tegenstelling tot de huidige tendens komt er echter geen Europees depositogarantiestelsel, maar een netwerk van nationale depositospaarbanken. Dit om de impliciete overheidsgaranties in de financiële sector tot een minimum te beperken. Ook kent het systeem flink hogere vereiste buffers – een hefboomratio van 10 procent en een kapitaalratio van 20 procent – die bovendien anticyclisch werken en tegengesteld meebewegen met de economische conjunctuur. Om excessieve opbouw van private schulden af te remmen en aflossing te bevorderen verdwijnen op termijn alle fiscale voordelen voor schulden, waarbij wordt onderzocht of beleid gericht op schuldenopbouw aangescherpt kan worden.

Om de weerbaarheid van het systeem verder te versterken kent het systeem in onze toekomstschets – naast hogere buffers en een rem op de opbouw van schulden – een grotere diversiteit. Zo geldt er sterkere proportionaliteit in het financiële toezicht, waarbij kleine instellingen zoveel mogelijk ontzien worden voor activiteiten die ze niet ontplooiën. Verder streven toezichthouders naar een verdeling van de toezichtkosten die voor kleine instellingen in verhouding minder zwaar weegt dan voor grotere banken. Ten slotte is het essentieel dat er op Europees niveau

een actief en strikt mededingingsbeleid geldt, zodat fusies en overnames boven een bepaald balanstotaal en/of marktaandeel in principe worden afgekeurd.

Voor de financiering van de transitie naar een duurzame samenleving resteren dan nog twee specifieke problemen: de financiering van risicovolle projecten en het gebrek aan geduldige financiering. Om de eerste aan te pakken is een belangrijke rol weggelegd voor een *high risk, high gains*-fonds dat vanuit een duidelijke maatschappelijke doelstelling een diverse verzameling aan risicovolle, maar potentieel belangrijke innovaties stimuleert. Om het tweede probleem op te lossen is een belangrijke rol weggelegd voor publieke investeringsbanken die, met de overheid als geduldige aandeelhouder, financiering kunnen verzorgen voor projecten met looptijden waar private partijen niet in voorzien.

Hoge buffer-eisen en proportionaliteit in toezicht stimuleren de instroom van nieuwe, innovatieve partijen

Deze Europese en nationale publieke investeringsbanken kunnen vervolgens ook een cruciale rol spelen in het verduurzamen van het monetaire beleid van de centrale bank. Door in tijden van crisis groene obligaties uit te geven, bieden deze publieke investeringsbanken de centrale bank de mogelijkheid om haar opkoopprogramma's zo in te zetten dat ze de benodigde duurzame investeringen faciliteert die de reële economie draaiende houden. Daarnaast is het ook aan de centrale bank om klimaatbuffers in te stellen om financiële markten voor te bereiden op de transitie. Om bij de vormgeving van het mandaat van de centrale bank te voorzien in het faciliteren van maatschappelijke transitie gaat het niet zozeer om een eenmalige aanpassing, maar eerder om het instellen van een proces dat eens in de zoveel jaar het Europees parlement en de nationale parlementen de mogelijkheid biedt het mandaat van de centrale bank te evalueren en waar nodig te herijken. Zo moet de onafhankelijkheid van de centrale bank gewaarborgd blijven terwijl democratisch gekozen parlementariërs wel invloed kunnen uitoefenen op het mandaat.

Ons scenario maakt het systeem niet alleen duurzaam en weerbaar, maar zorgt er ook voor dat de marktwerking weer aan kracht toeneemt. Door de combinatie van Europees toezicht en de oprichting van depositospaarbanken neemt de nationale afhankelijkheid van commerciële banken sterk af en verdwijnen de impliciete overheidsgaranties. Hierdoor zullen aandeelhouders en andere financiers deze banken kritischer analyseren bij het verstrekken van financiering. Door de hoge vereiste buffers en proportionaliteit in het toezicht ervaren kleine en middelgrote instellingen een lagere regeldruk, wat ook de instroom van nieuwe innovatieve partijen stimuleert. Deze stimulans voor nieuwe toetreders zorgt, in combinatie met

strikte mededingingswetgeving, voor een sterke toename van de concurrentie in het monetair-financieel systeem. Deze concurrentie zorgt niet alleen voor verlaging van de doorgerekende financieringskosten aan debiteuren, maar maakt het voor financiële instellingen ook aantrekkelijker om zich te specialiseren en financiering met maatwerk te leveren.

Onze toekomstschets vormt een stip op de horizon voor de weg naar een duurzaam en weerbaar monetair-financieel systeem. De uitgangspunten (hogere buffers, proportioneel toezicht, remmen van schuldenopbouw, afbouwen overheidsgaranties, klimaatbuffers, sterke publieke sturing via investeringsbanken en periodieke herijking van het ECB-mandaat) moeten leidend zijn voor de hervormingen van het systeem. De weg naar onze gewenste toekomst kan echter onverwachte wendingen nemen, afhankelijk van de ontwikkelingen in de dagelijkse realiteit. Om de koppeling te maken tussen deze toekomstschets en de hindernissen uit de dagelijkse realiteit doen we in het volgende hoofdstuk een aantal aanbevelingen aan beleidsmakers voor de eerstvolgende concrete stappen.

3

Een praktisch handvest voor hervormingen

“A man is lost on small roads in Ireland, as he wants to get to Dublin. He sees an old man in the field and he asks him: ‘Sir, how do I get to Dublin?’, to which the old man responds: ‘Well sir, if I were you, I wouldn’t start from here.’”

William White¹²⁶

¹²⁶ William White (oud-bestuurder bij de OECD) in een keynote speech, zie: William White, ‘The Future of Money’, *Conference on The Future of Money*, 24 november 2018, Frankfurt, Duitsland.

De realisatie van een monetair-financieel systeem, zoals we dat in hoofdstuk twee hebben geschetst, vraagt om een langzame en geleidelijke transitie. Het tegengaan van klimaatverandering vraagt echter om ingrepen die op de korte termijn al leiden tot een groter aanbod van duurzame financiering. In dit hoofdstuk schetsen we aan de hand van voorstellen uit de beleidsdiscussie een twaalfpuntenplan, waarmee beleidsmakers direct aan de slag kunnen. Bovenstaand citaat van William White is daarbij tekenend voor de huidige situatie in het monetair-financieel systeem: onze uitgangspositie is verre van ideaal. Ongekend ruim monetair beleid, historische schuldenniveaus en nieuwe concurrentie voor financiële instellingen maken ons monetair-financieel systeem kwetsbaar en instabiel. In dit hoofdstuk bespreken we deze en andere ontwikkelingen, die de komende jaren de context voor nieuw beleid zullen vormen. Vervolgens komen twaalf aanbevelingen aan bod die het monetair-financieel systeem op de korte termijn duurzamer en weerbaarder maken. Ten slotte bespreken we de relatie van onze analyse met drie belangrijke zaken buiten het bereik van dit rapport: CO₂-beprijzing, transparantie en schaduwbanken.

Er is een aantal ontwikkelingen gaande die een belangrijke invloed zullen hebben op ons geldstelsel in de nabije toekomst. Hierbij gaat het zowel over technologische en economische ontwikkelingen als hervormingen van relevant beleid. Het schetsen van deze ontwikkelingen en hervormingen is van belang om de aanbevelingen in dit hoofdstuk van context te voorzien. Zo ontstaat er direct een beeld van de mogelijke knelpunten en kansen bij de implementatie van de voorgestelde hervormingen.

Allereerst is met het initiatief voor de voltooiing van de Europese bankenunie een proces op gang gekomen om bankregulering en toezicht te centraliseren. In de huidige plannen bevat de Europese bankenunie uiteindelijk een (voornamelijk) centraal banktoezicht, een centraal fonds voor het afwikkelen van failliete banken en een Europees depositogarantiestelsel. Het eerste onderdeel is al rond, de andere twee staan nog in de steigers. Hoewel de definitieve vorm van de Europese bankenunie nog niet helemaal duidelijk is, lijkt er een sterke tendens te zijn richting het creëren van een Europees speelveld voor banken. De eerste signalen wijzen erop dat in de jaren na de invoering van het Europese toezicht de concurrentie tussen grote, systeemrelevante banken is toegenomen.¹²⁷ Dit zou tot gevolg kunnen hebben dat deze banken grensoverschrijdende fusies aangaan om hun kosten verder terug te dringen, wat op termijn een sterke en ongewenste invloed kan hebben op de vorm van het Europese bankenlandschap.

¹²⁷ Bikker en Okolelova, 'Meer concurrentie tussen banken sinds Europees banktoezicht'.

Ook begeeft de centrale bank zich op onbekend terrein door het omgekeerd ruime monetaire beleid sinds de financiële crisis, zeker na de recente hervatting van het opkoopprogramma. Deze situatie zal door de recente economische ontwikkelingen als gevolg van de coronacrisis zeker nog enige tijd voortduren. De zeer lage rente zorgt ervoor dat schuld financieel aantrekkelijk blijft, zeker voor overheden, en dat de winstmarges van met name kleine banken afnemen.¹²⁸ Als gevolg ontstaat er een situatie waarin enerzijds het private schuldenniveau in de economie hoog blijft of zelfs verder groeit en anderzijds banken minder financiële ruimte hebben om hogere buffers op te bouwen. Beide ontwikkelingen zijn slecht voor de weerbaarheid van het monetair-financieel systeem en vergroten dus de noodzaak tot ingrijpen op de korte termijn. Bovendien zal verruiming van monetair beleid bij een volgende crisis mogelijk aan effectiviteit en/of geloofwaardigheid inboeten, nu de ECB al een substantieel en groeiend deel van de beschikbare obligaties in haar portefeuille heeft. Het is maar de vraag wanneer de grenzen van de kwantitatieve verruiming bereikt zijn.

De mensen die het meeste profiteren van het huidige klimaatbeleid – en zullen lijden onder het ontbreken ervan – zijn nog niet geboren

Tegelijkertijd creëren lage rentes en de huidige economische tegenwind een mogelijkheid voor overheden om tegen lagere kosten cruciale investeringen te doen en zo de economie gaande te houden. Momenteel worden de Nederlandse klimaatmaatregelen voornamelijk gefinancierd met hogere belastingen, zodat de overheidsschuld nauwelijks oploopt. Omdat mensen de gevolgen van de energietransitie voelen in hun portemonnee brokkelt het draagvlak sneller af. Dit terwijl de mensen die het meeste profiteren van het huidige klimaatbeleid (of zullen lijden onder het ontbreken ervan) nu nog geen cent belasting betalen. Zij zijn immers nog niet geboren. Natuurlijk mag een lage rente geen excuus zijn om overheidsuitgaven eindeloos te verhogen, maar tegelijkertijd lijkt dat wel te zijn waar financiële markten (inmiddels samen met de ECB) om vragen. Als beleggers immers zelfs geld toe willen leggen op leningen aan nationale overheden vragen ze die overheden eigenlijk om méér schuld te maken. Zo bieden de lage rentes niet alleen een mogelijkheid voor hogere publieke investeringen, ze zijn ook een oproep daartoe.

Ten slotte ervaren Europese banken steeds meer concurrentie van andere marktpartijen, die vaak niet aan dezelfde strenge wet- en regelgeving hoeven te

¹²⁸ Ibidem.

voldoen. Deze concurrentiedruk wordt de komende jaren waarschijnlijk alleen maar sterker met de implementatie van de *Payment Service Directive* (PSD) 2-richtlijn, die partijen toegang geeft tot betaalgegevens na toestemming van de rekeninghouder. Bovendien staan de winstmarges van banken, zeker de kleinere, sterk onder druk door de dalende rentes. Dit betekent dat deze banken minder financiële ruimte overhouden om innovatieve investeringen te doen. De grootste concurrentie kwam jarenlang vooral vanuit de hoek van kleine, innovatiebedrijfjes, zogeheten *fintech*-bedrijven. Tegenwoordig lijken grote technologiebedrijven de voornaamste uitdagers van traditionele banken. Zij komen met concurrerende betaaldiensten en financiële producten.¹²⁹ Gevestigde financiële instellingen voeren in de praktijk een oneerlijke strijd tegen deze grote technologiebedrijven: die laatste hebben meer financiële middelen tot hun beschikking, meer ervaring met en kennis van digitale technologieën en minder last van de huidige financiële regeldruk.

Twaalf aanbevelingen voor de korte termijn

Om ons monetair-financieel systeem op korte termijn al duurzamer en weerbaarder te maken is het van groot belang dat beleidsmakers nú in actie komen. De toekomstschets uit het vorige hoofdstuk kan hiervoor, zoals gezegd, een leidraad bieden; een stip op de horizon. De hierboven beschreven ontwikkelingen vragen echter om een meer pragmatische aanpak op de korte termijn; grote, radicale hervormingen op de korte termijn zouden de onzekerheid in het systeem vergroten en zo het bestaande precaire evenwicht verzwakken.

Onderstaande twaalf punten dienen als handvatten voor hervormingen op de korte termijn: zes aanbevelingen voor Nederlandse beleidsmakers en zes voor hun collega's op EU-niveau. Op beide niveaus zijn drie aanbevelingen gericht op het vergroten van de weerbaarheid van het systeem en drie aanbevelingen op het verduurzamen van het systeem.

