

Bedrijven verdienen meer krediet: voorstellen voor een meer dienstbare financiële sector



Gisteren | [Henk Nijboer](#) [Matthijs van Neerbos](#)

Krediet is goed voor groei, maar alleen als kredieten productief worden ingezet. Dat gebeurt veel te weinig, stellen Henk Nijboer en Matthijs van Neerbos. De financiële sector is vooral gegroeid op leningen aan huishoudens en speculatie in bestaande activa zoals vastgoed en aandelen en te weinig op kredietverlening aan bedrijven. De recente staatssteun om de banken overeind te houden is daardoor vooral terug te zien in stijgende activaprijzen, en niet in toegenomen kredietverlening. Dat moet en kan anders: banken moeten meer buffers aanhouden, de fiscale behandeling van vreemd en eigen vermogen moet recht worden getrokken en financiering van het MKB moet ondersteund.

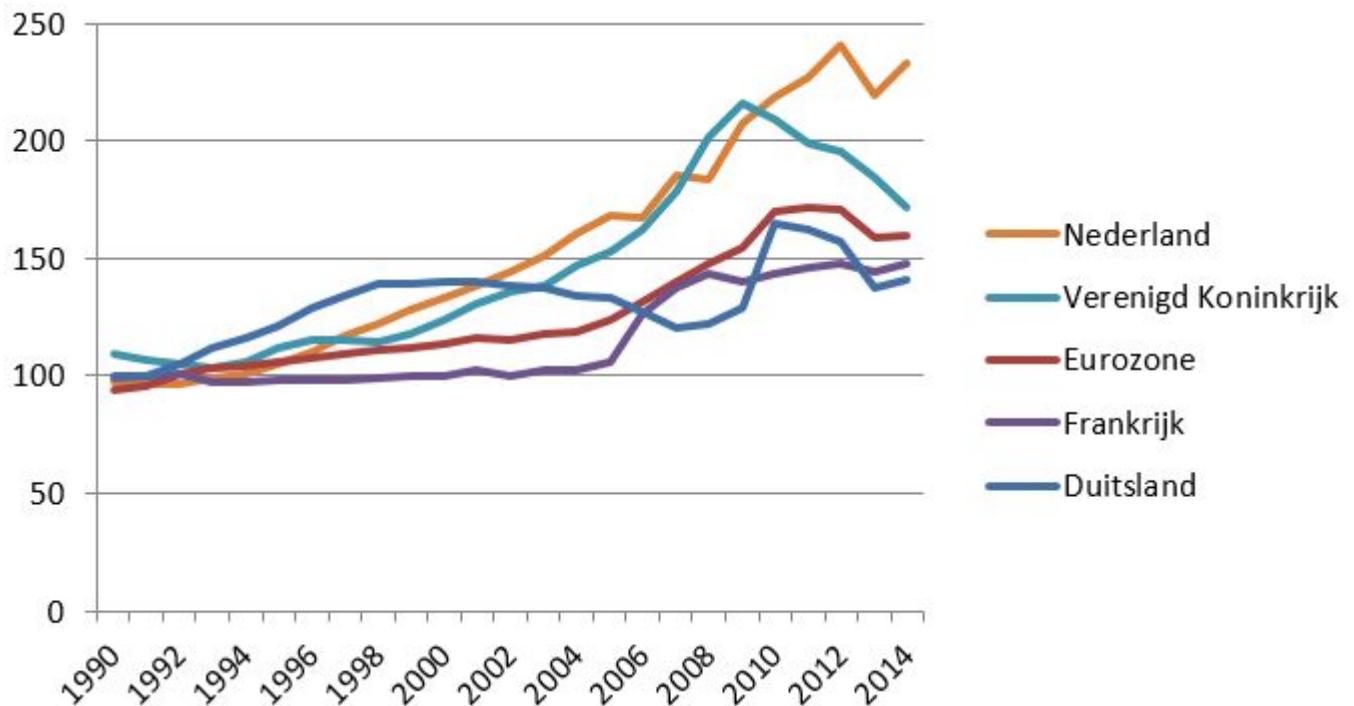
De financiële sector wordt steeds groter ...

