Zijn banken nog nodig?

Zijn banken nog nodig?

Rede

Uitgesproken ter gelegenheid van zijn afscheid
als bijzonder hoogleraar Financiële instellingen vanwege
het NIBE-SVV aan de faculteit der Economische
Wetenschappen en Econometrie
van de Universiteit van Amsterdam
op dinsdag 20 mei 2003

door

D.M.N. van Wensveen

Vossiuspers UvA

Vossiuspers UvA is een imprint van Amsterdam University Press

Omslagontwerp: René Staelenberg, Amsterdam
Zetwerk: JAPES, Amsterdam

ISBN 90 5629 287 0
NUR 781 / 793

© Vossiuspers UvA, Amsterdam, 2003

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

Voorzover het maken van kopieën uit deze uitgave is toegestaan op grond van artikel 16B Auteurswet 1912 j° het Besluit van 20 juni 1974, Stb. 351, zoals gewijzigd bij het Besluit van 23 augustus 1985, Stb. 471 en artikel 17 Auteurswet 1912, dient men de daarvoor wettelijk verschuldigde vergoedingen te voldoen aan de Stichting Reprorecht (Postbus 882, 1180 AW Amstelveen). Voor het overnemen van gedeelte(n) uit deze uitgave in bloemlezingen, readers en andere compilatiewerken (artikel 16 Auteurswet 1912) dient men zich tot de uitgever te wenden.

Toen ik in 1950 mijn studie economie aanving aan de toenmalige Nederlandse Economische Hoogeschool te Rotterdam, was zojuist de handelseditie van de dissertatie van F. de Roos als studieboek voor de propedeuse ingevoerd. De titel luidde: *De Algemene Banken in Nederland* en het werd door de redacteuren van de reeks waarin het verscheen vooral verwelkomd omdat het een inleiding in de *theorie* van het bankwezen verschafte, waarmede in een dringende behoefte in het Nederlandse taalgebied werd voorzien.

Het onderscheidende van De Roos' studie bevond zich in de heldere wijze waarop hij een analyse gaf van de *geldscheppende* functie van algemene banken. Deze functie vloeit voort uit de kredietverlening die banken als hun *primaire* bedrijvigheid verrichten. Deze kredietverlening slaat neer in liquide tegoeden bij dezelfde of andere banken, waardoor geld als het ware uit het niets wordt geschapen. De Roos verwees in deze analyse naar het eerdere werk van Macleod uit 1856, en dat van Hawtrey en Hahn uit omstreeks 1920, die het bankwezen reeds in hetzelfde licht geplaatst hadden, eveneens uitgaande van de kredietverlening als primaire activiteit van het bankwezen.[1] 'The business of a banker is essentially to create credit',[2] zo citeert hij Macleod, waarbij de aldus gecreëerde schulden van de bank de ruilmiddelfunctie, ofwel de geldfunctie, kunnen uitoefenen omdat zij terstond opeisbaar, dus liquide zijn. De tegoeden bij banken worden aldus als ruilmiddel aanvaard. Later leidde dit tot de kernachtige formulering in de Engelse literatuur: 'Every loan creates a deposit', waarbij onder 'deposit' een zogenaamd 'sight deposit' wordt bedoeld, ofwel een direct opvraagbaar, direct voor betalingen aanwendbaar tegoed. Zo creëren banken dus door kredietverlening geld uit het niets.[3]

Deze zienswijze week, aldus De Roos, fundamenteel af van die in oudere Engelse literatuur waarin het wezenlijke van het bankbedrijf gezien werd in het opnemen van gelden van derden en de aanwending daarvan meest in kredieten, derhalve in een *bemiddelings*functie. De Nederlandse economist N.G. Pierson had zich min of meer bij deze opvatting aangesloten. Deze werd wellicht ingegeven door het kassiersbedrijf waarop de oudste bankiershuizen hier te lande, bijvoorbeeld R. Mees & Zoonen, zich van oorsprong hadden toegelegd.

Natuurlijk moet het geldcreërende karakter van kredieten niet één op één worden opgevat en daarom dient de typering 'every loan creates a deposit' niet al te letterlijk worden genomen. Er zijn namelijk 'lekken' in het monetaire systeem, zoals de inkrimping en uitzetting van de liquide middelen die de bank zelf aanhoudt, van de chartale geldhoeveelheid in de maatschappij en van het saldo van het betalingsverkeer met het buitenland.[4] Maar niettemin staat sedert het doorbreken van dit inzicht de algemene bank te boek als een geldcreërende instelling, in tegenstelling tot andere financiële instellingen die wél een zuiver bemiddelende functie vervullen, namelijk die van het aantrekken van besparingen – deze zijn niet onmiddellijk als koopkracht aanwendbaar en worden daarom niet tot de geldvoorraad gerekend – en het uitzetten daarvan op de kapitaalmarkt.