Nederland: minder schulden, sterkere publieke sturing

Op nationaal niveau ligt de prioriteit op het verminderen van de schuldafhankelijkheid van huishoudens en bedrijven en het vergroten van de beschikbare financiering voor niet-marktrijpe duurzame investeringen. Zoals gezegd moet op zeer korte termijn al circa 30 miljard euro extra per jaar beschikbaar komen voor de benodigde verduurzamende projecten. De Nederlandse private schuldenberg is enorm, terwijl de overheidsschuld voor Europese begrippen vrij laag (en dalende) is. Tegelijkertijd is onze financiële sector relatief groot in relatie tot de gehele economie en bestaan

¹²⁹ Zo werkt Facebook aan een plan voor de Libra (een financieel product dat dienst kan doen als betaalmiddel) en neemt ook het gebruik van de betaalmethode Alipay (van Alibaba) toe.

er weinig serieuze alternatieve financieringsmogelijkheden naast bankkredieten. Bovendien is de diversiteit van ons financiële systeem beperkt, gelet op verdienmodel en eigendomsstructuur.

1 **Bouw nu private schulden af**

De historisch hoge private schuldenniveaus maken onze economie instabiel. Door hun hoge schulden zijn bedrijven en huishoudens minder goed in staat om financiële tegenvallers op te vangen. In tijden van crisis trekken zij de broekriem te hard aan en versterken zij de economische neergang. Door minder te consumeren en te investeren remmen zij de economische activiteit verder af. Bovendien zijn, zoals in hoofdstuk een aangegeven, deze partijen met hoge schulden minder goed in staat om langetermijninvesteringen te doen die noodzakelijk zijn voor verduurzaming.

De gunstige behandeling van schuld in het belastingstelsel moet worden afgeschaft

De belangrijkste stap om de opbouw van private schulden af te remmen en op termijn af te bouwen, is het afschaffen van de gunstige behandeling van schuld in het belastingstelsel. Bij bedrijven geldt dit voor alle rentebetalingen. Het aantrekken van vreemd vermogen (schuld) is financieel aantrekkelijker dan eigen vermogen (bijvoorbeeld via aandelenuitgiften). Voor huishoudens is de hypotheek-renteaftrek het meest in het oog springende voorbeeld, waarbij het belastingvoordeel toeneemt met de hoogte van de hypotheek.¹³⁰ Ook hier geldt dat dit beleid consumenten stimuleert om schulden te maken en soms zelfs om met geleend geld te speculeren op de woningmarkt.

Hiernaast is het van belang dat de overheid onderzoekt of de wetgeving omtrent (de afwikkeling van) schulden zo kan worden aangepast dat financiële risico's gelijkjer verdeeld zijn over debiteuren en crediteuren. In de praktijk zou dit kunnen betekenen dat, mocht een debiteur failliet gaan of bijvoorbeeld de hypotheek niet meer kunnen afbetalen, kredietverleners ook een deel van de kosten dragen. Dit vereist dat wetgeving zo wordt aangepast dat schuldeisers bij persoonlijk of bedrijfsmatig faillissement een bepaalde fractie van hun lening moeten afschrijven; een soort verplicht eigen risico. Natuurlijk bestaat hier een risico dat een 'debiteurvriendelijker' stelsel partijen juist aanmoedigt om schulden aan te gaan. In dit geval

¹³⁰ Daarnaast zijn ook (rentebetalingen op) andere soorten schulden te verrekenen met de te betalen belasting.

hebben kredietverleners echter een duidelijke prikkel om de kredietverlening tijdig af te remmen om hun eigen verliezen te beperken. Deze prikkel tot afremmen functioneert in de huidige wet- en regelgeving onvoldoende.

Hoewel harmonisering van (belasting)beleid ten opzichte van schulden op Europees niveau voor de hand ligt, moet de Nederlandse overheid hier nu al zelf het initiatief nemen. Op Nederlands niveau is het goed mogelijk om bovengenoemde stappen in te zetten. Omdat er op dit moment ook geen sprake is van een gelijk Europees speelveld voor de fiscale behandeling van schuld, is het nastreven daarvan geen sterk argument voor het tegenhouden van nationale hervormingen. Omdat de rente zo laag is biedt de huidige tijd een uitgelezen kans om dergelijke – normaal impopulaire – maatregelen door te voeren.

*De huidige lage rentes maken het voor de overheid
makkelijker om huishoudens fiscaal te ondersteunen
bij het afbouwen van schulden*

Bovendien kan de overheid in de huidige situatie met zeer lage rentes, wanneer dit nodig is, huishoudens gemakkelijker fiscaal ondersteunen bij het afbouwen van schulden. De meeste huishoudens met hoge schulden hebben namelijk weinig financiële ruimte om deze schulden af te lossen; het zijn vaak huishoudens met lage inkomens en relatief hoge vaste lasten.¹³¹ Ook de kosten voor de energietransitie drukken via de energierekening nu relatief zwaar op de lagere inkomens. Mocht blijken dat deze groepen ondanks bovenstaande maatregelen problematische schulden blijven ervaren, dan kan de overheid ook financiële ondersteuning bieden. Dit kan zowel direct, in de vorm van lastenverlichting, als indirect, via hogere investeringen in de gemeentelijke schuldhelpverlening. Hoge schulden bij bedrijven en huishoudens worden des te problematischer nu de vooruitzichten door de gevolgen van de coronacrisis voor velen van hen met de dag slechter worden. De overheid moet voorkomen dat deze schuldenberg – door oplopende verliezen in de financiële sector – de komende maanden de stabiliteit van het monetair-financieel systeem ondermijnt.

¹³¹ Gea Schonewille en Céline Crijnen, *Financiële problemen 2018. Geldzaken in de praktijk 2018-2019 deel 1* (2018); Jeannine Julen, 'Aantal aanmeldingen bij schuldhelpverlening daalt, maar veel schuldenaren blijven onvindbaar', *Trouw*, 4 juni 2019.

2 Houd de Volksbank in publieke handen

Sinds de nationalisatie van toen nog SNS REAAL in 2013 is de Volksbank eigendom van de Nederlandse overheid. Nu de Nederlandse financiële sector in iets rustiger vaarwater is gekomen staat de toekomst van de Volksbank ter discussie. Het kabinet heeft als doel om de Volksbank te privatiseren, maar stelde een definitieve beslissing daarover uit tot ten minste eind 2020. In de tussentijd onderzoekt de overheid mogelijke scenario's; van een beursgang tot een fusie met een bestaande instelling. Zo blijft de Volksbank voorlopig nog in publieke handen, maar teleurstellend genoeg niet als gevolg van een duidelijke visie.

De Volksbank kan in publieke handen een essentiële rol spelen bij het verankeren van maatschappelijke waarden en belangen

De Volksbank kan in publieke handen een essentiële rol spelen bij het verankeren van maatschappelijke waarden en belangen in het monetair-financieel systeem. Critici menen dat de Volksbank bij een privatisering, door de financiële opbrengsten van een beursgang of verkoop, het hoogste maatschappelijke rendement oplevert.¹³² Een dergelijk standpunt heeft echter onvoldoende oog voor de maatschappelijke baten van de Volksbank in publieke handen op de lange termijn. Met de overheid als geduldige aandeelhouder kan de Volksbank in diensten voorzien die moeilijk via algemene wet- en regelgeving zijn af te dwingen. Bijvoorbeeld een nieuwe aanpak met het signaleren en oplossen van problematische schulden of het openen van vestigingen op locaties waar veel commerciële banken verdwijnen.¹³³

Ook voor de weerbaarheid en duurzaamheid van het monetair-financieel systeem kan de Volksbank in publieke handen veel betekenen. Allereerst vergroot de Volksbank zo de diversiteit en daarmee de weerbaarheid van het systeem. Daarnaast kan de Volksbank diensten leveren die voor andere banken financieel onaan-trekkelijk zijn, zoals het financieren van kleinschalige lokale duurzame initiatieven. Het maatwerk dat dit vraagt heeft een grote maatschappelijke waarde maar is voor commerciële banken een overbodige kostenpost. Ook kan de Volksbank met haar kredietverlening een tegenwicht bieden aan de ontwikkeling van de krediet-verlening van andere banken. Door hogere buffers aan te houden in periodes van

¹³² FD, 'Verkoop Volksbank aan de hoogste bidder', *Financieel Dagblad*, 13 november 2019.

¹³³ Eva Rooijers, 'Volksbank-ceo: 'Wij bevinden ons in een perfect storm'', *Financieel Dagblad*, 16 november 2019.

economische groei kan de Volksbank meer kredieten verstrekken in periodes van economische tegenspoed. Als ze hierbij de nadruk legt op duurzame en andere maatschappelijk wenselijke investeringen, draagt deze aanpak bij aan zowel de weerbaarheid en duurzaamheid van het systeem, als de groene transitie.

De Volksbank is bij uitstek geschikt om kleinschalige lokale duurzame initiatieven te financieren

Ten slotte biedt de Volksbank in publieke handen een sterk instrument om het systeem toekomstbestendig te maken, bijvoorbeeld door te experimenteren met een depositospaarbank. Door een gebrek aan praktijkvoorbeelden is de discussie over publieke alternatieven voor betalen en sparen nu nog voornamelijk gebaseerd op theoretische argumenten. De Nederlandse overheid kan een voortrekkersrol nemen door via de Volksbank een eerste experiment op te starten met het creëren van een veilige spaarbank. Dit experiment stelt de overheid in staat om het gedrag van (potentiële) klanten te analyseren en te onderzoeken of en in welke vorm een dergelijk publiek alternatief een waardevolle toevoeging is aan het systeem. Dit experiment kan zelfs zolang het depositogarantiestelsel nog in functie is (en andere banktegoeden dus ook ‘veilig’ zijn) nuttige inzichten opleveren. Ook sluit het alternatieve onderzoeken – zoals de oproep tot een experiment met een *central bank digital currency*, uitgegeven door DNB – niet uit.

3 Faciliteer nieuwe toetreders

Hoewel de Volksbank in publieke handen al een belangrijke bijdrage levert aan de diversiteit van het bankenlandschap, zijn verdere hervormingen voor het vergroten van de diversiteit noodzakelijk. Zoals gezegd dwingt groeiende regel-
druk financiële instellingen in sterke mate tot consolidatie, omdat zij door schaal-
vergroting de toezichtkosten kunnen drukken. Deze toezichtkosten wegen momen-
teel buitenproportioneel zwaar op kleinere financiële instellingen, vanwege de
degressieve opbouw van het tarief naar omvang van het vermogen.¹³⁴ Tegelijkertijd
hebben grotere banken het voordeel dat ze gemakkelijker eigen risicomodellen
kunnen ontwikkelen, waarmee ze vervolgens de hoogte van hun verplichte

¹³⁴ Regeling bekostiging financieel toezicht 2019, <https://wetten.overheid.nl/BWBR0042281/2019-06-13>.

kapitaalbuffers substantieel kunnen verlagen.¹³⁵ Bovendien zijn de winstmarges van grote, systeemrelevante banken in de EU ook nog eens veel groter dan die van kleinere banken, omdat ze meer specialistische, lucratieve diensten kunnen bieden zoals adviezen over fusies en overnames.¹³⁶

Het is tijd voor een tegenwicht voor financiële prikkels tot schaalvergroting, consolidatie en concentratie

Het is voor de diversiteit van de Nederlandse financiële sector van groot belang dat een tegenwicht ontstaat voor deze sterke financiële prikkels tot schaalvergroting, consolidatie en concentratie. Dit tegenwicht bestaat idealiter uit verschillende componenten. Ten eerste vereist dit een proportionele verdeling van de toezichtkosten door het degressieve tarief om te zetten in een gelijkblijvend of progressief tarief. Ten tweede moet DNB onderzoeken of het mogelijk is voor toezichthouders om de toezichtkosten zo op te knippen dat kleinere instellingen alleen het toezicht betalen op de diensten die ze daadwerkelijk bieden. Mochten de eerste twee componenten onvoldoende blijken, dan kan de nationale overheid sterke consolidatie nog verder tegengaan met een progressief tarief van de bankenbelasting.

4 Focus op high risks, high gains

Om de verduurzaming van de samenleving te financieren is het van groot belang dat er voldoende financiering beschikbaar is voor risicovolle investeringen in innovaties met veel potentie. Dergelijke niet-marktconforme investeringen vormen de komende jaren ongeveer de helft van de financieringsbehoefte voor de Nederlandse transitie.¹³⁷ In de Verenigde Staten komt deze financiering van private durfinvesteerders via financiële markten.¹³⁸ In Nederland en Europa is het aanbod van risicodragende financiering nog relatief onderontwikkeld.¹³⁹ Vanwege de sterke focus op financiering via banken kent ons monetair-financieel systeem weinig ruimte voor risicovolle financiering. Zeker daar we van banken verwachten dat ze

135 Begley e.a., 'The strategic underreporting of bank risk'; Sophia Döme, Stefan Kerbl en Markus Behn, 'Comparability of Basel risk weights in the EU banking sector', *Financial Stability Report* 34 (2017), p. 68-89.

136 Bikker en Okolelova, 'Meer concurrentie tussen banken sinds Europees banktoezicht'.
137 PBL, *Investerings energietransitie en financierbaarheid*.

138 Henrekson en Sanandaji, 'Schumpeterian entrepreneurship in Europe compared to other industrialized regions'.

139 Zie bijvoorbeeld: Europese Commissie, 'VentureEU - the European Union venture capital mega-fund', <https://ec.europa.eu/programmes/horizon2020/en/ventureeu>.

terughoudend zijn in het nemen van risico's en belastingvoordelen bieden voor financiering via schulden ten opzichte van risicodragend eigen vermogen.