Schumpeter voorspelde al in 1911 dat een goed ontwikkelde financiële sector een belangrijke bijdrage kon leveren aan economische groei omdat ondernemers in staat worden gesteld hun ideeën te realiseren (Schumpeter, 1911). Empirisch onderzoek leek Schumpeter hier lange tijd in gelijk te geven (zie o.a. King en Levine (1993), Beck en Levine (2000)). De gedachte was dan ook lange tijd: hoe groter de financiële sector, hoe beter voor groei.

Maar als meer krediet echt goed zou zijn voor groei, dan zou de ratio van het uitstaande krediet ten opzichte van de grootte van de economie over een langere periode min of meer gelijk moeten blijven. Dat is niet wat er is gebeurd: sinds de jaren '90 is de financiële sector, gemeten naar het uitstaande krediet ten opzichte van de economie, steeds groter geworden. Nederland is hierbij internationaal

koploper (zie figuur 1); de hoeveelheid uitstaande leningen is ruim twee keer zo groot als de economie.

Figuur 1. *Binnenlands uitstaand krediet van de financiële sector als percentage van het BBP*



Bron: [Wereldbank](#).

... maar het ene krediet is het andere niet...

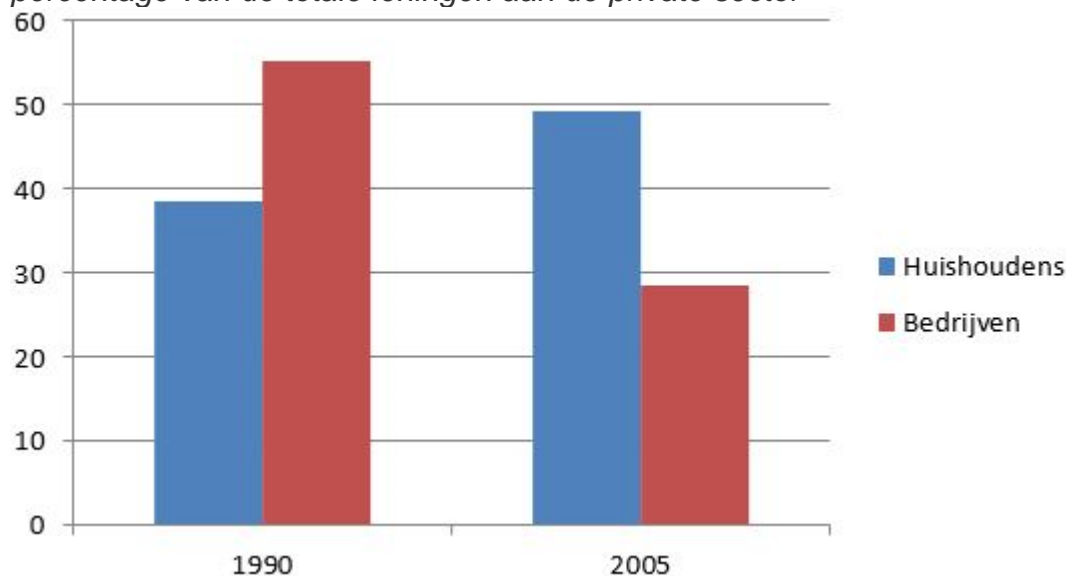
De verklaring hiervoor is dat de hoeveelheid krediet niet bepalend is voor groei, maar waar het krediet naartoe gaat. Het IMF heeft al berekend dat een financiële sector idealiter niet groter is dan 100% van het BBP. Hierna neemt de economische groei niet toe met het groter worden van de financiële sector, maar juist af (zie Arcand et al. 2012 en Bezemer 2015). Dit is consistent met een eerdere bevinding van Easterly, Islam en Stiglitz (2000) dat de volatiliteit toeneemt als de financiële sector groter wordt dan 100 procent van het BBP. Nederland is dit punt ruim gepasseerd en heeft een binnenlands uitstaand krediet dat ruim twee keer zo groot is als het BBP (zie figuur 1). Het totale balanstotaal van banken (waar het IMF en Easterly, Islam en Stiglitz naar kijken) is zelfs vier keer zo groot als het BBP (DNB 2014, pagina 65).