Veel aandacht is er sindsdien besteed aan de vraag waar nu precies de grens ligt tussen tegoeden die geldscheppend en tegoeden die niet-geldscheppend zijn, dat wil zeggen tussen 'monetair relevante' en 'monetair niet relevante' creditgelden. Ook heeft men zich verdiept in de vraag of algemene banken zuiver monetaire instellingen zijn of tevens financiële instellingen in ruimere zin. Of zij dus naast geldscheppende activiteiten ook een rol vervullen in de overdracht van besparingen. Dat laatste bleek meer en meer het geval te zijn naarmate de banken sinds de vijftiger jaren hun traditionele bedrijf, bestaande uit handels- en werkkapitaalfinanciëring en het aanhouden van kortlopende tegoeden van bedrijven, gingen verruimen door aan de passiefzijde van hun balans op jacht te gaan naar de sparende particulier en door aan de actiefzijde middellang krediet aan het bedrijfsleven en hypothecaire woningfinanciering te verstrekken. De discussies hieromtrent hebben geen nieuwe gezichtspunten meer opgeleverd, behalve dan dat banken inderdaad als geldmarktinstellingen (waarbij 'geldmarkt' is opgevat in ruime zin) én als kapitaalmarktinstellingen opgevat moeten worden.[5] Uiteindelijk is hun rol in het geldscheppingsproces vastgelegd in wereldwijd gecodificeerde definities volgens welke de geldcreatie statistisch wordt gerapporteerd: M1, M2 en M3. Dat de trefzekerheid van deze begrippen vanuit monetair perspectief nog geruime tijd ter discussie is gebleven, laat ik hier verder buiten beschouwing.

M1 is helemaal geld en betreft de chartale geldomloop en de girale banktegoeden. M2 is geld plus iets minder geld, dat wil zeggen tegoeden die worden meegeteld om-

dat zij snel geld kunnen worden: M1 plus deposito's tot en met 2 jaar of opzegtermijn tot en met 3 maanden. M3 is M2 plus repo's, participaties in geldmarktfondsen en geldmarktpapier tot en met 2 jaar.[6] Geldmarktfondsen lijken nog weer wat verder af te staan van 'geld' maar kunnen toch wegens de korte looptijd en hoge verhandelbaarheid betrekkelijk snel in directe koopkracht worden omgezet. M1, 2 en 3 worden de 'monetaire aggregaten' genoemd. Deze monetaire aggregaten omvatten – met uitzondering van de chartale geldhoeveelheid, het overheidsgeldmarktpapier en de participaties in geldmarktfondsen – de kortlopende passiva van de monetaire financiële instellingen, de banken dus. M2 en vooral M3 zijn de centrale *targets* (kwantitatief meestal uitgedrukt in *'targets zones'*) van de centrale bank, en zo wordt de groei van het korte passief bedrijf van de banken, want geldscheppend, duchtig in de gaten gehouden door de monetaire toezichthouder. Hetzelfde geldt trouwens voor de kredietverlening – aan de andere kant van de bankbalans – want zoals we eerder opmerkten, begint het geldscheppingsproces met kredietverlening welke via het betalingsverkeer neerslaat in bancaire tegoeden van cliënten, dus in het passief bedrijf van de banken. We betoogden ook dat deze neerslag niet precies parallel plaatsvindt.

Zo leidde de wetenschappelijke analyse tot onverbiddelijke identificatie van banken als geldscheppingsinstituten en maakte deze hen daarmee tot voorwerp van toezicht en instrument van monetaire politiek. In hoeverre monetaire politiek effectief is, is een vraag waar ik vanmiddag beslist niet op inga. Dat is een sinds Keynes en Friedman controversieel onderwerp, dat nog steeds niet ten volle in een communis opinio is opgelost. Fase heeft hier in zijn interessante afscheidscollege aandacht aan besteed.[7]

Op één aspect dat aan de orde komt in de theorie van de *monetaire transmissie*, dat is de analyse en de empirische verificatie van het proces waarlangs monetaire beleidsbeslissingen invloed hebben op de uiteindelijke doelvariabelen van het macro-economisch beleid, wil ik echter wel wijzen. Deze analyse, die de laatste jaren groeiende aandacht heeft gekregen, houdt onder meer de positie en het beleid van de banken als 'agenten' in het monetaire transmissieproces tegen het licht. De theorie analyseert het zogenaamde vermogenskostenkanaal, dat wil zeggen het directe effect van renteverhogingen of -verlagingen op de investeringen van ondernemingen, en daarbinnen en daarnaast ook het zogenaamde 'kredietkanaal'. Dat kanaal heeft een specifieke invloed omdat informatieonzekerheid die banken hebben met betrekking tot

kredietvragers belangrijker wordt naarmate de rentestand hoger is. Daardoor kan een renteverhoging door de centrale bank een versterkt effect hebben omdat de externe financieringspremie voor ondernemingen toeneemt en bovendien *adverse selection* van financieringsaanvragen bij banken optreedt. Afgezien van een méér dan proportionele verhoging van de vermogenskosten voor bedrijven kan daardoor ook in reactie hierop een beperking van het kredietaanbod en daardoor kredietschaarste optreden. Dit effect kan nog eens versterkt worden als de centrale bank, ter ondersteuning van het effect van renteverhoging, open-marktoperaties uitvoert waardoor de liquide bankreserves verminderen.[8]