Om dit probleem in Nederland op de korte termijn aan te pakken zal de overheid in deze risicovolle financiering moeten voorzien voor de benodigde duurzame innovaties. Bij de evaluatie van de bestaande subsidieregelingen voor energie-innovaties kreeg de overheid het advies om hier een speciaal fonds voor op te zetten: een zogeheten *high risk, high gains*-fonds specifiek gericht op risicovolle duurzame innovaties met veel potentie.¹⁴⁰ Een dergelijk fonds moet fungeren als een publiek alternatief voor durfkapitaal, met een combinatie van subsidies en risicodragende leningen. Hierbij kan het fonds een vergelijkbare werkwijze hanteren als durfinvesteerders: hoge risico's accepteren op individuele investeringen, maar het totaal aan investeringen zo samenstellen dat er een grotere kans ontstaat op voldoende (maatschappelijk) rendement. Dit vereist een aanpak gericht op diversificatie, waarbij het fonds investeert in verschillende technologische alternatieven.

Het Nationaal Groeifonds moet risicovolle technologische innovaties financieren

De discussie over een dergelijk overheidsfonds is momenteel extra relevant gezien de lage rentes en het recentelijk gelanceerde Nationaal Groeifonds. De lage rentes op de staatsschuld zorgen er immers voor dat een dergelijk overheidsfonds bij een minimale bijdrage aan de economische groei financieel al rendabel is, nog los van de bijkomende maatschappelijke baten van een dergelijk fonds. Het Nationaal Groeifonds lijkt in de plannen van het kabinet voorlopig echter vooral gericht te zijn op economische groei door grootschalige projecten en niet primair op maatschappelijk rendement en risicovolle innovaties. Dit is een gemiste kans: een investeringsfonds kan een essentiële rol spelen in het stimuleren van de transitie naar een duurzame samenleving door risicovolle technologische innovaties te financieren.

5 Creëer geduldig vermogen

Om de verduurzamingsopgave te financieren is het hiernaast van belang dat het aanbod van geduldig vermogen voor de lange termijn groeit. Dit vermogen is van belang voor duurzame investeringen die een relatief goed en voorspelbaar rendement hebben, maar een lange terugverdientijd. Het beste voorbeeld hiervan zijn investeringen in de verduurzaming van de gebouwde omgeving, die via lager

¹⁴⁰ Dialogic en SEO, *Beleidsevaluatie energie-innovatieregelingen*.

energieverbruik een relatief zeker rendement opleveren. Dergelijke investeringen zijn desondanks niet aantrekkelijk voor private partijen, voornamelijk vanwege hun lange looptijd. Voor banken en verzekeraars is het een groot risico om hun middelen voor een lange tijd vast te zetten. Voor pensioenfondsen en andere toekomstgerichte beleggers is het vaak onaantrekkelijk om grote investeringen te doen in specifieke projecten omdat zij hiermee hun financiële risico's onvoldoende kunnen spreiden. Het aanpassen van de internationale spelregels voor financiële instellingen kan tijdrovend zijn, maar verdient desondanks de aandacht. Door bijvoorbeeld het beloningsbeleid te koppelen aan prestaties op de lange termijn of stemrecht te beperken voor kortstondige aandeelhouders zal het langetermijnperspectief een grotere rol gaan spelen.

Door stemrecht te beperken voor kortstondige aandeelhouders zal het langetermijnperspectief een grotere rol gaan spelen

De Nederlandse overheid heeft twee manieren om direct het aanbod van geduldig vermogen in de samenleving te stimuleren. Allereerst kan ze zelf het voortouw nemen door publieke investeringen in lijn te brengen met de doelstellingen van de klimaat- en energietransitie. Concreet betekent dit dat ze meer financiering beschikbaar moet stellen voor duurzame investeringen op de lange termijn, zoals die in de gebouwde omgeving, klimaatadaptatie en infrastructuur voor energieopwekking en -opslag.¹⁴¹ De overheid kan hiernaast een misschien nog wel grotere rol spelen door de al bestaande private spaartegoeden te mobiliseren voor dergelijke investeringen. Hiervoor moet de overheid een kanaal faciliteren waarlangs private partijen gemakkelijker kunnen investeren in duurzame projecten met een lange looptijd. De overheid trekt dan private besparingen aan, bijvoorbeeld via langlopende obligaties, en zet deze vervolgens in voor de desbetreffende investeringen.

Voor beide manieren zijn drie concrete uitvoeringsopties denkbaar: (1) het Groeifonds, (2) de publieke investeringsbank Invest-NL, of (3) de Volksbank. Via de eerste twee kan de Nederlandse overheid haar eigen investeringen in lange termijn

¹⁴¹ Dergelijke investeringen zijn volgens sommigen nu juist rendabel door de negatieve rente op overheidsschuld: als we deze investeringen uitstellen, missen we in de tussentijd inkomsten op de schuld. Hierbij geldt dan wel de kanttekening dat deze investeringen noodzakelijk moeten zijn voor de transitie. Zie voor dit argument bijvoorbeeld: Coen Teulings, 'Investeringsfonds is goed idee, maar gebruik het voor de burgers om te consumeren', *Financieel Dagblad*, 19 september 2019.

projecten verhogen en afschermen van de politieke waan van de dag. Ook kan ze private besparingen aantrekken door langlopende groene obligaties uit te geven en met deze middelen het budget verder aanvullen. De Volksbank kan in beperkte mate voorzien in de financiering van duurzame investeringen op de lange termijn, zolang de overheid als geduldige aandeelhouder genoeg neemt met een lager financieel rendement (op de korte termijn). Hiernaast zou ook de Volksbank groene obligaties uit kunnen geven om direct privaat vermogen aan te trekken. De overheid zou deze drie alternatieven de komende tijd goed moeten onderzoeken, om te kijken welke (combinatie van) alternatieven het beste voorziet in de duurzame financieringsbehoefte.

Groene overheidsobligaties kunnen een katalysator zijn voor de financiering van de transitie

Het vergroten van het aanbod van groene obligaties – vooral die obligaties met een lange looptijd – is hierbij een belangrijke bijkomstigheid. Deze obligaties vormen, zeker wanneer ze afkomstig zijn van overheden of publieke instellingen, een aantrekkelijke manier voor financiële instellingen om hun balansen te verduurzamen. Dit is met name voor pensioenfondsen erg interessant, omdat de meeste bestaande duurzame financiële producten nog relatief risicovol zijn. Groene overheidsobligaties vullen zo een belangrijk gat in de markt, gezien de grote vraag bij de recente uitgifte van de Nederlandse overheid.¹⁴² Groene overheidsobligaties kunnen een katalysator zijn voor de financiering van de transitie, omdat ze financiële middelen aantrekken die eerder niet beschikbaar waren.

6 Maak ruimte voor financieel maatwerk

Ten slotte is het voor de verduurzaming van onze samenleving van belang dat het monetair-financieel systeem voldoende maatwerk biedt voor de financiering van kleinschalige en vernieuwende projecten. Het benodigde maatwerk voor afwijkende duurzame projecten en bedrijven komt in het huidige systeem niet tot stand, omdat de bijkomende hogere kosten voor de meeste banken een last zijn. In een concurrerende markt met een focus op schaalvergroting, kostenreductie en maximale efficiëntie is het financieel gezien niet aantrekkelijk om bij het verstrekken van nieuwe kredieten meer dan de minimaal noodzakelijke kosten te maken, zeker als het slechts om kleine kredieten gaat. Zonder ingrijpen is het waarschijnlijk dat

¹⁴² Egbert Kalse, 'Staat haalt 6 miljard euro op met uitgifte groene obligatie', *NRC*, 21 mei 2019.

de huidige situatie de komende jaren enkel verslechtert; lage rentestanden dwingen (met name kleine) banken tot verdere kostenreducties en schaalvergroting.

De Nederlandse overheid kan via twee kanalen meer ruimte creëren voor het benodigde financiële maatwerk, door: (1) het vergroten van de diversiteit van de bankensector; en (2) het stimuleren van alternatieven voor bankfinanciering. Het eerste kanaal kwam eerder in dit hoofdstuk al uitgebreider aan bod. Een belangrijk element van een meer diverse bankensector voor het leveren van maatwerk is de rol van de overheid bij de financiering van lokale, kleinschalige projecten. De Volksbank kan hier, bijvoorbeeld via de tak van de Regiobank, een rol in spelen, door de drempel tot financiering voor dergelijke projecten te verlagen. Bovendien zou een regionaal georiënteerde bank dergelijke projecten mogelijk tegen lagere kosten kunnen financieren, omdat zij door de kleinere (fysieke en sociale) afstand tot een project gemakkelijker en/of betere informatie kan verzamelen.

Het tweede kanaal blijft hiernaast ook van belang om geschikte alternatieven voor bankfinanciering te stimuleren. Dit kanaal vergroot het totale aanbod van financiering voor kleinschalige en vernieuwende duurzame initiatieven en verbetert daarmee de kans dat deze initiatieven daadwerkelijk van de grond komen. De overheid kan een belangrijke rol spelen door fiscale versoepelingen en hervormingen die meer ruimte bieden aan nieuwe financiële instellingen, zoals voorgesteld onder punt drie. Ook kan de overheid samen met toezichthouders actief op zoek gaan naar particuliere initiatieven voor nieuwe financieringsvormen en proactief onderzoeken of bestaande regelgeving en toezichtkaders niet te knellend zijn voor hun verdere ontplooiing. Deze aanpak moet natuurlijk niet ten koste gaan van de consumentenbescherming en de stabiliteit van het systeem, maar waar mogelijk wel experimenteeruimte bieden voor kleinschalige initiatieven.

Een regionaal georiënteerde bank kan verduurzamende projecten mogelijk tegen lagere kosten financieren

Goede voorbeelden van dergelijke nieuwe financieringsvormen zijn kredietunies voor het MKB en *crowdfunding* voor lokale initiatieven. Al zijn deze financieringsvormen doorgaans minder efficiënt dan commerciële banken, ze kunnen toch een positief effect hebben op het aanbod van financiering voor kleinschalige en vernieuwende duurzame projecten. Zo zijn kredietunies van het MKB, door hun nauwe betrokkenheid en bestaande ervaring binnen het netwerk, mogelijk beter in staat om de risico's die het MKB loopt in te schatten en te beheersen. Voor duurzame projecten kan het zo zijn dat een kredietunie van ondernemers beter in staat is dan grote commerciële banken om informatie te vergaren over kansen en

risico's. Het MKB heeft in Nederland gebrekkige toegang tot financiering en lijkt ook in toenemende mate zelf buffers op te bouwen in plaats van te investeren.¹⁴³ Om het MKB beter in staat te stellen te verduurzamen moet de toegang tot verschillende financieringsvormen verbeteren.

Kredietunies van het MKB en crowdfunding voor lokale initiatieven zijn voorbeelden van nieuwe financieringsvormen

Als financiers waarde hechten aan het faciliteren van lokale projecten, biedt *crowdfunding* ook een mogelijkheid om meer financiering voor lokale duurzame initiatieven aan te trekken. Dergelijke financiers zullen bij lokale projecten waarschijnlijk sneller genoegen nemen met een hoger risico of lager rendement, omdat de (gepercipieerde) maatschappelijke waarde hoger is dan bij risicodragende investeringen via banken of financiële markten. Zo kunnen lokale *crowdfunding*platforms samen mogelijk meer financiering mobiliseren voor kleinschalige duurzame projecten, dan centraal via een (inter)nationale bank zou gebeuren.

EU: hogere buffers en een groene ECB

Bij de hervormingen van het monetair-financieel systeem op de korte termijn is de EU met name in een coördinerende rol van essentieel belang. Alleen duidelijke coördinatie op EU-niveau kan ervoor zorgen dat het gelijke speelveld voor financiële instellingen behouden blijft. Coördinatie op EU-niveau is ook essentieel om te voorkomen dat nationale hervormingen mislukken uit angst voor wegtrekkende marktpartijen. Hiernaast speelt de ECB als centrale bank logischerwijs een belangrijke rol bij het verduurzamen van het systeem, bijvoorbeeld door duurzaamheid in haar eigen beleid een grotere rol te geven. Ten slotte is het ook op Europees niveau van belang dat publieke investeringsbanken een grotere rol krijgen in het faciliteren van de klimaat- en energietransitie.

¹⁴³ DNB, 'Spaaroverschot zit in toenemende mate bij kleinere bedrijven'; DNB, 'Nieuwe methode bevestigt dat MKB substantieel bijdraagt aan spaaroverschot', *DNBBulletin*, 24 oktober 2019.

1 Voorkom marktconcentratie op Europees niveau

De verdere voltooiing van de bankenunie brengt het risico met zich mee dat er een sterke mate van concentratie plaatsvindt in de Europees financiële sector. Verdere financiële integratie tussen lidstaten verlaagt de drempel voor internationale fusies en overnames. Veel Europese banken presteren immers slecht; consolidatie via een fusie of overname biedt voor hen een mogelijkheid om kosten terug te dringen en de omzet te verhogen. Tegelijkertijd stuurt ook de ECB aan op binnenlandse en grensoverschrijdende consolidatie om de financiële sector toekomstbestendiger te maken.¹⁴⁴ Ook bestuurders van grote banken zelf zien een noodzaak voor verdere consolidatie en concentratie op Europees niveau om de concurrentie met andere financiële wereldspelers aan te kunnen.¹⁴⁵ De huidige economische ontwikkelingen zullen deze 'noodzaak' verder helpen onderbouwen.