Hoe kunnen kredieten schadelijk zijn voor groei? Welk mechanisme gaat hierachter schuil? Schumpeter stelde al dat het uitmaakt welk doel het krediet dient: investeren of consumptie of speculatie. Schumpeter onderscheidde daarbij twee kredietgolven: een eerste golf van 'productive credit' die positief is voor groei omdat kredieten gaan naar innovatieve ondernemers, en een tweede golf van 'unproductive credit' die wordt gebruikt voor speculatie, consumptie en overinvesteringen (Bezemer 2014). Uit

onderzoek van Becket *al.* (2012) blijkt inderdaad dat het uitmaakt of het geld gaat naar huishoudens (consumptie of huizen) of bedrijven (investeringen). Hun analyse laat zien dat de hoeveelheid krediet die bedrijven krijgen een positieve impact heeft op groei, terwijl dit voor kredieten aan huishoudens niet geldt. Bezemer (2014) stelt daarom dat Schumpeter twee keer gelijk heeft gehad: allereerst omdat onderzoek inderdaad laat zien dat een grotere financiële sector een positieve impact kan hebben op economische groei, maar ten tweede omdat het uitmaakt waarvoor kredieten worden gebruikt.

Voor Nederland sluit deze uitleg goed aan bij de steeds groter wordende financiële sector ten opzichte van de reële economie. Kredieten werden de afgelopen twintig jaar steeds minder ingezet voor productieve investeringen, en steeds meer voor consumptie en speculatie. Ging in 1990 nog meer dan de helft van de leningen naar bedrijven, in 2005 was dit nog geen derde. In tegenstelling tot bedrijven kregen huishoudens juist steeds meer leningen (zie figuur 2).

Figuur 2. *Leningen Nederlandse banken aan huishoudens en bedrijven als percentage van de totale leningen aan de private sector*



Bron: [DNB](#), tabel 5.2.1em.

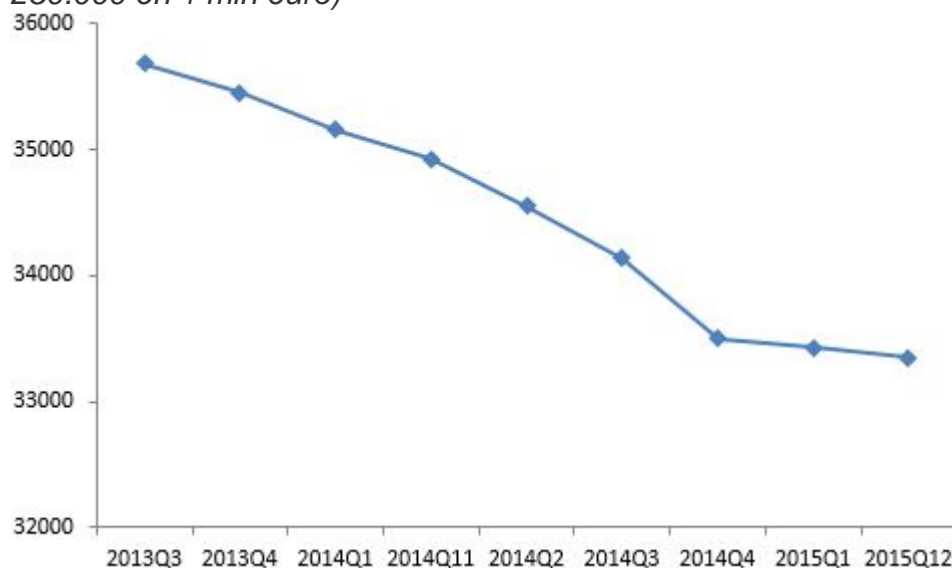
De oorzaken zijn deels fiscaal. Aan de ene kant heeft de overheid het maken van grote schulden altijd gestimuleerd door de aftrekbare rente op hypotheek en vreemd vermogen. Aan de andere kant stimuleert diezelfde fiscus het sparen door de premies voor onder andere pensioen en banksparen en door kapitaal nauwelijks te belasten. Het recept voor een grote financiële sector.

Maar ook de methode om economische schokken te vergroten en te verworden tot een zogenoemde boom-bust economie (noot 1). In goede tijden levert dat extra groei op: de stijgende vermogens in huizen, aandelen en in de pensioenvoorziening voeden dan extra consumptie en extra kredietverlening. Maar in slechte tijden werkt

het andersom en in ons nadeel. Het sterk dalen van de huizenprijzen sinds 2008 heeft de crisis in Nederland verergerd. Het is zaak om deze boom-bust economie een halt toe te roepen.