De monetaire transmissietheorie besteedt aldus uitdrukkelijk aandacht aan het *gedrag* van banken, hun specifieke reactie op monetaire maatregelen, terwijl daarvóór in de geldtheoretische analyses dit gedrag min of meer over het hoofd werd gezien of constant werd verondersteld. Dat dit gedrag een factor apart is en daardoor beleidsmaatregelen niet steeds hetzelfde effect hebben, komt omdat economische subjecten opereren op allerminst transparante markten, met ongelijke informatie, met ongelijke machtsverdeling en met de perceptie dat toekomstige ontwikkelingen zeer onzeker zijn.[9]

Het was het nieuwe, baanbrekende leerstuk van de *asymmetrische informatie*, in de zeventiger jaren ontwikkeld met toepassing op een breed terrein van economisch onderzoek door de latere Nobelprijswinnaars Akerlof, Spence en Stiglitz, dat aan de naar het leek 'uitgedachte' theorie van het bankwezen een volstrekt nieuwe impuls gaf. Er ontstond een nieuwe theorie van de financiële intermediatie, waaraan Akerlof en Stiglitz zelf grote bijdragen hebben geleverd en welke sindsdien door vele auteurs in allerlei richtingen, vooral betrekking hebbend op het marktgedrag en het beleid van banken, verder is uitgewerkt.

Het is in dit korte tijdsbestek ondoenlijk deze theorie naar behoren uiteen te zetten,[10] maar in essentie komt deze thans 'mainstream'-theorie van de financiële intermediatie erop neer dat de wezenlijke functie van het bankwezen is het opheffen, of althans reduceren van informatieverschillen die de optimale overdracht van besparingen naar reële investeringen in de weg staan. Spaarders hebben niet het inzicht in de winst- en verliesmogelijkheden van ondernemersactiviteiten die ondernemers zelf

hebben. Dit inzicht kunnen zij zich ook niet, of alleen tegen hoge kosten, verwerven. Banken monitoren namens spaarders de investerende ondernemers en zorgen aldus dat de overdracht van besparingen plaatsvindt op voorwaarden die voor spaarders aanvaardbaar zijn.

Banken treden dus op als *agents*, agenten tussen spaarders en investeerders, en heffen de marktimperfecties op, of reduceren die, die het evenwicht tussen vraag en aanbod, dat tot stand zou moeten komen via rechtstreeks contact tussen spaarders en investeerders op een transparante, perfecte markt, in de weg staan.

In de financiële wereld leidt asymmetrische informatie doorgaans tot een kwalitatief ongunstig aanbod van financieringsproposities (*adverse selection*) en bovendien, nadat financieringstransacties zijn afgesloten en de besparingsoverdracht heeft plaatsgevonden, tot prikkels aan het management van de investerende onderneming tot riskanter en daarom vaak ontwijkend gedrag (*moral hazard*) ten bate van de belangen van het management zelf, dat zoveel mogelijk met geleend geld speelt. Asymmetrische informatie in ruimere zin kan ook leiden tot *agency*-problemen binnen de onderneming zelf, tussen het management en het toezichtsorgaan – een probleem van *corporate governance* derhalve – en tot *agency*-problemen met de buitenwereld: met afnemers, toeleveranciers, vakbonden, overheden, de 'maatschappij' in ruime zin. Deze *agency* problemen kunnen leiden tot reputatieafbreuk.

Het leerstuk van de asymmetrische informatie en de *principal agent*- verhouding sloot op fraaie wijze aan bij een ander leerstuk dat al in de dertiger jaren werd ontwikkeld,[11] namelijk dat van de 'transactiekosten'. Dit leerstuk vormt het hart van de zogenaamde 'theory of the firm'. De 'theory of the firm' verklaart het bestaan van ondernemingen uit de omstandigheid dat zij, door hun organisatie, schaal en *know how*, beter in staat zijn gevraagde goederen en diensten te produceren en af te zetten dan individuele marktpartijen dat zouden kunnen. Toegepast op de financiële dienstverlening houdt dit in dat financiële ondernemingen, dankzij hun organisatie, schaal en expertise, de aanwending van besparingen voor reële investeringen tegen veel lagere informatie- en andere transactiekosten kunnen bewerkstelligen dan individuen dat kunnen. De rationale van de onderneming ligt in het kostenvoordeel dat voortvloeit uit haar organisatie, die arbeidsverdeling en expertiseopbouw mogelijk maakt, en in haar schaal die schaalvoordelen met zich meebrengt. Mutatis mutandis

geldt dit voor de financiële onderneming die op informatiekosten, die nodig zijn voor financiële analyse en monitoring van geldleningen, kan besparen en die overige transactiekosten, vooral die voor het betalingsverkeer, kan rationaliseren door haar schaalgrootte.