Grensoverschrijdende financiële consolidatie kent een groot risico: het ontstaan van banken die 'too big to fail' zijn

Financiële consolidatie kan in bepaalde mate wenselijk zijn. Europese landen leunen voor financiering historisch gezien sterk op banken, maar het aandeel van banken is aan het afnemen.¹⁴⁶ Omdat banken niet gemakkelijk uit de markt kunnen stappen of failliet kunnen gaan, zijn fusies en overnames een betere manier om het overschot aan banken te verkleinen.¹⁴⁷ Dit zorgt ervoor dat de kosten van financiële diensten voor huishoudens en bedrijven lager worden. Tegelijkertijd biedt het de overgebleven financiële instellingen een mogelijkheid om hogere buffers op te bouwen (via hogere winstmarges), maar ook om belangrijke investeringen te doen in bijvoorbeeld vernieuwing van informatie en communicatietechnologie en financiële innovaties. Bovendien biedt grensoverschrijdende consolidatie een kans voor een betere risicodeling tussen Europese lidstaten; het verkleint de kans

144 Desislava Andreeva, e.a., 'Euro area bank profitability: where can consolidation help?', *Financial Stability Review* 2 (2019).

145 Marcel de Boer en Pieter Couwenberg, 'Bankiers dromen van Europese fusiegolf', *Financieel Dagblad*, 24 januari 2019.

146 Duijm en Schoenmaker, 'European bank mergers: domestic or cross-border?'

147 Sam Langfield en Marco Pagano, 'Bank bias in Europe: effects on systemic risk and growth', *Economic Policy* jaargang 31 (2016) nr. 85, p. 51-106; Pagano, 'Is Europe Overbanked?'

dat financiële tegenvallers onevenredig hard in een enkele lidstaat terecht komen, waardoor zowel binnenlandse banken als de nationale overheid in de problemen komen.¹⁴⁸

Grensoverschrijdende financiële consolidatie kent echter een groot risico: het ontstaan van banken op Europees niveau die *too big to fail* zijn. Aan het begin van de financiële crisis was een van de grote problemen dat de meeste banken in de problemen een dergelijke omvang hadden dat een faillissement te grote gevolgen zou hebben voor de nationale economie. Omdat banken zich bewust waren dat hiermee een de facto overheidsvangnet bestond, namen zij meer en grotere risico's.¹⁴⁹ Als de voltooiing van de bankenunie ertoe leidt dat er slechts een handvol pan-Europese megabanken ontstaan, dan groeit de kans dat de geschiedenis zich herhaalt. In dat geval vermindert ook de geloofwaardigheid van een noodfonds voor de afwikkeling van failliete banken: kan het wel groot genoeg zijn voor het opvangen van de faillissementskosten van een pan-Europese bank?

Verdere integratie binnen de Europese bankenunie moet samengaan met strenger Europees mededingingsbeleid

Om tot een wenselijk niveau van financiële consolidatie te komen is het essentieel dat verdere integratie binnen de Europese bankenunie samengaat met strenger Europees mededingingsbeleid. Dit betekent dat nationale regelgeving zoveel mogelijk geharmoniseerd moet worden. Ook de voltooiing van de Europese bankenunie is essentieel voor de benodigde risicodeling; met een gemeenschappelijk noodfonds gevuld door banken en een Europees depositogarantiestelsel. Tegelijkertijd vereist deze integratie dat toezichthouders een zeer streng mededingingsbeleid gaan voeren. Dit betekent dat zij de mogelijkheden voor fusies en overnames tot een zeker niveau gaan limiteren en de instrumenten krijgen

148 Dit zagen we duidelijk gebeuren tijdens de afgelopen crisis, waarbij er in een aantal lidstaten sprake was van een *doom-loop* tussen banken en overheden. Hier hebben banken relatief veel overheidsobligaties in handen. Omdat de kredietwaardigheid van veel overheden een knauw kreeg nadat ze zich in de schulden staken om banken te redden, daalde ook de waarde van de overheidsobligaties op de balans van de binnenlandse banken. Omdat door deze waardedaling de financiële positie van de banken vervolgens weer verslechterde, leden ook de financiële vooruitzichten van de nationale overheid hieronder. Zo ontstond een neerwaartse spiraal.

149 Gara Afonso, João AC Santos en James Traina, 'Do 'Too-Big-To-Fail' Banks Take on More Risk?', *Journal of Financial Perspectives*, jaargang 3 (2015) nr. 2.

om financiële instellingen die een bepaald niveau aan omvang of marktaandeel bereiken op te delen. Dit om verregaande marktconcentratie op Europees niveau te voorkomen.

2 Creëer een gelijk speelveld voor klein en groot

Momenteel dragen kleine financiële instellingen relatief veel lasten voor het naleven van wet- en regelgeving. Kleine instellingen dragen een groot deel van de toezichtkosten, terwijl het voldoen aan wet- en regelgeving van hen een relatief groot deel van hun omzet vraagt. De wet- en regelgeving is namelijk even complex en strikt voor kleine als voor grote instellingen, terwijl de laatste groep hier een hogere omzet tegenover kan zetten. Daarnaast hebben grote banken specifiek als voordeel dat ze makkelijker eigen risicomodellen kunnen inzetten. Ook hebben deze banken in het algemeen relatief lagere kosten.¹⁵⁰ Dit alles bij elkaar duidt op een sterke financiële prikkel tot concentratie in onze financiële sector, terwijl een hoge mate van diversiteit juist essentieel is voor de financiële stabiliteit op de lange termijn.

Toezichtkosten en belastingen voor financiële instellingen moeten schaalafhankelijk worden gemaakt

Om de weerbaarheid van het monetair-financieel systeem te versterken moeten Europese beleidsmakers een gelijk speelveld creëren voor alle financiële instellingen, zowel klein als groot. In de praktijk betekent dit vooral een gelijkere verdeling van de kosten, waarbij grote, systeemrelevante instellingen een groter deel dragen dan ze momenteel doen. Een eerste mogelijkheid om dit te bereiken is via directe financiële prikkels. Zo kunnen de bestaande toezichtkosten of belastingen voor financiële instellingen schaalafhankelijk worden gemaakt of kunnen de bijdrages van systeemrelevante instellingen aan een gemeenschappelijk noodfonds of een Europees depositogarantiestelsel worden verhoogd.

Ook moet de ECB waarborgen dat de nationale toezichthouders een zekere mate van proportionaliteit aanhouden bij het toezicht op de niet-systeemrelevante financiële instellingen. Proportionaliteit in het toezicht kan ontstaan door vergunningen zo in te richten dat het voor financiële instellingen mogelijk is om te specialiseren in bepaalde segmenten of producten, zodat ze zich alleen aan de relevante wet- en regelgeving hoeven te houden. In de praktijk zou dit kunnen betekenen dat

¹⁵⁰ Anna Kovner, James I. Vickery en Lily Zhou, 'Do big banks have lower operating costs?', *Economic Policy Review*, jaargang 20 (2014) nr. 2, p. 1-27.

financiële instellingen lichtere regeldruk krijgen door zich te houden aan strengere eisen, bijvoorbeeld een limiet op schaal en handelen voor eigen rekening. Om ervoor te zorgen dat financiële instellingen zich hier ook daadwerkelijk aan houden is strenge controle essentieel. Anders ontstaat de mogelijkheid dat financiële risico's zich ophopen in instellingen die slechts onder gedeeltematig toezicht staan.

De mogelijkheid voor het gebruik van eigen modellen voor het berekenen van verplichte kapitaalbuffers moet verdwijnen

Ten slotte vereist een gelijk speelveld voor groot en klein ook dat de mogelijkheid voor het gebruik van eigen modellen voor het berekenen van verplichte kapitaalbuffers verdwijnt. Deze mogelijkheid zorgt er in de praktijk doorgaans voor dat grote, systeemrelevante banken lagere buffers aanhouden, waardoor ze zich goedkoper kunnen financieren dan kleine banken. Het afschaffen van deze mogelijkheid zou de facto leiden tot een verhoging van de verplichte buffers voor systeemrelevante banken, wat ook goed is voor de financiële stabiliteit op de lange termijn.

3 Voer een debat over het ECB-mandaat

Dat de centrale bank onafhankelijk is van de dagelijkse grillen van de politiek is van belang voor de uitvoering van het monetair beleid. Dit stelt haar beter in staat om geloofwaardig monetair beleid te voeren en voorkomt dat monetair beleid dient voor politiek gewin. Regeringen zouden voor verkiezingen rentes graag laag houden om de economie te stimuleren en zo herkozen te worden, terwijl dit op de lange termijn schadelijk is voor de economische ontwikkeling. Om dergelijke, op de lange termijn ongunstige, ontwikkelingen tegen te gaan is een zekere mate van onafhankelijkheid voor de centrale bank van belang. Tegelijkertijd kunnen centrale banken allerlei besluiten nemen die impliciet een politieke keuze vertegenwoordigen. Zo ook de ECB. Als zij in crisistijd overheidsobligaties op grote schaal opkoopt zorgt zij er impliciet voor dat lidstaten garant staan voor elkaars staatsschuld.

In het huidige mandaat en de organisatiestructuur van de ECB ontbreekt een vaste structuur voor evaluatie en aanpassing van het ECB-mandaat. Daarom ligt het ook niet voor de hand dat het mandaat wordt aangepast om beter aan te sluiten bij nieuwe inzichten over monetair (crisis)beleid. Omdat de president van de ECB tevens voorzitter is van de commissies die deze risico's voor de Europese financiële sector overzien, is het moeilijk om eventuele risico's als gevolg van het

gekozen monetair beleid af te dekken.¹⁵¹ Dit is problematisch omdat het beleid van de ECB wel degelijk (onvoorziene) onwenselijke gevolgen kan hebben voor de financiële stabiliteit. Zo waarschuwde de ECB onlangs dat de lage rentestanden (mede het gevolg van ECB-beleid) financiële instellingen aanmoedigen om hogere risico's te nemen om hun financiële rendementen op korte termijn op peil te houden.¹⁵² De opbouw van risico's op systeemniveau verzwakt zo de financiële stabiliteit op de (middel)lange termijn.

Het toezicht op beleids- en systeemrisico's in de financiële sector moet onafhankelijk worden gemaakt van de ECB

Het zou daarom goed zijn om het mandaat van de centrale bank periodiek voor te leggen aan het Europees Parlement en het toezicht op beleids- en systeemrisico's in de financiële sector onafhankelijk te maken van de ECB. Dergelijke voorstellen, die raken aan de onafhankelijkheid van centrale banken, zijn omstreden. Vanwege het risico van politieke invloed op het monetaire beleid lijkt er een taboe op zulke ideeën te rusten. Het moet daarom duidelijk zijn dat deze hervorming van het mandaat en het proces daaromheen juist als doel heeft het monetaire beleid aan te passen aan de uitdagingen van deze tijd en zo te beschermen tegen radicale politieke ingrepen.¹⁵³ Hiervoor is een proces met een zekere mate van democratische inspraak essentieel. Een belangrijke kanttekening is dat politieke leiders binnen de EU hiervoor publiekelijk moeten erkennen dat (potentiële) ECB-besluiten – zoals het opkopen van overheidsobligaties – politieke implicaties hebben en daarmee, op zijn minst achteraf, democratische rechtvaardiging vereisen. Gezien de gevoeligheid van deze discussie zal ook een democratisch evaluatie- en aanpassingsproces voor het ECB-mandaat de nodige voeten in de aarde hebben. Desondanks blijft het van groot belang.

151 Als president van de ECB is Christine Lagarde bijvoorbeeld ook voorzitter van het *European Systemic Risk Board* (ESRB), dat aanbevelingen doet en waarschuwingen geeft over onder andere de opbouw van systeemrisico's in EU-lidstaten.

152 FD, 'ECB waarschuwt voor bijeffecten van eigen beleid', *Financieel Dagblad*, 20 november 2019.

153 Een dergelijke aanpassing fungeert mogelijk als een bliksemafleider: door de politieke evaluatie van het mandaat van de centrale bank vast te leggen in een duidelijk en transparant proces, verklein je mogelijk het risico dat toekomstige politici geneigd zijn direct de onafhankelijkheid van de centrale bank radicaal in te perken.

4 Verhoog de (klimaat)buffers

Om het monetair-financieel systeem beter bestand te maken tegen financiële schokken is het essentieel dat banken – maar ook andere financiële instellingen – hogere buffers opbouwen. Zoals eerder in dit rapport beschreven is er een academische discussie over de optimale hoogte van de verplichte buffers voor banken, zowel voor de hefboomratio als voor de kapitaalratio. Hierbij gaat het primair om de uitruil tussen de financiële stabiliteit op de lange termijn en de ontwikkeling van de kredietverlening op de korte termijn: hogere buffers dragen bij aan het eerste doel, maar gaan mogelijk ten koste van het tweede doel. De hogere buffers kunnen banken immers bereiken door winst in te houden, meer aandelen uit te geven, of minder leningen te verstrekken.

Het is essentieel om op korte termijn op Europees niveau substantiële klimaatbuffers in te voeren

De transitie naar een duurzame samenleving creëert een risico op financiële schokken voor banken en andere financiële instellingen.¹⁵⁴ Deze financiële klimaatrisico's komen voort uit de gevolgen van klimaatverandering zelf (bijvoorbeeld door extreem weer) en de gevolgen van klimaatbeleid (bijvoorbeeld door de invoering van een CO₂-heffing). Des te abrupter en extremer de onderliggende ontwikkelingen, des te groter de financiële risico's voor financiële instellingen. Door het uitblijven van ambitieus mondiaal klimaatbeleid worden deze risico's elk jaar groter, zowel door de toenemende kans op extreme klimaatverandering als door de groeiende mogelijkheid van een radicale beleidswijziging. Met andere woorden: des te meer de tijd gaat dringen, des te groter het risico op extreme scenario's.