Met de daling van de huizenprijzen met ruim 20% sinds 2008 is ook de balans tussen kredietverlening aan huishoudens en kredietverlening aan bedrijven weer enigszins hersteld, maar de kredietverlening voor vooral kleine bedrijven blijft onder druk staan. Kleine leningen aan bedrijven nemen nog altijd af, terwijl de economie weer groeit (zie figuur 3). Vanuit economisch oogpunt is dat zorgelijk, omdat duurzame groei van innovatieve bedrijven moet komen en niet van stijgende huizenprijzen.

Figuur 3. *Leningen (in mln euro) van Nederlandse banken aan MKB (leningen tussen 250.000 en 1 mln euro)*



Bron: [DNB](#), tabel 5.14nk.

Sterk stijgende activaprijzen...

De moeite die - met name kleine - bedrijven hebben om krediet te verkrijgen staat in schril contrast met de ontwikkelingen op de aandelen-, huizen- en obligatiemarkten. De aandelenkoersen in de Verenigde Staten en Europa bereikten afgelopen jaar recordhoogtes, in de VS liggen de koersen zelfs ruim boven de piek van voor de crisis. In veel OECD-landen stijgen de huizenprijzen weer met meer dan vijf procent per jaar, met de huizenmarkt in Londen als exemplarische uitschieter.

Onderliggende economische fundamenteën bieden geen voldoende verklaring voor deze stijgingen (CPB 2015, kader pagina 44, 'Sterk stijgende activaprijzen'). Er lijkt zich dus een wrange realiteit voor te doen: de steun die banken van centrale banken en overheden hebben gekregen om hun sleutelrol in het verlenen van krediet aan

innovatieve bedrijven te kunnen vervullen is voor een groot deel gaan zitten in stijgende activaprijzen, met het risico van nieuwe zeepbellen als gevolg.

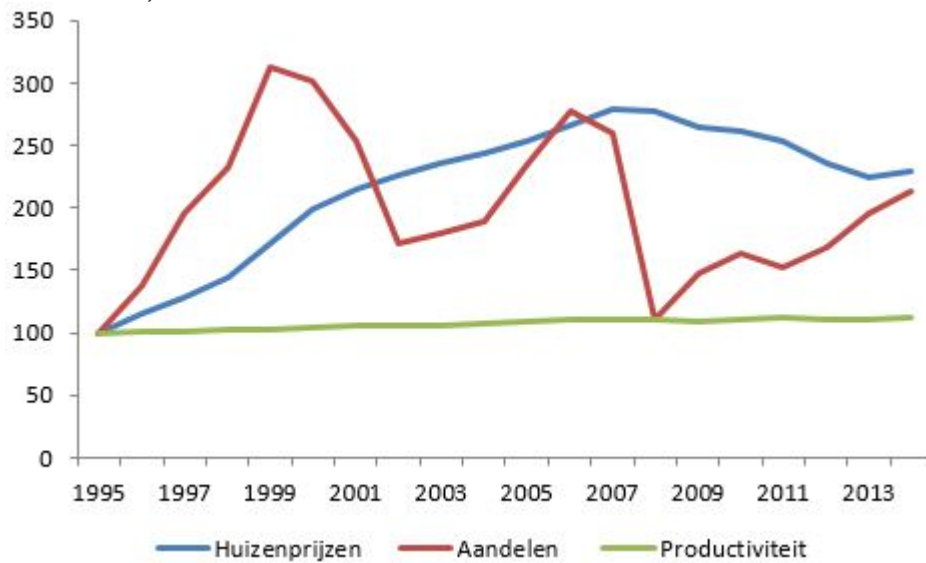
...terwijl bedrijfsinvesteringen achter blijven

Terwijl de prijzen van activa stijgen, liggen private investeringen nog altijd laag. Volgens een schatting van het IMF liggen de investeringen in geavanceerde economieën zoals Nederland 25% lager dan in pre-crisis voorspellingen. Meer dan twee derde daarvan komt door lagere bedrijfsinvesteringen. Bedrijven die sterk afhankelijk zijn van externe financiering zagen hun investeringen harder teruglopen dan andere bedrijven. Dit is consistent met het beeld dat de financiële sector investeringen heeft geremd (IMF 2014, hoofdstuk 4 'Private investment: what's the holdup?').