Beide algemene leerstukken, dat van de asymmetrische informatie en van de transactiekosten, beheersen sinds de zeventiger/tachtiger jaren de theorie van de financiële intermediatie. Beide zouden zij de *raison d'être* verklaren van financiële instellingen – banken in het bijzonder – als actoren, als intermediairs in een imperfect werkende financiële markt. Beide zijn ook gecodificeerd in de tekstboeken over financiële markten en instellingen die met de regelmaat van de klok verschijnen, vooral in de Verenigde Staten, en in micro-economische studies van banken.[12] Zelf heb ik voor het onderwijs aan onze universiteit jarenlang het bekende tekstboek van Mishkin (Columbia University) gebruikt, waarin hij, wat hij noemt, 'the basic puzzles about financial structure throughout the world' verklaart aan de hand van transactiekosten en asymmetrische informatie en de daardoor optredende 'adverse selection' en 'moral hazard'.[13] Hij doelt hierbij vooral op het feit dat niet aandelen en obligaties (dus directe overdracht van financiële middelen) maar bankleningen (indirecte overdracht) de belangrijkste externe financieringsbron van ondernemingen zijn.

Maar verklaren de abstracte begrippen 'transactiekosten' en 'asymmetrische informatie' echt de wezenlijke functie van het bankwezen, van de financiële instellingen in het algemeen, in het economisch proces? De bankier zelf gebruikt de termen 'asymmetrische informatie' en 'adverse selection' nooit. De meesten weten niet eens wat deze betekenen. Van 'moral hazard' had de bankier ook nog nooit gehoord, totdat de averechtse effecten van het deposito-garantiesysteem in de Verenigde Staten na de spaarbankencrisis in de zeventiger jaren tot hem doordrongen. Sommige bankiers begonnen in de tachtiger jaren te beseffen dat zij door het geven van veel te grote kredieten aan ontwikkelingslanden een 'too big to fail'-gedrag hadden vertoond en daardoor hun aandeelhouders en officiële toezichthouders in tijden van crises nachtmerries hadden bezorgd. Dat dat 'moral hazard' heet, wist de bankier toen niet, maar nu meestal wel. Een bankier vindt zelf helemaal niet dat hij 'asymmetrische informatie' mitigeert. Dat hij dankzij verhoudingsgewijs lage 'transactiekosten' het macro-economisch proces van spaaroverdracht bevordert, laat hem

koud. Hij vindt zichzelf een handelaar in geld waar hij een marge op maakt, en verder verricht hij nog andere diensten voor zijn cliënt, zoals het uitvoeren van betalingstransacties en transacties op de kapitaalmarkt. Hij vindt helemaal niet dat hij geldnemers 'monitort' ten behoeve van een 'coalitie van spaarders'. Die spaarders mogen hun geld brengen – graag zelfs want zij zijn als cliëntengroep zeer welkom –, maar verder hebben zij niets te maken met de kredietverlening die daarmee gefinancierd wordt en met het monitoren van debiteuren; het krediet verleent hij immers voor eigen rekening en risico. Risico managen en er geld aan verdienen: dat spreekt hem aan, daar heeft hij het dagelijks over, dat zit in zijn genen.

Nog afgezien van het feit dat asymmetrische informatie en de daaraan gerelateerde begrippen niet in het vocabulaire van de bankier voorkomen en daardoor dit theorema een hoog abstractieniveau heeft, is er nog een andere belangrijke reden waarom het theorema onvoldoende en bovendien steeds minder in staat is de essentie van de financiële intermediatie te typeren. Asymmetrische informatie is het belangrijkste kenmerk van een imperfect werkende markt. Volledige transparantie heft deze imperfectie op. Als er iets is wat de laatste decade het functioneren van de financiële markten verbeterd heeft, dan is dat, naast liberalisering, de enorme verbetering van informatievoorziening op wereldwijde schaal – *real time* – dankzij de onvoorstelbare vooruitgang van de informatie- en communicatietechniek. Financiële markten zijn daardoor geglobaliseerd, transparant en aanzienlijk efficiënter geworden. Het asymmetrische karakter van informatie neemt aanzienlijk af; informatie van en over investerende ondernemingen bereikt de spaarder eerder en vollediger. Leidt dat tot uitschakeling van de financiële intermediatiefunctie? Heeft de spaarder de banken nu niet meer nodig om geld rendabel te beleggen en worden de taken van banken overgenomen door instellingen die in het informatieproces een nieuwe, lichtere intermediatiefunctie vervullen, zoals ratinginstituten en beleggingsfondsen? Het tegendeel blijkt het geval.