Op dit punt komen de duurzaamheid en de weerbaarheid van het monetair-financieel systeem samen: het is essentieel om op korte termijn op Europees niveau substantiële klimaatbuffers in te voeren. Deze klimaatbuffers dwingen financiële instellingen om meer kapitaal aan te houden naar mate de CO₂-intensiteit van hun bezittingen hoger is, bovenop de andere vereiste buffers. Met deze klimaatbuffers slaan we twee vliegen in één klap: ze geven financiële instellingen een prikkel om hun blootstelling aan klimaatrisico's (bijvoorbeeld fossiele energiebedrijven) te onderzoeken en te beperken én ze leiden – zolang de meeste financiële instellingen

¹⁵⁴ DNB, *Tijd voor Transitie*; DNB, *Knelpunten in de financiering van groene investeringen*; DNB, *De Prijs van Transitie*.

nog investeren in niet-duurzame bedrijven en projecten – op de korte termijn tot een verhoging van de vereiste buffers voor het merendeel van de sector.

Op de lange termijn kunnen de extra klimaatbuffers voor banken gradueel vervangen worden door hogere generieke buffers. Door de transitie naar een duurzame samenleving zullen de bezittingen van banken richting 2050 immers vanzelf duurzamer worden en zullen zo ook de benodigde klimaatbuffers afnemen. Om ervoor te zorgen dat banken uiteindelijk wel structureel hogere buffers aanhouden dan nu het geval is, zullen toezichhouders bij een afname van klimaatbuffers hogere eisen moeten stellen aan generieke buffers. De waardes uit de toekomst-schets van hoofdstuk twee dienen hierbij als uitgangspunt: een hefboomratio van 10 procent en een kapitaalratio van 20 procent.

5 Coördineer verduurzaming met publieke investeringsbanken

Ook op Europees niveau kunnen publieke investeringsbanken een essentiële rol spelen bij het faciliteren van de transitie naar een duurzame samenleving. Dit geldt zowel voor de EIB als voor samenwerkingsverbanden tussen nationale investeringsbanken. Het is namelijk onwaarschijnlijk dat de voltooiing van de kapitaalmarktunie uit zichzelf en op korte termijn al voldoende financiering mobiliseert voor het faciliteren van de transitie. Daarom zijn publieke investeringsbanken op Europees niveau, met de EIB in de hoofdrol, de aangewezen partij(en) om in de jaarlijkse financieringsbehoefte van minstens 260 miljard euro per jaar te voorzien. Door het aantrekken van private middelen kunnen zij ook helpen om de slagkracht van overheidsinvesteringen, bijvoorbeeld afkomstig uit het EU-herstelfonds (de *Recovery & Resilience Facility*), te vergroten..

Europese coördinatie kan ervoor zorgen dat projecten daar plaatsvinden waar zij het meest efficiënt zijn

Dat publieke investeringsbanken ook op Europees niveau nodig zijn voor de transitie heeft drie redenen. Allereerst zijn bepaalde grensoverschrijdende projecten van belang om de transitie voor individuele lidstaten goedkoper te maken of te versnellen. Denk aan investeringen in energienetten of internationale treinverbindingen. Hiernaast zijn sommige lidstaten waarschijnlijk minder goed in staat om op eigen kracht de benodigde private financiering te mobiliseren, bijvoorbeeld omdat ze minder kredietwaardig zijn of niet de benodigde financiële infrastructuur hebben. Coördinatie vanuit de EIB kan voor lidstaten in die situatie een uitweg bieden. Bovendien kan Europese coördinatie ervoor zorgen dat de benodigde projecten voor de Europese klimaatdoelen daar plaatsvinden waar zij het meest efficiënt

zijn en voorkomen dat lidstaten dubbel werk doen. Dit wordt steeds belangrijker naarmate individuele lidstaten de meest gemakkelijke en goedkope maatregelen genomen hebben.

Het moge duidelijk zijn dat het slagen van de transitie een grotere rol van publieke financiering vereist

Europese coördinatie vergroot ook de mogelijkheden om tot een optimale mix van financiering met subsidies en leningen te komen. De EIB heeft een goede kans om aanvullende private financiering aan te trekken voor specifieke grensoverschrijdende verduurzamende projecten met een positief financieel rendement. Hierbij valt te denken aan projecten die een positieve financiële waarde krijgen omdat ze tevens een positief effect hebben op de economische ontwikkeling, zoals internationale treinverbindingen. Hiernaast zal een deel van de benodigde verduurzamende projecten ongeschikt of onaantrekkelijk zijn voor het aantrekken van private financiering, waardoor subsidies meer voor de hand liggen. Het onderzoeken van de optimale financieringsmix past goed binnen de uitwerking van de onlangs gepubliceerde *Green Deal* van de Europese Commissie, maar het moge duidelijk zijn dat het slagen van de transitie een grotere rol van publieke financiering vereist.¹⁵⁵

6 Maak de ECB-balans 'Parijs-proof'

Als gevolg van de kwantitatieve verruiming van de afgelopen jaren heeft de ECB inmiddels een forse portefeuille aan bedrijfs- en overheidsobligaties op haar balans.¹⁵⁶ Zoals gezegd zijn de obligaties in het bezit van de ECB relatief CO₂-intensief vergeleken met de Europese economie. Dit komt doordat de markt voor bedrijfsobligaties minder duurzaam is dan de economie in den brede. De ECB houdt hierbij geen rekening met andere kenmerken van de obligaties die zij opkoopt, zolang haar uiteindelijke portefeuille maar een relatief neutrale afspiegeling vormt van de obligatiemarkt.

Als we van private financiële instellingen verwachten dat zij de CO₂-intensiteit van hun bezittingen bekend maken en gedurende de komende jaren significant afbouwen, lijkt het alleen maar logisch dat de ECB hierin het goede voorbeeld geeft. Dit betekent allereerst dat de ECB van alle bedrijven en overheden waar zij

¹⁵⁵ Europese Commissie, *The European Green Deal*.

¹⁵⁶ Het gaat per december 2019 om circa 2.600 miljard euro aan obligaties, zo blijkt uit de ECB-balansinformatie.

obligaties van bezit informatie over de CO₂-uitstoot moet opvragen of verzamelen. Vervolgens moet ze deze informatie openbaar maken en een plan publiceren om haar balans te verduurzamen. Het ligt voor de hand om hierbij het CO₂-reductiepad uit het Parijs-akkoord aan te houden, maar de ECB lijkt de juiste partij om hierin met strengere doelen het goede voorbeeld te geven.

Om de ECB-balans binnen afzienbare tijd te kunnen verduurzamen, is het noodzakelijk dat het aanbod van duurzame obligaties de komende jaren substantieel toeneemt.¹⁵⁷ De ECB kan hiermee vervolgens, in lijn met de gestelde doelen, de bestaande en aflopende obligaties op haar balans vervangen. Bedrijven en overheden kunnen de CO₂-intensiteit van hun obligaties verlagen door hun eigen CO₂-uitstoot omlaag te brengen. Een alternatief is dat ze speciale obligaties uitgeven voor specifieke duurzame projecten, zoals de Nederlandse overheid deed. Een goed startpunt hiervoor is de uitgifte van obligaties voor het EU-herstelfonds. Door (een deel hiervan) expliciet aan te merken als groene obligaties ontstaat er in één klap een markt van honderden miljarden. Tegelijkertijd kunnen ook de publieke investeringsbanken een belangrijke rol spelen bij het creëren van voldoende aanbod, door zelf duurzame obligaties uit te geven voor de hierboven beschreven duurzame projecten.

De ECB moet van alle bedrijven en overheden waarvan zij obligaties bezit informatie over de CO₂-uitstoot verzamelen en publiceren

De verduurzaming van de huidige ECB-balans en toekomstige opkoopprogramma's zorgt ervoor dat duurzame projecten – ook in crisistijden – tegen een lagere rente te financieren zijn. Dit geeft de ECB een instrument om de transitie naar een duurzame samenleving tot op zekere hoogte te beschermen tegen toekomstige financiële crises. Op de korte termijn ondersteunt de verduurzaming van de ECB-balans de transitie door ervoor te zorgen dat de meest CO₂-intensieve obligaties financieel minder aantrekkelijk worden voor beleggers. Bovendien werkt groene kwantitatieve verruiming via de EIB mogelijk zelfs beter voor het aanjagen van de economie en het bereiken van de inflatiedoelstelling van de ECB, omdat de

¹⁵⁷ Momenteel heeft de ECB al circa 20 procent en 24 procent van de beschikbare 'groene' Europese respectievelijk overheids- en bedrijfsobligaties in bezit, zie: Benoît Cœuré, 'Monetary policy and climate change', *Conference 'Scaling up Green Finance: The Role of Central Banks'*, Berlijn, 8 November 2018.

EIB deze middelen sneller omzet in productieve investeringen dan private investeerders en financiële instellingen in onzekere tijden doen.¹⁵⁸

Aanvullend beleid

Zoals eerder genoemd zijn er een drietal belangrijke beleidsterreinen die buiten de reikwijdte van dit rapport vallen, maar desondanks belangrijk zijn voor een duurzaam en weerbaar monetair-financieel systeem. CO₂-beprijzing, transparantie over (niet-)duurzame financiering en schaduwbanken spelen een belangrijke rol in het faciliteren en stimuleren van een transitie in het systeem. Om toch in beperkte mate recht te doen aan het belang van deze onderwerpen, bepreken we hieronder de belangrijkste verbanden tussen voorgaande aanbevelingen en deze drie beleidsterreinen.

CO₂-beprijzing

Een hoge prijs voor CO₂-uitstoot op Europese of wereldwijde schaal kan een belangrijke bijdrage leveren aan de transitie naar een duurzame samenleving. Het wordt door een hoge CO₂-prijs financieel aantrekkelijker om te investeren in verduurzaming. Een voldoende hoge CO₂-prijs zorgt er immers voor dat duurzame investeringen meer financieel rendement opleveren dan niet-duurzame investeringen. Het hogere financiële rendement trekt vervolgens weer investeerders aan voor duurzame investeringen, terwijl de beschikbare financiering voor niet-duurzame bedrijven en projecten steeds schaarser zal worden. Een voldoende hoge CO₂-prijs is op deze manier een substituut voor sommige aanbevelingen uit dit rapport gericht op het verduurzamen van het systeem, zoals bijvoorbeeld de klimaatbuffers.

Een hoge CO₂-prijs lost echter niet in een keer alle problemen in het monetair-financieel systeem op. Zo bestaat een substantieel deel van de financieringsbehoefte uit investeringen in bedrijven en projecten die door onzekerheid of schaalgrootte ook met een CO₂-prijs (nog) niet geschikt zijn voor private financiering. Denk aan risicovolle investeringen in nieuwe, innovatieve technologieën, kleinschalige projecten voor duurzame energieopwekking, projecten met een zeer lange looptijd, of bedrijven met een nieuw, onbekend verdienmodel. Voor deze projecten is het essentieel dat de diversiteit van de financiële sector toeneemt en er meer ruimte komt voor financieel maatwerk en alternatieven voor bankfinanciering.

¹⁵⁸ Financiële instellingen en private investeerders zoeken in onzekere tijden vaak hun toevlucht in relatief zekere, kortlopende financiële instrumenten om hun – door de opkoopprogramma's van de ECB verkregen – middelen veilig te stellen. Zij kiezen hiermee niet voor langdurige productieve investeringen. Zie: Benink en Boonstra, 'Hoe de ECB en Europese investeringsbank Europa vlot kunnen trekken'; Wim Boonstra, *Over kwantitatieve verruiming, monetaire financiering en helikoptergeld* (2016).

Ook kan het voor dergelijke projecten nog steeds wenselijk zijn dat overheden via publieke investeringsbanken sturing geven aan het monetair-financieel systeem.

Ook bij een voldoende hoge CO₂-prijs blijven hervormingen in het monetair-financieel systeem nodig

Ook helpt een hoge CO₂-prijs maar gedeeltelijk bij het realiseren van een weerbaarder monetair-financieel systeem. Het helpt financiële instellingen en beleggers om klimaatrisico's op waarde te schatten en verkleint zo de kans dat deze leiden tot grote financiële schokken. Tegelijkertijd is de bijdrage aan verduurzaming afhankelijk van de vormgeving van het systeem achter de CO₂-prijs. Bij het huidige emissiehandelssysteem in de EU zorgt een combinatie van het verstrekken van gratis emissierechten en een beperkte reikwijdte ervoor dat de relevante CO₂-prijs (de prijs voor één emissierecht) slechts een beperkte prikkel geeft tot verduurzaming en beperkte informatie geeft over de prijs die bedrijven willen betalen voor een ton CO₂-uitstoot. Aan de bestaande instabiliteit van het systeem verandert een CO₂-prijs ook weinig; hiervoor blijft het nodig om de diversiteit te vergroten en de financiële buffers te verhogen. Een voldoende hoge CO₂-prijs helpt het systeem zeker een aantal stappen in de goede richting, maar de aanbevolen hervormingen uit dit rapport blijven hoognodig.