Implicaties voor de verdeling van de economische groei

Als de besparingen in een economie leiden tot hogere activaprijzen in plaats van tot meer productieve investeringen, heeft dit implicaties voor ongelijkheid in een land. De bezitters van activa zien de waarde daarvan stijgen, terwijl werkenden bij gebrek aan investeringen hun productiviteit en daarmee lonen nauwelijks zien stijgen. Uit onderzoek van denktank Conference Board blijkt dat er al drie jaar geen wezenlijke toename van de productiviteit (gemeten als de gemiddelde verandering in output (BBP) per werkende) in ontwikkelde landen is (Conference Board 2015). Doordat de productiviteit achterblijft, staan ook de lonen onder druk. In de periode 1995-2008 is het aandeel van laaggeschoolde arbeid in de verdeling van de economische groei met 4,9% geslonken in ontwikkelde economieën. Daar staat een plus van 2,9% tegenover voor kapitaalverschaffers (Los et al. 2015). Lonen blijven dus achter, terwijl activaprijzen stijgen. Goed voor vermogenden, slecht voor werkenden. In figuur 5 is duidelijk te zien dat de Amsterdamse effectenbeurs en de Nederlandse prijzen op de woningmarkt sterk stegen vanaf de jaren negentig, terwijl de productiviteit (gemeten als Total Factor Productivity) een veel gematigder ontwikkeling laten zien. Vanaf 2008 dalen de huizenprijzen en vooral de aandelen, maar in de laatste jaren stijgen vooral aandelen maar ook huizenprijzen weer. Het sluit aan bij de bevinding van Piketty (2014) dat het private vermogen ten opzichte van de economie de afgelopen decennia steeds groter is geworden.

Figuur 4. Huizenprijzen en aandelen stijgen sneller dan de productiviteit (indexcijfers, 1995=100)



Bron: [AMECO](#) (productiviteit), [CBS](#) (aandelen), [BIS](#) (huizenprijzen).

Banken moeten meer buffers aanhouden

De negatieve tendens van banken om vooral de financiële economie te ondersteunen in plaats van de reële economie moet worden gekeerd. Het meest directe aangrijpingspunt daarvoor is het verhogen van de buffers die banken moeten aanhouden. Hoewel banken vaak beweren dat hogere buffers slecht zijn voor de kredietverlening aan bedrijven blijkt het omgekeerde waar: goed gekapitaliseerde banken leenden gedurende deze crisis meer uit dan slecht gekapitaliseerde banken (Kapan en Minoiu 2014). Juist in Zwitserland, Zweden – waar de buffereisen veel hoger liggen – bleef de kredietgroei beter op peil, terwijl in landen met ondergekapitaliseerde banken de kredietverstrekking stakte.

Dat heeft meerdere redenen. Allereerst zorgen hogere buffers ervoor dat banken zelf klappen op kunnen vangen en dat verliezen dus niet direct ten koste hoeven te gaan van de kredietverlening. Een ander belangrijk – en vaak door banken over het hoofd gezien – mechanisme is dat met hogere buffers het gevraagde rendement op dat vermogen (de *return on equity*) omlaag gaat. Het theorema van Modigliani en Miller stelt immers terecht dat de kosten van het kapitaal worden bepaald door de risico's van de activiteiten van banken en met meer kapitaal is er minder risico dat de bank omvalt. Als het gevraagde rendement op buffers omlaag gaat, vermindert de stimulans voor banken om te kiezen voor zeer risicovolle speculatieve investeringen en wordt het relatief aantrekkelijker om in bedrijven te investeren die op lange termijn veelbelovend zijn (Boot 2014).

Regelgeving moet bedrijfsleningen beter behandelen ten opzichte van staatsobligaties en hypotheke

Naast hogere buffers moeten ook de regels voor de risicoweging van buffers worden aangepast. De huidige risicogewogen eisen zorgen voor perverse prikkels. De crisis heeft namelijk laten zien dat ook staatsobligaties niet zonder risico zijn. Toch worden staatsobligaties in financiële regelgeving nog steeds als risicovrij behandeld. Omdat voor staatsobligaties geen kapitaal hoeft te worden aangehouden zijn Europese banken tijdens de crisis meer staatsobligaties gaan aanhouden ten koste van leningen voor het MKB (Nijboer en Van Neerbos 2014).