Verschillende onderzoeken hebben uitgewezen dat op de lange termijn en overal ter wereld de financiële economie sneller groeit dan de reële economie en dat financiële instellingen de motor zijn en blijven van dit groeiproces. Dit blijkt uit het groeiende aandeel van de toegevoegde waarde van financiële instellingen in het bruto nationaal product. In Nederland bijvoorbeeld steeg dit aandeel van 3,1% in 1970 tot 5,8% in

2000; in de Verenigde Staten steeg deze van 4,0% in 1970 tot 7,1% in 2000. In de laatste jaren steeg dit percentage wat minder dan in voorgaande jaren, maar niettemin.[14]

Binnen de categorie financiële instellingen groeien verzekeringsmaatschappijen, pensioenfondsen en beleggingsfondsen met hun beleggingen in obligaties en aandelen weliswaar sneller dan banken, en neemt dus het aandeel van banken in het financiële intermediatieproces relatief af, maar in absolute getallen blijven de banken – en het via hun balansen getransfereerde geld – groeien en blijft ook hun aandeel in het nationaal inkomen toenemen. Als alle financiële activa die in handen zijn van particulieren, institutionele beleggers en banken bij elkaar worden opgeteld – het gaat hierbij om spaartegoeden van particulieren, effecten in het bezit van particulieren en institutionele beleggers en banken, en kredieten die banken bij cliënten hebben uitstaan – dan was de waarde daarvan in de westerse wereld in 1995 inmiddels meer dan driemaal zo groot als het bruto nationaal product in dat jaar. De bankkredieten maakten daarvan 57% in de EMU-landen en 22% in de Verenigde Staten uit. Het verschil tussen EMU en Verenigde Staten duidt aan dat het financiële systeem in de Verenigde Staten meer *market based* is geworden – dat wil zeggen: via de effectenmarkten verlopend –, en in continentaal Europa nog overwegend meer *bank based* is. Maar ook in de Verenigde Staten bleef het totaal van de bankkredieten niettegenstaande de daling binnen de totale financiële activa stijgen als percentage van het nationaal inkomen.[15]

Het paradigma van de asymmetrische informatie herbergt dus op zijn minst een paradox: toenemende markttransparantie blijkt niet te leiden tot een verminderende behoefte aan financiële intermediatie. Die behoefte neemt zelfs toe. Dit suggereert dat er een andere drijfveer achter financiële intermediatie zit. Het antwoord op de vraag welke deze kan zijn, ligt voor de hand: risico. In de transfer van deposito's en besparingen naar kredieten transformeren banken velerlei risico's: zij verschaffen deposanten liquide claims, of claims die op korte termijn liquide worden, en verschaffen aan de andere zijde van hun balans kredieten die, ook als ze contractueel dagelijks opzegbaar zijn, in feite langdurig vastzitten. Zij lopen liquiditeitsrisico, debiteurenrisico, landenrisico, renterisico, marktrisico op hun effectenportefeuille, valutarisico, prijsrisico op hun optieposities en *future rates agreements*, risico's in de

invoering van betalingsverkeer en effectenorders voor cliënten, om de belangrijkste te noemen. De liquiditeits- en risicovoorkeuren van huishoudingen met een spaaroverschot zijn en blijven kennelijk in zodanige mate verschillend van de liquiditeitsbehoeften en risicoprofielen van huishoudingen met een financieringstekort, dat de openbare kapitaalmarkten vraag en aanbod niet volledig kunnen matchen, tegen welke prijs dan ook. Natuurlijk spelen informatiekosten hierbij een grote rol. Die zijn relatief te hoog voor het overgrote deel, in aantallen, van het bedrijfsleven om een gang naar de openbare kapitaalmarkt mogelijk te maken. En beslissend is daarnaast dat een groot deel van de besparingen een liquide en vooral veilige haven zoekt, een haven die de banken, risico's transformerend, bieden. Spaarders laten, tenminste voor een deel van hun besparingen, het selecteren en monitoren van geldnemers aan banken over, in ruil voor liquiditeit en laag risico, een relatief lage beloning die dat met zich meebrengt accepterend.

De stelling dat risicotransformatie, méér dan het opheffen van asymmetrische informatie, het wezenskenmerk van financiële intermediatie weergeeft, houdt geen ontkenning in van het nut van dit theorema, en zeker niet van het nut van de *agency theory* – waarin asymmetrische informatie een kernrol vervult – voor de theorie van de financiering van de onderneming en ook voor de verklaring van het optreden van banken in de kredietmarkt en de kapitaalmarkt. Integendeel, de *agency theory* heeft via modellering, waarin onder meer speltheoretische inzichten zijn verwerkt, veel verheldering weten te brengen in het financieringsbeleid van ondernemingen en in het gedrag van deze marktpartijen tegenover banken, evenals verheldering van het gedrag van banken tegenover geldnemers en geldgevers onder normale en uitzonderlijke marktomstandigheden. Ook is het theorema instrumenteel in de verklaring van de interactie tussen toezichthouders en banken. Maar een probleem blijft dat de verklaringen een sterk ad-hoc karakter kennen en empirische verificatie moeilijk is.[16]