Transparantie over (niet-)duurzame financiering

Om te sturen op het verduurzamen van de samenleving in het algemeen en de financiële sector in het bijzonder is het essentieel dat voor alle partijen duidelijk is welke investeringen duurzaam zijn en welke niet. De verwachting dat financiële instellingen, waaronder de ECB, inzage tonen in de CO₂-intensiteit van hun balansen vereist dat de benodigde informatie beschikbaar is én dat er een zekere mate van overeenstemming is over de definitie van duurzaamheid. Een heldere classificatie van (niet-)duurzame financiële producten biedt aandeelhouders en externe partijen de mogelijkheid om financiële instellingen te controleren en invloed uit te oefenen op hun klimaatbeleid.

Daarom is het goed dat de EU serieuze actie onderneemt op dit gebied. In 2019 bereikten leden van het Europees Parlement, onder aanvoering van GroenLinks Europarlementariër Bas Eickhout, en nationale regeringsleiders een eerste

compromis op de aanpak van een taxonomie van 'groene' economische activiteiten.¹⁵⁹ De initiële plannen voor deze groene taxonomie stammen reeds uit maart 2018, maar de uitwerking ervan gaat nu dus naar alle waarschijnlijkheid echt van start. De taxonomie zal een belangrijke rol spelen bij het uitvoeren van de *Green Deal* en het investeringsbeleid van de EIB en andere publieke investeringsbanken. Ook kan de taxonomie een uitgangspunt bieden voor het toezicht van de ECB, al is het nog de vraag hoe dit in de praktijk uitpakt.¹⁶⁰

Een heldere classificatie van (niet-)duurzame financiële producten biedt aandeelhouders de mogelijkheid om invloed uit te oefenen op klimaatbeleid

De grote zorg bij het uitwerken van de groene taxonomie is dat de naleving ervan juist hogere uitvoeringslasten oplevert voor bedrijven en financiële instellingen die in duurzame activiteiten investeren. Een belangrijk onderdeel van het voorstel is namelijk een informatieverplichting aan klanten over de onderliggende investeringen. Het risico bestaat dat deze bewijslast vooral neerkomt bij duurzame koplopers (het is alleen een groene taxonomie, geen grijze waarmee vervuilende investeringen geclassificeerd kunnen worden) en niet bij het merendeel van de achterblijvers. Zo zou de taxonomie er juist toe kunnen leiden dat duurzame investeringen minder aantrekkelijk worden; het tegenovergestelde van wat de Europese Commissie ermee beoogt te bereiken. Het is van belang dat de Commissie deze risico's scherp in de gaten houdt bij het uitwerken van het recente compromis.

Regelgeving voor schaduwbanken

Gelijktijdig met – en waarschijnlijk dankzij – de steeds strenger wordende regulering van de Europese bankensector groeide de financiering via niet-bancaire instellingen de afgelopen jaren substantieel.¹⁶¹ De groeiende rol van deze schaduwbanken – financiële instellingen die geen banken zijn, maar wel vergelijkbare taken vervullen in het financiële systeem – kent zowel voordelen als risico's. Schaduwbanken bieden een alternatief voor bancaire financiering. Hiermee vergroten ze de diversiteit van

¹⁵⁹ Jorge Valero, 'EU reaches milestone by agreeing on green criteria for finance', *EURACTIV.com*, 5 december 2019.

¹⁶⁰ Margherita Giuzio e.a., *Climate change and financial stability* (ECB 2019).

¹⁶¹ European Systemic Risk Board, *ESRB Annual Report 2019* (Frankfurt 2020).

het systeem als geheel. Zo leveren schaduwbanken in theorie een bijdrage aan de financiële stabiliteit van de kredietverlening en het systeem als geheel.

In de praktijk gaat de toegenomen rol van schaduwbanken echter samen met groeiende systeemrisico's.¹⁶² Schaduwbanken gaan in toenemende mate op zoek naar risicovolle investeringen om voor hun klanten een hoog rendement te behalen. Omdat reguliere banken aan steeds strengere regels moeten voldoen vindt er een risicoverschuiving plaats van het gereguleerde bancaire deel naar de nauwelijks gereguleerde schaduwsector. De gevolgen van deze ophoping van risico's beperken zich echter niet tot de schaduwsector. Zij kunnen via echte banken de reële economie schaden. Er is namelijk een nauwe verwevenheid tussen gereguleerde banken en financiële instellingen uit de schaduwsector: banken financieren zich via schaduwbanken en investeren zelf in de schaduwsector.

De toegenomen rol van schaduwbanken zorgt voor systeemrisico's

Bij een verdere aanscherping van bestaande bankregulering is het dus van belang om de ontwikkeling van de schaduwsector in de gaten te houden. Dit geldt ook voor bovenstaande aanbevelingen voor hogere buffers en strikt mededingingsbeleid. Deze verhogen de kosten voor grote financiële instellingen, waardoor financiering via de schaduwsector mogelijk aantrekkelijker wordt. Een verdere groei van de schaduwsector is op zich geen probleem. Wanneer risico's ook gereguleerde banken kunnen raken moeten Europese toezichthouders echter aanvullende maatregelen onderzoeken. Hierbij kan worden gedacht aan het uitbreiden van de vergunningplicht: ook financiële instellingen die zich weliswaar geen bank noemen, maar in de praktijk wel functioneren als een bank, dienen dan alsnog aan de voorwaarden van een bankvergunning te moeten voldoen.

Conclusie

Het verduurzamen van de samenleving vraagt op de korte termijn om hervormingen in ons monetair-financieel systeem. Deze hervormingen zijn nodig om de stabiliteit van het systeem te vergroten en te voorzien in de resterende financieringsbehoefte van duurzame investeringen; jaarlijks respectievelijk 30 miljard en 260 miljard euro voor Nederland en de EU. De transitie naar een duurzaam en weerbaar monetair-financieel systeem, zoals we aan het einde van hoofdstuk twee

¹⁶² Ibidem.

hebben geschetst, vindt echter gradueel plaats over een lange periode. Bovendien houdt de toekomstschets uit hoofdstuk twee op sommige vlakken nauwelijks rekening met de structuur van het systeem, terwijl de huidige situatie zeker invloed heeft op de implementatie – in ieder geval op de korte termijn.

Daarom hebben we in dit hoofdstuk een twaalfal aanbevelingen aan Nederlandse en Europese beleidsmakers uiteen gezet. Deze aanbevelingen hebben tot doel het monetair-financieel systeem op korte termijn al duurzamer en weerbaarder te maken. Samen met de schets uit hoofdstuk twee bieden deze aanbevelingen handvatten voor hervormingen binnen de structuur van het huidige systeem. Hierbij zijn ook een aantal verwachte ontwikkelingen van groot belang, zoals de financiële integratie op Europees niveau (in de vorm van de banken- en kapitaalmarktunies), de lage rentestanden en sterke concurrentie voor financiële instellingen vanuit schaduwbanken en grote technologiebedrijven.

Voor Nederland ligt de prioriteit bij het verkleinen van de afhankelijkheid van bankfinanciering en het vergroten van diversiteit in de financiële sector

Op Nederlands niveau ligt de prioriteit bij het verkleinen van de afhankelijkheid van bankfinanciering en het vergroten van de diversiteit binnen de financiële sector. Om de Nederlandse financiële sector weerbaarder te maken moeten we private schulden zo snel mogelijk afbouwen, zeker nu de rentelasten laag zijn. Ook moet de overheid de diversiteit van de bankensector borgen door de Volksbank in publieke handen te houden. Verder moet de overheid de toetreding van nieuwe partijen stimuleren. Om de sector te verduurzamen zijn drie zaken van belang: (1) een toename van het risicodragend vermogen, (2) het mobiliseren van geduldig kapitaal, en (3) meer ruimte voor financieel maatwerk. Hierbij is een grote rol voor de overheid weggelegd, via een investeringsfonds of -bank of de Volksbank. Ook is hier een belangrijke rol voor private initiatieven, zoals kredietunies of *crowdfunding*-platforms, weggelegd.

Een aantal belangrijke hervormingen kunnen beter – of moeten zelfs – op EU-niveau plaatsvinden. Om het monetair-financieel systeem weerbaar te maken is het essentieel dat via de banken- en kapitaalmarktunies verdere financiële integratie plaatsvindt. Zo kunnen financiële risico's beter tussen lidstaten worden gespreid. Tegelijkertijd is het van belang dat toezichthouders voorkomen dat deze integratie leidt tot een zeer geconcentreerde Europese financiële markt, zoals in een aantal lidstaten (waaronder Nederland) het geval is. Ook is het van belang dat er een formeel evaluatie- en inspraakproces komt over het mandaat en het beleid

van de ECB, waarbij het Europees Parlement periodiek naar het functioneren van de ECB kijkt en – bij hoge uitzondering – aanpassingen kan doorvoeren.

Om het systeem te verduurzamen is het ten slotte van belang dat er op Europees niveau sterkere publieke sturing plaatsvindt. In de eerste plaats door hoge klimaatbuffers in te stellen voor CO₂-intensieve investeringen, zodat deze minder aantrekkelijk worden voor financiële instellingen. Hiernaast moeten publieke investeringsbanken, onder leiding van de EIB, op grote schaal grensoverschrijdende duurzame projecten financieren, waar mogelijk door het aantrekken van kapitaal van private investeerders. Ten slotte moet ook de ECB-balans in lijn worden gebracht met het klimaatakkoord van Parijs, wat betekent dat de ECB haar opgekochte obligaties de komende jaren zal moeten inruilen voor groenere alternatieven.

Conclusie:

De toekomst van ons geldstelsel

"Banken zijn naar mijn oordeel nu een deel van de oplossing, niet langer een deel van het probleem."

Kees van Dijkhuizen¹⁶³

¹⁶³ In: Eva Smal, 'Nu moeten banken de redders zijn', *NRC*, 19 maart 2020.

In dit rapport hebben wij onze zoektocht uiteengezet naar de beste weg om ons monetair-financieel systeem duurzamer en weerbaarder te maken, zowel op de lange als op de korte termijn. Ons onderzoek richtte zich op academische inzichten over het functioneren van ons huidige systeem en mogelijke alternatieven. Met dit rapport hebben wij een bijdrage geleverd aan de inhoudelijke politieke discussie over het functioneren van ons monetair-financieel systeem. De directe aanleiding voor dit rapport ligt echter niet in een academische discussie over het systeem, maar eerder in de brede maatschappelijke onvrede over de rol van commerciële banken, de financiële crisis en de invloed van ons monetair-financieel systeem op ons klimaatbeleid. Die onvrede is de voedingsbodem voor de discussie over onder andere geldschepping door commerciële banken, de rol van de overheid in het systeem en – uiteindelijk vooral – de toekomst van ‘ons geld’. Want waar het monetair-financieel systeem zeer complex is – en rapporten daarover vaak vol staan met abstracte begrippen en afkortingen – gaat het voor de meeste mensen in onze samenleving toch vooral over hún geld, hún geldstelsel. De conclusie van dit rapport plaatst de uitkomsten van onze analyse daarom in de context van deze bredere maatschappelijke discussie en keert zo weer terug naar de aanleiding voor dit rapport.

Voor banken en andere financiële instellingen zijn het zware tijden: hun verdienmodel staat onder druk door lage rentes en groeiende concurrentie van buitenaf. Tegelijkertijd zijn ze vaak de gebeten hond in verschillende maatschappelijke discussies. Het laatste komt voort uit het narratief dat is blijven plakken na de financiële crisis: deze instellingen nemen buitenproportionele risico's, verdienen daar grof geld aan en als de bubbel is gebarsten moeten belastingbetalers de klappen opvangen om het stilvallen van het systeem te voorkomen. Tegelijkertijd kunnen mensen nauwelijks om commerciële banken heen: serieuze alternatieven voor sparen en betalen ontbreken. Deze machteloosheid versterkt het narratief weer: financiële instellingen kunnen bijna ongehinderd hun gang gaan en burgers vangen de klappen op. Systeemrelevante instellingen zonder systeemverantwoordelijkheid.

Financiële instellingen moeten bewijzen dat ze wel dienstbaar kunnen zijn aan de maatschappij

Om dit ongenueanceerde narratief te doorbreken moeten financiële instellingen bewijzen dat ze wel dienstbaar kunnen zijn aan de maatschappij. Door geen buitenproportionele risico's te nemen en transparant te zijn richting de buitenwereld.

Door geen buitensporige bonussen uit te keren en andere perverse prikkels voor medewerkers te vermijden. De belangrijkste maatschappelijke functies (sparen en betalen) moeten goed worden geborgd, zodat deze voor iedereen in de maatschappij toegankelijk zijn. Tegelijkertijd moet worden voorkomen dat criminele activiteiten worden gefaciliteerd. Mogelijk moeten financiële instellingen, in samenwerking met de overheid, zelf actief op zoek naar een nieuwe inrichting van het systeem: hetzelfde rekeningnummer houden bij een overstap, een depositopaarbank, *central bank digital currency*, helikoptergeld of invoering van een publiek-geldsysteem? Financiële instellingen kunnen zelf actief bijdragen aan onderzoek naar mogelijke toekomstrichtingen.

Een goed functionerende financiële sector kan een grote bijdrage leveren aan de klimaattransitie

De transitie naar een duurzame samenleving biedt financiële instellingen een uitgelezen mogelijkheid om weer dienstbaar te worden aan de maatschappij. De nuance op het hierboven beschreven narratief is dat de financiële sector de reële economie niet alleen maar schaadt. De sector kan ook een katalysator zijn voor economische groei of een verschuiving van investeringen naar nieuwe sectoren. De transitie is niet alleen een maatschappelijke uitdaging, het is ook een immense financieringsopgave. Een goed functionerende financiële sector kan een grote bijdrage leveren aan de klimaatopgave, door op een efficiënte manier de financiering van gewenste activiteiten te leveren en de bijkomende risico's te verdelen naar de risicobereidheid van financiers. Geldschepping door commerciële banken kan hierbij juist wenselijk zijn omdat de kosten bij veel verduurzamende investeringen voor de baten uitgaan: ze verdienen zichzelf pas over langere termijn terug, terwijl nu al financiering nodig is.