Aanpassing van de regels is nodig zodat staatsobligaties niet meer zo bevoordeeld worden en bedrijfsleningen juist eerlijker worden behandeld. Het zijn immers juist de leningen aan bedrijven die belangrijk zijn voor de economische groei. Ten eerste helpt het als er aan het eigen vermogen eenduidige en harde eisen aan de ondergrens worden gesteld. Naast risicogewogen kapitaalseisen die altijd een zekere mate van arbitrage kennen, is het nodig dat er voldoende harde bodemvereisten worden gesteld in de zin van hard kapitaal ten opzichte van de balans. De zogenaamde *leverage ratio* moet omhoog, en verder dan de voorgenomen 4% in Nederland. Ten tweede moet de huidige risicoweging in kapitaaleisen meer reëel worden. Staatsobligaties zijn immers niet zonder risico en de woningmarkt is volatiel, dat moet dan ook worden gereflecteerd in het kapitaal dat banken ervoor moeten aanhouden.

Een manier om dat voor hypotheke te doen - waar het Bazelse Comité nu over spreekt - is het verhogen van de kapitaalbuffers die moeten worden aangehouden voor de hypotheekportefeuille en deze mede afhankelijk te maken van de hoogte van de Loan-to-Value (LTV) ratio. Dit is interessante optie om banken te stimuleren de LTV verder naar beneden te brengen, conform het voornemen van het kabinet ([Kamerstukken 2014](#)). Op deze manier zijn consumenten beter beschermd tegen prijsschommelingen (ook in de eerste jaren na aankoop) en kan worden gekomen tot een gezondere bankbalans en woningmarkt. De boom-bust cycli kunnen daarmee worden afgezwakt.

Wat betreft de weging van staatsobligaties is er geen reden waarom staatsobligaties anders zouden moeten worden behandeld dan normale activa. Iedereen weet immers dat er een verschil zit tussen Duitse staatsobligaties en Griekse staatsobligaties. Dat zou moeten betekenen dat banken, net als voor de andere leningen die zij verstrekken, kapitaal moeten aanhouden en dat moeten baseren op de kans van wanbetaling, de totale exposure bij wanbetaling en de verliezen die zij lijden bij wanbetaling. Aangezien staatsobligaties niet zonder risico zijn, is het ook wenselijk om concentratierisico's in te perken. Net als voor andere debiteuren is het gewenst om een maximumgrens voor de exposure op overheden in te stellen, als percentage van het kapitaal dat banken aanhouden (Nouy 2012). Een dergelijke

grens zou bijvoorbeeld kunnen gelden voor nieuwe aankopen van banken, zodat zij hun huidige voorraad niet ineens hoeven te verkopen (Nijboer en Van Neerbos 2014).

Tot slot moet het beleggen van banken in elkaars kapitaalsinstrumenten sterk worden beperkt. Met de bankenunie wordt de verwevenheid tussen banken en overheden doorgeknipt, maar de financiële verwevenheid blijft nog altijd enorm waardoor systeemrisico's aanwezig blijven. Wetgevers en toezichthouders moeten het beleggen in elkaars instrumenten stevig aan banden leggen.

Beperken van de schuldenstimulans in de fiscaliteit

Ten tweede moet Nederland zich uit de schulden werken. Wat een krediet is voor de bank, is een schuld voor bedrijven en huishoudens. De uitbundige stijging van de woningprijzen in de jaren negentig en de beginjaren van dit decennium is dan ook direct terug te zien in de grootte van de financiële sector (zie figuur 1).

Met de beperking van de hypotheekrenteaftrek van dit kabinet is na jaren achterstallig onderhoud een stevige stap gezet in de beperking van de excessieve schuldenprikkels die van de deze aftrek uitging. Aflossingsvrije hypotheeklen zijn er niet meer, en wie een huis koopt, bouwt nu ook vermogen op. Goed voor huishoudens, banken en de stabiliteit van de economie.