Risico daarentegen leent zich uitstekend voor empirische verificatie, dankzij toepassing van de waarschijnlijkheidstheorie. Het berekenen en daardoor bestuurbaar maken van risico's heeft een enorme vlucht genomen. Het beheersen van risico was vanouds al de kern van het verzekeringsbedrijf; het is nu ook een rode draad in de productontwikkeling van banken en het management van de banken zelf. Wetenschappelijke risicoanalyse is uitgegroeid tot een formidabel voorbeeld van hoe we-

tenschap niet slechts de werkelijkheid verklaart maar deze gaandeweg creëert. Risicoanalisten zijn uitvinders geworden die een complete gedaanteverwisseling van de financiële industrie hebben teweeggebracht. Sinds de ontwikkeling van het beroemde CAPM-model door Markovitz, met zijn fameuze bèta, en de ontwikkeling van het Black Scholes-model voor de prijsberekening van opties, is het vermogensbeheer van de financiële industrie ten behoeve van cliënten en van de eigen balans wezenlijk veranderd, is een niet aflatende stroom nieuwe financiële producten ontwikkeld en op de markt gebracht – meest financiële derivaten of beleggingsproducten waarbij gebruikgemaakt wordt van derivaten – en is het management van de bank zelf, dat wil zeggen het balansbeheer, het beheer van de kredietportefeuille, en alle activiteiten op de kapitaalmarkt, consequent onder één vlag gebracht: risicobeheer. Ook is de Chief Financial Officer (CFO) de belangrijkste man geworden naast de Chief Executive Officer (CEO). De CFO zwaait binnen de bank als Damocles met een groot zwaard. Dat zwaard heet RAROC: Risk Adjusted Return on Capital. Deze rentabiliteitsberekening calculeert het risico van een activiteit en stelt aldus vast hoe hoog het rendement van de activiteit is na inachtneming van dit risico. Het voor risico geschoonde rendement moet voldoen aan een maatstaf die de bank centraal vaststelt en in laatste instantie door de beurs bepaald wordt.

Het thema 'risico' beheerst inmiddels een groot deel van de actuele research binnen het onderzoeksveld financiële markten en instellingen en neemt nu ook een prominente plaats in in de nieuwste tekstboeken. Het boek van Cornett en Saunders *Fundamentals of Financial Institutions Management*, dat ik recent in Rotterdam gebruikt heb, plaatst het gehele bankmanagement onder de noemer van 'measuring and managing risk'.

Als de CFO als afgezant van de vermogensmarkt, omdat hij immers beoordeelt of de bank risicovermogen kan aantrekken voor verdere groei, zijn beulswerk moet verrichten ten aanzien van subrendabele activiteiten, schiet de wetenschap dan te hulp om aan te geven welke *strategische richtingen* de bank moet kiezen om rendabel genoeg te worden of te blijven?

Op het terrein van bankstrategie lijkt de interactie tussen theorie en praktijk voor verbetering vatbaar, omdat de capillaire werking tussen de research van consultants

en investment banks – die uitgebreid en veelzijdig is en veel cijfermatige informatie geeft[17] – en de research verricht bij centrale banken in de Verenigde Staten en Europa, de Europese Unie en universitaire centra, die meer empirisch-analytisch van aard is, niet groot is.[18]

Er is de laatste vijftien, twintig jaar in laatstgenoemde centra veel en vruchtbaar werk verricht op het gebied van de *industrial economics* van het bankwezen, de ontwikkeling van het bankwezen als bedrijfstak. Het gaat hierbij om de structuur van de bancaire markten in diverse landen – concurrerend of oligopolistisch – de samenhang daarvan met de mate van concentratie (gemeten met de C5 of Herfindahl index), winstontwikkeling (oligopolistische overwinsten of subrentabiliteit wegens overaanbod), toetredingsmogelijkheden voor buitenlandse banken, enzovoort. Binnen de Europese Unie was een belangrijke vraag of de vrijmaking van de financiële markten tot een daling van de prijzen van bancaire producten zou leiden, zich voegend naar het land met het meest efficiënte aanbod.

In het onderzoek naar de macro- en meso-economische gevolgen van bankconcentratie kwam vanzelf de vraag naar voren of bankfusies en bankovernames, die leiden tot concentratie, in micro-economisch opzicht wel efficiënt zijn. Hiernaar is inmiddels veel onderzoek verricht, in de Verenigde Staten en ook in Europa,[19] met conclusies die door de praktijk – afgaande op verbale uitingen van bankiers – naar het lijkt slechts in beperkte mate zijn geabsorbeerd. Vanzelfsprekend is het hierbij mogelijk dat de wetenschap motieven die tot fusies leiden nog onvoldoende in het vizier heeft gekregen.