Dit neemt niet weg dat het huidige monetair-financieel systeem problemen kent die ook de verduurzaming van de samenleving hinderen. In dit rapport hebben we de verschillende hindernissen op de drie thema's besproken: (1) weerbaarheid, (2) langetermijnperspectief en (3) allocatie van investeringen. Het versterken van de weerbaarheid is van belang om de kans op financiële crises te verkleinen. Dit zorgt voor een stabielere ontwikkeling van de kredietverlening door de tijd heen en verkleint de financiële risico's voor overheden, bedrijven en huishoudens die hun bijdrage leveren aan de transitie. Een sterker langetermijnperspectief is noodzakelijk om investeringen te kunnen doen die op lange termijn pas iets opleveren en in de tussentijd mogelijk minder goed renderen. En natuurlijk is ook een andere allocatie van investeringen van belang, om zowel de extra benodigde

verduurzamende investeringen op te brengen als bestaande investeringen in fossiele technieken zo snel als mogelijk af te bouwen.

Om deze hindernissen weg te nemen moet het monetair-financieel systeem er in de toekomst anders uit komen te zien. De financiële risico's op systeemniveau moeten worden verlaagd door betere remmen op kredietverlening, bijvoorbeeld door hogere vereiste buffers. Ook moeten private schulden sterk verminderen en moet de reële economie minder afhankelijk worden van schuldfinanciering door banken. Verder is het van belang dat er meer directe publieke sturing komt. Als de remmen op bancaire kredietverlening goed werken komt er ruimte voor een sterkere rol van publieke investeringsbanken. Als de diversiteit van de financiële sector onvoldoende blijft, kan de overheid die diversiteit zelf stimuleren via wet- en regelgeving of met een eigen staatsbank. Als financiële instellingen klimaatrisico's blijven onderschatten, moeten de vereiste klimaatbuffers omhoog.

Op korte termijn is het vooral zaak dat we financieel en maatschappelijk draagvlak creëren voor de transitie die voor ons ligt

Op korte termijn is het vooral zaak dat we financieel en maatschappelijk draagvlak creëren voor de transitie die voor ons ligt. De lage rentes bieden de ruimte – de noodzaak bijna – voor hogere publieke investeringen in maatschappelijke doelen. Huishoudens moeten hun schulden afbouwen en buffers opbouwen om de noodzakelijke verduurzamende investeringen te kunnen dragen. Banken en andere financiële instellingen zullen moeten bijdragen aan de transitie, deels om hun reputatie te versterken, maar ook zeker om klimaatrisico's in te perken en nieuwe groeimarkten aan te boren. Om de ondersteunende rol van het monetair-financieel systeem te verstevigen is het van belang dat het onderliggende fundament weerbaar is en niet ontspoot: hogere buffers en grotere diversiteit zijn dus ook op korte termijn al van groot belang. Om dit te bereiken zal ook het aantal banken op Europees niveau moeten verminderen – uiteraard zonder dat er megalomane financiële conglomeraten ontstaan – zodat de overgebleven banken meer ruimte hebben om die buffers op te bouwen. Dit vergt een juiste verhouding van consolidatie en concurrentie, waarvoor stevige mededingingswetgeving op Europees niveau van belang is.

De toekomst van ons geldstelsel gaat om het oplossen van deze problemen, maar draait vooral ook om het creëren van een financiële sector die dienstbaar is aan de maatschappij. Naast het doorvoeren van de genoemde hervormingen en het versterken van publieke sturing vereist dat een financiële sector die hard werkt

aan het herstel van het maatschappelijke vertrouwen en haar eigen reputatie. De transitie naar een duurzame samenleving biedt daarvoor een uitgelezen kans, die de sector met beide handen aan moet pakken om zichzelf opnieuw uit te vinden. Aan het eind van de rit levert ons dat het beoogde monetair-financieel systeem op: duurzaam en weerbaar en dus toekomstbestendig.

Literatuurlijst

Admati, Anat en Martin Hellwig, *The Bankers' New Clothes: What's Wrong with Banking and What to Do about It-Updated Edition* (Princeton 2014).

Afonso, Gara, João AC Santos en James Traina, 'Do 'Too-Big-To-Fail' Banks Take on More Risk?', *Journal of Financial Perspectives* jaargang 3 (2015) nr. 2.

Alderman, Liz, 'Lagarde Vows to Put Climate Change on the E.C.B.'s Agenda', *The New York Times*, 4 september 2019.

Altavilla, Carlo, e.a., 'Monetary policy, credit institutions and the bank lending channel in the euro area', *ECB Occasional Paper* (2019) nr. 222.

Andreeva, Desislava e.a., 'Euro area bank profitability: where can consolidation help?', *Financial Stability Review* 2 (2019).

Anginer, Deniz en Asli Demircug-Kunt, *Bank runs and moral hazard: A review of deposit insurance* (The World Bank 2018).

Beck, Roland, Ioana Duca en Livio Stracca, 'Medium term treatment and side effects of quantitative easing: international evidence', *ECB Working Paper* (2019) nr. 2229.

Begemann, E., L. Long en M. Neelis, *The waterbed effect and the EU ETS. An Explanation of a Possible Phasing out of Dutch Coal Fired Power Plants as an Example* (Utrecht 2016).

Begley, Taylor A., Amiyatosh Purnanandam en Kuncheng Zheng, 'The strategic underreporting of bank risk', *The Review of Financial Studies* jaargang 30 (2017) nr. 10, p. 3376-3415.

Benink, Harald en W. W. Boonstra, 'Hoe de ECB en Europese investeringsbank Europa vlot kunnen trekken', *Me Judice* (2015).

Bijlsma, Michiel, Sander van Veldhuizen en Benedikt Voght, 'Een wereld zonder banken? Marktfinanciering en bankfinanciering in perspectief', *CPB Policy Brief* (2015) nr. 14.

Bikker, Jaap en Iryna Okolelova, 'Meer concurrentie tussen banken sinds Europees bankentoezicht', *Economisch Statistische Berichten* 104 (2019), p. 546-549.

BIS, *Supervisory and bank stress testing: range of practices* (2017).

BloombergNEF, 'Clean Energy Investment Trends 2018', 16 januari 2019, <https://data.bloomberg.com/professional/sites/24/BNEF-Clean-Energy-Investment-Trends-2018.pdf>

Boonstra, Wim, 'Hoe werkt geldschepping?', *RaboResearch - Economisch Onderzoek* (2015), <https://economie.rabobank.com/publicaties/2015/mei/hoe-werkt-geldschepping/>.

Boonstra, Wim, *Over kwantitatieve verruiming, monetaire financiering en helikoptergeld* (2016), <https://economie.rabobank.com/publicaties/2016/juni/over-kwantitatieve-verruiming-mone-taire-financiering-en-helikoptergeld/>.

- Borio, Claudio, 'The financial cycle and macroeconomics: What have we learnt?', *Journal of Banking & Finance* jaargang 45 (2014), p. 182-198.
- Borio, Claudio, 'On Money, Debt, Trust, and Central Banking', *BIS Working Papers* (2019) nr. 763.
- Brundtland, Gro Harlem, *Report of the World Commission on Environment and Development: Our Common Future* (Oslo 1987).
- Buitink, Paul, 'Laat geldcreatie aan de vrije markt over', *FTM*, 20 januari 2015.
- Calomiris, Charles W. en Matthew Jaremski, 'Deposit insurance: Theories and facts.', *Annual review of financial economics* jaargang 8 (2016), p. 97-120.
- Campiglio, Emanuele e.a., 'Climate change challenges for central banks and financial regulators', *Nature Climate Change* jaargang 8 (2018) nr. 6, p. 462-468.
- Cappelletti, Giuseppe e.a., 'Impact of higher capital buffers on banks' lending and risk-taking: evidence from the Euro Area experiments', *ECB Working Paper* (2019) nr. 2292.
- CBS, *Monitor Brede Welvaart 2018* (Den Haag 2018).
- Claeys, Grégory, Simone Tagliapietra en Bruegel, 'A trillion reasons to scrutinise the Green Deal Investment Plan', *Bruegel*, 15 januari 2020.
- Cliffe, Mark en Teunis Brosens, 'De geldscheppingsparadox', *ING Economisch bureau* (2014).
- Cœuré, Benoît, 'Monetary policy and climate change', *Conference 'Scaling up Green Finance: The Role of Central Banks'*, Berlin, 8 November 2018.
- CPB, *CPB Risicorapportage Financiële Markten 2018* (Den Haag 2018).
- CPB, 'Effecten van onconventioneel monetair beleid zijn niet aangetoond', *CPB*, 10 december 2019.
- De Boer, Marcel en Pieter Couwenberg, 'Bankiers dromen van Europese fusiegolf', *Financieel Dagblad*, 24 januari 2019.
- De Haan, Jakob, Dirk Schoenmaker en Peter Wierdsma, *Financial markets and institutions: A European perspective* (Cambridge 2020).
- Dialogic & SEO, *Beleidsvaluatie energie-innovatieregelingen* (Utrecht 2017).
- DNB, *Tijd voor Transitie: een verkenning van de overgang naar een klimaatneutrale economie* (Amsterdam 2016).
- DNB, *Knelpunten in de financiering van groene investeringen* (Amsterdam 2017).
- DNB, *De Nederlandse financiële sector veilig achter de dijken? Een nadere verkenning naar klimaatgerelateerde financiële risico's* (Amsterdam 2017).
- DNB, *De Prijs van Transitie: een analyse van de economische gevolgen van CO₂-belasting* (Amsterdam 2018).
- DNB, 'Spaaroverschot zit in toenemende mate bij kleinere bedrijven', *DNBulletin*, 24 april 2019.
- DNB, 'Nieuwe methodiek bevestigt dat MKB substantieel bijdraagt aan spaaroverschot', *DNBulletin*, 24 oktober 2019.

- DNB, 'Dashboard Pensioenen', <https://statistiek.dnb.nl/dashboards/pensioenen/>.
- DNB, 'Dashboard Beleggingsinstellingen', <https://statistiek.dnb.nl/dashboards/beleggingsinstellingen/index.aspx>.
- DNB, 'Krediet en leverage', <https://www.dnb.nl/over-dnb/taken/financiele-stabiliteit/indicatoren/krediet-leverage/index.jsp>.
- Döme, Sophia, Stefan Kerbl en Markus Behn, 'Comparability of Basel risk weights in the EU banking sector', *Financial Stability Report* 34 (2017), p. 68-89.
- Duijm, Patty en Dirk Schoenmaker, 'European bank mergers: domestic or cross-border?', *Bruegel*, 21 juni 2018.
- ECB, 'Publication of supervisory data', <https://www.bankingsupervision.europa.eu/banking/statistics/html/index.en.html>.
- EFAMA, *Asset Management in Europe. An overview of the asset management industry* (Brussel 2019).
- Energieonderzoek Centrum Nederland, *Nationale Energieverkenning 2017* (Amsterdam/Petten 2017).
- European Systemic Risk Board, *ESRB Annual Report 2019* (Frankfurt 2020).
- European Systemic Risk Board, 'Capital conservation buffer', https://www.esrb.europa.eu/national_policy/capital/html/index.en.html.
- Europese Commissie, *Commission legislative proposals on sustainable finance* (Brussel 2018).
- Europese Commissie, *The European Green Deal* (Brussel 2019).
- Europese Commissie, 'VentureEU - the European Union venture capital mega-fund', <https://ec.europa.eu/programmes/horizon2020/en/ventureeu>.
- Fender, Ingo en Ulf Lewrick, 'Shifting tides—market liquidity and market-making in fixed income instruments', *BIS Quarterly Review*, March (2015).
- Fidrmuc, Jarko en Ronja Lind, 'Macroeconomic impact of Basel III: Evidence from a meta-analysis', *Journal of Banking & Finance* 112 (2020).
- Financieel Dagblad, 'Verkoop Volksbank aan de hoogste bidder', *Financieel Dagblad*, 13 november 2019.
- Financieel Dagblad, 'ECB waarschuwt voor bijeffecten van eigen beleid', *Financieel Dagblad*, 20 november 2019.
- Ford, Henry en Samuel Crowther, *My life and work* (Garden City, NY 1922).
- G30 Working Group, *Long-term Finance and Economic Growth* (Washington 2013).
- Geels, Frank, 'The impact of the financial-economic crisis on sustainability transitions: Financial investment, governance and public discourse', *Environmental Innovation and Societal Transitions* jaargang 6 (2013), p. 67-95.
- Giuzio, Margherita e.a., *Climate change and financial stability* (ECB 2019).