Maar waar huishoudens hun schulden moeten afbouwen, geldt dit ook voor bedrijven. De ongelijke behandeling van eigen en vreemd vermogen (rente aftrekbaar, winsten belast) leidt tot allerlei fiscale constructies en tot overmatige schuldfinanciering. Bedrijven gaan daardoor sneller failliet, en bedrijven die makkelijk aan schuld komen (multinationals) worden bevoordeeld ten opzichte van andere bedrijven (MKB). Een meer gelijke aftrek voor eigen en vreemd vermogen haalt die perverse stimulans weg. Dit zal een domper zijn voor in Nederland gevestigde 'brievenbusmaatschappijen', maar juist weer gunstig voor concernfinanciering vanuit Nederland van reële investeringen. Het CPB heeft eerder al becijferd dat een meer gelijke behandeling van vreemd en eigen vermogen, bijvoorbeeld door beperking van de renteaftrek tot 30 procent van de fiscale winst en de introductie van een vermogensaftrek, positief is voor bedrijfsinvesteringen en de economische groei (CPB 2010).

Financiering MKB versterken

Tenslotte is het Nederlandse bedrijfsleven momenteel te sterk afhankelijk van bankfinanciering. Dit geldt met name voor het MKB, dat minder gedetailleerde financiële verslaggeving heeft, kortere track records en een kleinere grootte. Deze

factoren drijven de afhankelijkheid van banken en daarmee de financieringskosten van het MKB op.

Om de afhankelijkheid van banken te verminderen en het aantal initiatieven uit te breiden hebben de Tweede en Eerste Kamer vorig jaar met algemene stemmen de Initiatiefwet Toezicht Kredietunies van de leden Mulder en Nijboer aangenomen ([Kamerstukken 2014](#)). Met de wet wordt het makkelijker een kredietunie op te richten, waar ondernemers en bedrijven in regionaal of sectoraal verband kunnen samenwerken en een belangrijke rol kunnen spelen in de financiering van het MKB. Maar er is meer nodig om de financiering van het MKB te ondersteunen. Zo heeft het IMF onlangs geadviseerd om met kredietbureaus tot betere kredietinformatie over het MKB te komen, zoals dit ook in Duitsland en Oostenrijk gebeurt (IMF 2014). Met transparantere en beter vergelijkbare informatie over bedrijven wordt het voor investeerders eenvoudiger in het MKB te investeren.

Daarnaast moet er meer risicodragend kapitaal beschikbaar komen voor het MKB. Jonge, innovatieve bedrijven hebben hier behoefte aan maar de markt voor eigen vermogen financiering is hier lang niet zo ontwikkeld als in bijvoorbeeld de VS. Zoals hierboven beschreven speelt de fiscaliteit hierbij een rol, maar er zijn meer mogelijkheden voor ondersteuning denkbaar. Zo is er recent een fonds voor achtergestelde bedrijfsleningen opgericht via de Nederlandse Investeringsinstelling (NLII) waarin verzekeraars en pensioenfondsen participeren. Hierdoor profiteren ondernemers van additionele financieringsmogelijkheden en krijgen institutionele beleggers de mogelijkheid om direct in de Nederlandse economie te investeren. De oprichting van fondsen met specifieke en gestandaardiseerde MKB-leningen/obligaties kan het nog makkelijker maken voor institutionele beleggers om in Nederland te investeren.

Daarnaast valt te denken aan oprichting van een Nederlandse Innovatiebank (NIB), die innovatieve start-ups kan helpen aan voldoende kapitaal om van starter door te groeien tot volwaardig bedrijf (noot 2). Het voordeel van een dergelijke constructie boven garanties (zoals de Borgstelling voor het MKB) is dat het de schuldafhankelijkheid van bedrijven verkleint. Daarnaast kan een NIB profiteren van cofinanciering vanuit het Junckerfonds.

Samenvattend

De financiële sector is de afgelopen decennia in Nederland sterk gegroeid in omvang, maar niet in dienstbaarheid aan de reële economie. Risico's voor banken en de Nederlandse staat namen toe, terwijl productieve kredietverlening als aandeel in de portefeuille terugliep. Bedrijven hebben krediet nodig om voor banen en groei te kunnen zorgen. In plaats van het verstrekken van productieve leningen, stegen

verstrekkingen aan activa als huizen en aandelen. Dat is goed voor vermogenden, maar minder goed voor werknemers en de economie. De productiviteit en de lonen bleven achter.