Meestal wordt bij fusies en overnames als motief opgegeven dat deze schaalvoordelen opleveren en zo tot grotere kostenefficiëntie leiden. Onderzoek van Berger en anderen in de Verenigde Staten en Molyneux en anderen in Europa heeft aangetoond dat schaalvergroting maar in zeer beperkte mate bijdraagt aan kosten- en opbrengstenvoordelen (*economies of scale*). Hetzelfde is het geval met productdiversificatie (*economies of scope*). Daartegenover is echter vastgesteld dat de zogenaamde *'X-inefficiencies'* zeer groot zijn, dat wil zeggen dat efficiëntieverschillen tussen banken van dezelfde schaal groot zijn en dat in vermindering daarvan in feite het eerst verdiende geld ligt. Potentieel zit de meeste efficiëntieverbetering in een verbetering van de marktpositionering van een bank (welke soort cliënten worden waar met wel-

ke producten bediend) en vooral in beter kostenmanagement. Men kan zich spiegelen aan de beste in de klas, de *benchmark*. De les uit dit empirisch gegeven is dat het bankmanagement eerst zijn huiswerk af moet hebben alvorens het buiten kan gaan spelen, temeer omdat er eveneens empirische aanwijzingen zijn dat fusies en overnames vooral succesvol zijn tussen instellingen met verschillende X-inefficiency, waarbij het management van de meest efficiënte bank het management van het geheel domineert.[20]

Het lijkt er overigens op dat het nog onvoldoende geanalyseerde, en ook moeilijk analyseerbare, motief van behoud of uitbreiding van marktmacht een belangrijke, misschien wel de belangrijkste, strategische overweging is in de hoofden van bankpresidenten. Hier wordt het afbreukrisico van verlies van marktpositie zonder actie afgewogen tegen het afbreukrisico van een fusieproces. Het afbreukrisico van een fusie bestaat uit het verlies van cliënten en getalenteerd personeel en de moeizame strijd om, na het omsmeden van de organisatie, de gepercipieerde fusievoordelen te realiseren. Bovendien heeft alleen een fusie of overname die plaatsvindt via aandelenruil, in plaats van via een contant bod met premie, het aanwijsbare voordeel van een door samenvoeging vergroot vermogen dat goedkopere financiering kan opleveren, mits de *rating agencies* de fusie gunstig beoordelen.

Mogen *economies of scale* geen hard fusiemotief opleveren, het laatste woord is er nog niet over gezegd. Er voltrekken zich binnen het bankbedrijf technologisch gedreven ontwikkelingen, die de minimum efficiënte schaalgrootte van operationele processen sterk kunnen doen opschuiven.[21] Ik doel op het nationale en internationale datanetwerk binnen een bank, de datacommunicatie met cliënten, het hele complex dat e-banking wordt genoemd, de afhandeling van het betalingsverkeer, *clearing & settlement* van effectentransacties, het effectenbewaarbedrijf, de systemen achter de valuta-arbitrage en de derivatenhandel en straks het interne risicomanagementsysteem van debiteuren en andere risico's als uitvloeisel van Bazel II. De effecten hiervan zijn voor wetenschappers, die het moeten hebben van extern gepubliceerde data, nog heel moeilijk te traceren.

Leidt deze technologisch gedreven opwaartse druk op schaalminima dan onvermijdelijk tot fusies en overnames? Verschaffen deze de enige oplossing? Hier kan de

nieuwe, conceptuele benadering van de basisfuncties die het financiële systeem verricht een richting aangeven naar een pluriform en rendabel financieel systeem in de toekomst. Ik doel op de zogenaamde *functional approach* van Merton, uitgewerkt door onder meer Llewellyn, en wil daar zeer in het kort, want de afsluiting nadert, iets over zeggen. Merton somt zes 'underlying functions' op die volgens hem 'the core needs served by the financial system' weergeven.[22] Llewellyn bouwt hier op voort en somt op welke 'core competences' en positionele voordelen banken hebben die hen concurrentieel voordeel bieden ten opzichte van andere financiële instellingen en ten opzichte van elkaar, in de vervulling van deze 'underlying functions'. Deze basisvaardigheden en positionele voordelen zijn: informatievoordelen, risicoanalyse-expertise, monitoring van geldnemers, het kunnen zeker stellen van leningcontracten, bemiddelingsvaardigheden (als makelaar), distributiecapaciteit, hun centrale rol in het betalingsverkeer en daardoor eerste contactpunt met cliënten en ten slotte: cliëntenvertrouwen. De klantenbasis, alsmede de informatie die daaraan ontleend kan worden, verschaft het grootste concurrentiële voordeel. Zij verschaft tevens de mogelijkheid niet alle andere genoemde *core competences* zelf te exploiteren. *In- en outsourcing* zijn mogelijk; o*utsourcing* wanneer door schaalproblemen een bepaalde activiteit beter en goedkoper door een grotere branchegenoot met zich onderscheidende expertise kan worden verricht. De verkoop kan dan, gebruikmakend van de eigen cliëntenbasis, gewoon onder eigen naam worden voortgezet. Voorbeelden daarvan zijn effectenbewaarbedrijf, betalingsverkeer, hypothekenadministratie, beleggingsfondsen en stille participatie in kredietverlening. *Insourcing* is mogelijk wanneer eigen schaalgrootte diepte-investeringen mogelijk heeft gemaakt die kosten-efficiëntievoordelen bieden aan (kleinere) branchegenoten. De voorbeelden zijn dezelfde als die bij *outsourcing*. Bij kapitaalgebrek biedt securitisatie van onderdelen van de kredietportefeuille een oplossing. Aldus kan aan een cliënt, het kostbaarste 'bezit' van een bank, een integraal pakket financiële diensten worden aangeboden maar zijn de componenten *gedeconstrueerd*: zij kunnen wel of niet door de bank zelf worden voortgebracht. Een scheiding wordt aangebracht tussen de distributie en de voortbrenging of het risico van bancaire producten. Contractuele verbindingen ontstaan hiervoor binnen en buiten eenzelfde instelling. Aldus ontstaat, volgens Llewellyn, het paradigma van *contract banking*.[23]