- Global Sustainable Investment Alliance, 2018: *Global Sustainable Investment Review* (2018).
- Goodhart, Charles en Dirk Schoenmaker, 'Automatic stabilisers in banking capital', *VoxEU*, 11 juli 2019.
- Goodhart, Charles en Wolf Wagner, 'Regulators should encourage more diversity in the financial system', *VoxEU.org*, 12 april 2012.
- Henrekson, Magnus en Tino Sanandaji, 'Schumpeterian entrepreneurship in Europe compared to other industrialized regions', *IFN Working Paper* (2017) nr. 1170.
- Homar Timotej en Sweder van Wijnbergen, 'Bank recapitalization and economic recovery after financial crises', *Journal of Financial Intermediation* 32 (2017), p. 16-28.
- Huirne, Ruud en Bas Rüter, 'Het verduurzamen van de landbouw vraagt meer van de bank', *Trouw*, 10 juli 2018.
- Jakab, Zoltan en Michael Kumhof, 'Banks are not intermediaries of loanable funds—and why this matters', *Bank of England Working Paper* (2015) nr. 529.
- Julen, Jeannine, 'Aantal aanmeldingen bij schuldhulpverlening daalt, maar veel schuldenaren blijven onvindbaar', *Trouw*, 4 juni 2019.
- Kalse, Egbert, 'Staat haalt 6 miljard euro op met uitgifte groene obligatie', *NRC*, 21 mei 2019.
- Kalse, Egbert, 'Oproep voor direct pinnen bij DNB', *NRC*, 10 oktober 2019.
- Kamerstukken Tweede Kamer, 2018-2019, 15 oktober 2018, 32013 nr. 198.
- Klimaatverbond Nederland, *Van Parijs naar een CO₂-prijs: Rekenen met de toekomst* (2019).
- Kovner, Anna, James I. Vickery en Lily Zhou, 'Do big banks have lower operating costs?', *Economic Policy Review* jaargang 20 (2014) nr. 2, p. 1-27.
- Langfield, Sam en Marco Pagano, 'Bank bias in Europe: effects on systemic risk and growth', *Economic Policy* jaargang 31 (2016) nr. 85, p. 51-106.
- Lietaer, Bernard A., Christian Schneider-Arnspurger en Sally Goerner, *Money and sustainability: the missing link* (Charmouth 2012).
- Matikainen, Sini, Emanuele Campiglio en Dimitri Zenghelis, 'The climate impact of quantitative easing', *Policy Paper, Grantham Research Institute on Climate Change and the Environment* (2017).
- McKibben, Bill, 'Money Is the Oxygen on Which the Fire of Global Warming Burns', *The New Yorker*, 17 september 2019.
- McLeay, Michael, Amar Radia en Ryland Thomas, 'Money creation in the modern economy', *Bank of England Quarterly Bulletin* (2014) Q1.
- Meriläinen, Jari-Mikko, 'Lending growth during the financial crisis and the sovereign debt crisis: The role of bank ownership type.', *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money* jaargang 41 (2016), p. 168-182.
- Mian, Atif en Amir Sufi, *House of debt: How they (and you) caused the Great Recession, and how we can prevent it from happening again* (Chicago 2015).

- Money and Banking, 'Understanding Bank Capital: A Primer', *Money and Banking*, 12 februari 2018.
- Monnin, Pierre, 'Central banks and the transition to a low-carbon economy', *Council On Economic Policies Discussion Note* (2018) nr. 1.
- Nelson, Bill en Francisco Covas, 'What is the Optimal Level of Bank Capital?', *BPI*, 17 januari 2019
- Noss, Joseph en Priscilla Toffano, 'Estimating the impact of changes in aggregate bank capital requirements on lending and growth during an upswing', *Journal of Banking & Finance* 62 (2016), p. 15-27.
- OECD.Stat, 'Venture capital investments', https://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=VC_INVEST#.
- Pagano, Marco e.a., 'Is Europe Overbanked?', *Reports of the Advisory Scientific Committee* (2014).
- PBL, *Investeren in energietransitie en financierbaarheid: Uitdagingen met betrekking tot investeringen 2020-2040* (Den Haag 2017).
- Platform voor Duurzame Financiering, *Duurzame financiering: Zijn er belemmeringen vanuit toezicht, financiële regelgeving en overheidsbeleid?* (2018).
- Popov, Alexander, 'Evidence on finance and economic growth', in: Beck, Thorsten en Ross Levine (red.), *Handbook of Finance and Development* (Cheltenham 2018), p. 63-106.
- PwC, 'Basel IV-compromis dwingt banken tot heroverwegen van strategie en bedrijfsmodellen', <https://www.pwc.nl/nl/actueel-en-publicaties/diensten-en-sectoren/financiële-sector/basel-iv-compromis-dwingt-banken-tot-heroverwegen-strategie-en-bedrijfsmodellen.html>.
- Raworth, Kate, *Doughnut economics: seven ways to think like a 21st-century economist* (Vermont 2017).
- Rooijers, Eva, 'Volksbank-ceo: "Wij bevinden ons in een perfect storm"', *Financieel Dagblad*, 16 november 2019.
- Rooijers, Frans e.a., *CCS bittere noodzaak bij stringent klimaatbeleid: De economische impact van Carbon Capture Storage* (Delft 2014).
- Sanders, Mark en Lu Zhang, 'Diversiteit in de financiële sector is van groot belang', *ESB*, 11 oktober 2018.
- Schoenmaker, Dirk en Peter Wierts, 'Regulating the financial cycle: An integrated approach with a leverage ratio', *Economics Letters* 136 (2015), p. 70-72.
- Schonewille, Gea en Céline Crijnen, *Financiële problemen 2018. Geldzaken in de praktijk. 2018-2019 deel 1* (2018).
- Smal, Eva, 'Nu moeten banken de redders zijn', *NRC*, 19 maart 2020.
- Stellinga, Bart en Daniel Mügge, 'The regulator's conundrum. How market reflexivity limits fundamental financial reform', *Review of international political economy* jaargang 24 (2017) nr. 3, p. 393-423.

Sustainable Finance Lab, *De Geldkwestie: Een maatschappelijke beschouwing van ons geldstelsel en alternatieven daarvoor* (Utrecht 2015).

Sustainable Finance Lab, *Werk in uitvoering: Een nieuwe rolverdeling tussen publiek en privaat voor een duurzaam financieel stelsel* (Utrecht 2018).

Teulings, Coen, 'Investeringsfonds is goed idee, maar gebruik het voor de burgers om te consumeren', *Financieel Dagblad*, 19 september 2019.

The End of Banking, 'How banking regulation has grown out of all proportions', <https://www.endofbanking.org/2018/05/22/how-banking-regulation-has-grown-out-of-all-proportions/>.

Tigue, Kristoffer, 'Analysts Worried the Pandemic Would Stifle Climate Action from Banks. It Did the Opposite', *Inside Climate News*, 9 augustus 2020.

Trouw, 'Rabobank laat de boer in de steek', *Trouw*, 6 juli 2018.

Valero, Jorge, 'EU reaches milestone by agreeing on green criteria for finance', *EURACTIV.com*, 5 december 2019.

Vander Stichele, Myriam, *Sustainable finance in new EU legislation: focus on climate investment* (Amsterdam 2018).

Van Dixhoorn, Charlotte, *Full Reserve Banking: An analysis of four monetary reform plans* (Utrecht 2013).

Verbruggen, Johan e.a., 'Effecten van een verdere verlaging van de LTV-limiet', *DNB Occasional Studies* jaargang 13 (2015) nr. 2.

Victor, Peter A. en Brett Dolter (red.), *Handbook on Growth and Sustainability* (Cheltenham 2017).

Vos, Robert O., 'Defining sustainability: a conceptual orientation', *Journal of Chemical Technology & Biotechnology: International Research in Process, Environmental & Clean Technology* jaargang 82 (2007) nr. 4, p. 334-339.

White, William, 'The Future of Money', *Conference on The Future of Money*, 24 november 2018, Frankfurt, Duitsland.

Wortmann, Edgar, *Deleveraging without a crunch* (Utrecht 2017).

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

WRR, *Geld en schuld: De publieke rol van banken* (Den Haag 2019).

Appendix:

Definities monetair-financieel systeem

Het geldstelsel omvat alle transacties die in geld worden afgehandeld, zowel in girale (geld op betaal- en spaarrekening) als contante vorm. In dit stelsel spelen centrale banken en geldscheppende commerciële banken een belangrijke rol. Het monetair-financieel systeem omvat naast centrale banken en commerciële banken ook alle andere financiële instellingen die investeringen doen, handelen op financiële markten of financiële transacties faciliteren. Hoewel de eerste definitie gangbaar lijkt in de publieke discussie, biedt de tweede een betere beschrijving van de reikwijdte die relevant is voor de transitie naar een duurzame samenleving. Het gedrag van pensioenfondsen en andere financiële instellingen is hierbij immers ook van groot belang.

Om een beeld te krijgen van het monetair-financieel systeem is het goed om te kijken naar datgene waar het hele systeem om draait: geld. Door de eeuwen heen hebben veel verschillende zaken dienst gedaan als geld, voordat we begonnen met het hanteren van, respectievelijk, de metalen munten en het papieren briefgeld dat wij nu herkennen als 'geld'. Het gaat immers niet om het geldproduct zelf, maar om de vraag in hoeverre het 'geld' geschikt is voor drie functies: het opslaan van waarde, het doen van transacties en het uitrekenen van de (relatieve) waarde van andere producten. Volgend uit deze functies moet geld goed houdbaar (of waardevast) zijn, transporteerbaar zijn en te verdelen zijn in duidelijk meetbare eenheden.

Ook in het huidige monetair-financieel systeem zijn er naast het conventionele munt- en briefgeld vele andere soorten geld te onderscheiden. Deze verschillende geldsoorten worden vaak gevat in verschillende definities van de geldhoeveelheid: steeds bredere gelddefinities aangeduid met de letter M. M0 staat voor het basisgeld: de totale hoeveelheid chartaal geld (munt- en briefgeld) en de reserves die commerciële banken aanhouden bij een centrale bank. M1 staat voor de maatschappelijke geldhoeveelheid: M0 en giraal geld (alle tegoeden op betaalrekeningen en direct opvraagbare tegoeden op spaarrekeningen). M2 is een tussenliggende geldhoeveelheid: M1 en kortlopende deposito's bij commerciële banken tot twee jaar. M3 staat voor de ruime geldhoeveelheid: M2 plus kortlopende schuldbewijzen (obligaties van twee jaar), aandelen in geldmarktfondsen en *repurchase agreements*.

Hoewel M1 voor het grote publiek de definitie van geld het beste tot uiting zal brengen, gebruiken wetenschappers en beleidsmakers normaliter M3 voor het meten van de geldhoeveelheid.

Op basis van verschillende definities voor geld krijgt het monetair-financieel systeem als geheel een andere reikwijdte: hoe ruimer de definitie van geld, des te breder de definitie van ons monetair-financieel systeem wordt. In de engste definitie van geld (M0) heeft het publiek in feite alleen met de centrale bank te maken als verantwoordelijk orgaan voor geld. Uitgaande van de maatschappelijke geldhoeveelheid (M1) hebben ook commerciële banken een sturende werking op de geldhoeveelheid. Bij de ruime geldhoeveelheid (M3) kunnen allerlei financiële instellingen invloed uitoefenen op het geld dat in omloop is. De financiële producten die onder M3 vallen lijken echter slechts bij benadering op het geld onder M1: deze producten zijn doorgaans waardevast en snel te gebruiken voor transacties, maar kunnen ook plotseling van waarde veranderen of niet opneembaar zijn voor transacties.

Colofon

Publicatie van Wetenschappelijk Bureau GroenLinks

Wetenschappelijk Bureau GroenLinks agendeert, verdiept en versterkt het groenlinkse politieke gedachtegoed. Als denktank met een integrale en op de lange termijn gerichte aanpak werken we aan wetenschappelijke, politieke en maatschappelijke kennisontwikkeling. We zoeken de samenwerking met geestverwanten en stimuleren de dialoog op een onderzoekende, uitdagende en grensverleggende manier.

Uitgever: Stichting Wetenschappelijk Bureau GroenLinks

Auteur: Dirk van Hoorn (met een inleiding door Robbert Bodegraven)

Vormgeving: grifontwerp

ISBN: 978 90 830 2195 9

Nummer: 20-04

Wetenschappelijk Bureau GroenLinks

Postbus 8008, 3503 RA Utrecht

Telefoon 030-2399900

E-mail info@wetenschappelijkbureaugroenlinks.nl

Website www.wetenschappelijkbureaugroenlinks.nl

Utrecht, december 2020

De klimaattransitie is niet alleen een grote maatschappelijke, maar ook een enorme financiële opgave. Om de klimaatdoelen te halen en tegelijkertijd de lasten voor huishoudens beperkt te houden, is naast overheidsgeld ook privaat kapitaal nodig. Ons monetair-financieel systeem speelt dan ook een essentiële rol bij het realiseren van de verduurzamingsopgave. Het huidige systeem hindert verduurzaming echter, in plaats van de klimaattransitie te faciliteren en te stimuleren. Dit is niet alleen het gevolg van onwenselijk gedrag van financiële instellingen, maar ook van ongewenste, niet-duurzame prikkels in het systeem, die weer het gevolg zijn van politieke keuzes.

In dit rapport onderzoekt Wetenschappelijk Bureau Groenlinks de mogelijkheden voor een duurzaam en weerbaar monetair-financieel systeem. We schetsen hoe een toekomstbestendig monetair-financieel stelsel eruit zou kunnen zien en doen twaalf concrete aanbevelingen voor hervormingen op de korte termijn. Op nationaal niveau pleiten we voor een afbouw van private schulden, sterkere politieke sturing op en meer diversiteit in het financiële systeem. Op Europees niveau adviseren we op korte termijn substantiële klimaatbuffers in te voeren. Ook doen we voorstellen voor een groene Europese Centrale Bank. Zo zorgen we ervoor dat ons geld nu en in de toekomst bijdraagt aan het leefbaar houden van onze planeet.



**WETENSCHAPPELIJK
BUREAU GROENLINKS**