Om deze tendens te keren moeten banken hun buffers verhogen. Zo kunnen klappen makkelijker zelf worden opgevangen en wordt krediet niet nodeloos gerantsoeneerd. Ten tweede moet de risicoweging van activa van banken worden aangepast. Daarbij past een risicoweging naar soort obligaties. De stimulans om obligaties aan te houden moet worden verminderd, zodat er relatief meer naar bedrijfsleningen kan gaan. Ten derde moeten bedrijven en huishoudens schulden afbouwen en meer eigen vermogen opbouwen. Daarvoor moet eigen en vreemd vermogen meer gelijk worden behandeld, bijvoorbeeld door beperking van de renteaftrek tot 30 procent van de fiscale winst en de introductie van een vermogensaftrek. Tenslotte moeten er meer alternatieven komen voor bankfinanciering. Kredietunies zijn daarvan een goed voorbeeld, maar ook de informatie over bedrijven, sectoren en de prestaties van bedrijfskredieten kunnen beter vergelijkbaar en transparanter worden gemaakt voor investeerders.

Voetnoten

1. Voor dit probleem vroeg de PvdA aandacht bij de Algemene Financiële Beschouwingen in 2013.
2. De PvdA heeft hier aandacht voor gevraagd bij de Algemene Politieke Beschouwingen van 2015.

Referenties

Arcand, J. L., Berkes, E., & Panizza, U. (2012). "Too much finance?", *IMF Working Paper*, WP/12/161.

Beck, T., Büyükkarabacak, B., Rioja, F. K., & Valev, N. T. (2012). "Who gets the credit? And does it matter? Household vs. firm lending across countries." *The BE Journal of Macroeconomics*, 12(1).

Beck, Thorsten & Levine, Ross, (2000). 'New firm formation and industry growth - does having a market- or bank-based system matter?', Policy Research Working Paper Series 2383, The World Bank.

Bezemer, D. J., (2014). "Schumpeter might be right again: The functional differentiation of credit." *Journal of Evolutionary Economics* 25, 935–950.

Bezemer, D. J. (2015). "[Groei van financiële sector gaat ten koste van economische groei](#)", *De Groene Amsterdammer*.

Boot, A. W. (2014). Financial sector in flux. *Journal of Money, Credit and Banking*, 46(s1), 129-135.

- Conference Board. (2015). [Productivity Brief 2015](#) .
- CPB. (2010). Notitie: [Budgettaire-, koopkracht- en economische effecten van belastinghervormingen](#) , Den Haag.
- CPB. (2015). [Centraal Economisch Plan 2015](#), Den Haag.
- DNB. (2014). [Jaarverslag 2014](#), Amsterdam.
- Easterly, W., R. Islam en J. Stiglitz. (2000), "Shaken and Stirred, Explaining Growth Volatility," Annual Bank Conference on Development Economics. World Bank, Washington D.C.
- IMF. (2014). "[Kingdom of the Netherlands: Article IV Consultation](#)".
- IMF. (2015). "World Economic Outlook", April 2015.
- Kapan, T., en C. Minoiu. (2014). 'Balance sheet strength and bank lending during the global financial crisis.' Available at SSRN 2247185.
- King, Robert G. en Ross Levine. (1993). "Finance and growth" : Schumpeter might be right," Policy Research Working Paper Series 1083, The World Bank.
- Los, Bart, Robert Stehrer, Marcel Timmer en Gaaitzen de Vries. (2015). "Factor specialisation within global value chains", in: João Amador en Filippo di Mauro (red.), [The Age of Global Value Chains](#), Vox.
- Nijboer, Henk en Matthijs van Neerbos. (2014). "Haal staatsobligaties van bankbalansen af", *Me Judice*, 11 maart 2014.
- Nouy, Daniele (2012). Is sovereign risk properly addressed by financial regulation? Banque de France, *Financial Stability Review*, No. 2012/16.
- Piketty, T. (2014), *Capital in the Twenty-First Century*, Cambridge-MA/Londen: The Belknap Press of Harvard University Press.
- Schumpeter, Joseph A. (1911), "The Theory of Economic Development", Cambridge, MA: Harvard University Press.

Te citeren als

Henk Nijboer, Matthijs van Neerbos, "Bedrijven verdienen meer krediet: voorstellen voor een meer dienstbare financiële sector", [Me Judice](#), 5 oktober 2015.