Wellicht biedt *contract banking* een flexibel en rendabel alternatief om aan de toenemende concurrentiedruk binnen en buiten de bancaire sector het hoofd te bieden, naast traditionele oplossingen via concentratie. *Contract banking* kan ook een volgende stap inluiden in het proces van brancheervaging, zeker wanneer het onderscheid tussen distributie en vervaardiging centraal komt te staan.

Zo komen we dan aan het slot voor de vraag te staan die Llewellyn zich ook stelde, 'Are banks necessary for banking?', en de tegenovergestelde vraag: 'Is banking necessary for banks?'[24] Beide vragen kunnen, zij het geclausuleerd, met 'ja' worden beantwoord. Individuele banken zullen duidelijker keuzes moeten maken welke *core competences* zij in de toekomst kunnen vertalen in concurrentiële voordelen. Risicotransformatie zal echter de kern van hun activiteiten blijven vormen, en daardoor zal het bankwezen het hart van het financiële intermediatieproces blijven uitmaken.

Echter, niet op uniforme wijze. Productontwikkeling, kredietspecialismen, vaardigheid in financieel en beleggingsadvies, risicoabsorptievermogen mede door risicospreiding, distributiecapaciteit en marketingvaardigheid: al deze competenties zijn thans reeds ongelijk over banken verdeeld en zullen ook een toenemend verschillend gezicht aan banken geven en zo hun overlevingskansen vergroten binnen een steeds breder opererende, 'branche vervaagde' financiële bedrijfstak. Banken zullen daarvoor duidelijke keuzes moeten maken langs lijnen die bijvoorbeeld door Smith en Walter in hun Cliënt-Arena-Product (C-A-P) Model zijn geïdentificeerd. [25] Zij doen dat inmiddels ook steeds meer. Zij moeten hun organisatie méér richten op hun strategische focus, met behulp van verschillende divisies die elk een duidelijke eigen strategische opdracht krijgen.[26] Ook dat doen ze inmiddels steeds meer met aparte divisies voor consumentenbankieren, wholesale-bankieren en vermogensbeheer. Maar zij hebben nog een weg te gaan vooraleer ze het imago van onbeweeglijke, met uitroeiing bedreigde dinosauriërs definitief hebben afgeschud.

Het gaat hierbij om risicotransformatie, als kernactiviteit, in een wereld die juist toenemende risico's van steeds uiteenlopender aard laat zien. Komt niet de vraag aan de orde of banken deze basisfunctie nog wel aankunnen, zeker nu de wereldeconomie recessief is, beurzen hardnekkig zwak blijven en de banken, onder meer met offbalance posities in derivaten, steeds riskanter schijnen te opereren? Staan de overle-

vingskansen van het bankwezen, kijkend naar landen als Duitsland en Japan, niet ter discussie?

Het oordeel daarover is uiteindelijk niet aan de toezichthouder (die via Bazel II druk bezig is het toezicht risicoverfijnder te maken) maar aan de belegger. Hij bepaalt of hij bankaandelen koopt, houdt of verkoopt,[27] en hij bepaalt of hij inschrijft op emissies van bankaandelen waarmee banken aan nieuw risicodragend vermogen worden geholpen. Hier valt een positief signaal te melden, namelijk dat de gemiddelde belegger het gewicht van bankaandelen in zijn aandelenportefeuille in de loop van de laatste twintig jaar stelselmatig heeft verzwaard, en wel van ruim 5% in 1985 tot ruim 11% in 2002. Dat is niet mis! Deze verzwaring is zelfs doorgegaan na de beursmalaise die in 2000 toesloeg, namelijk van bijna 9% in 2000 tot de genoemde 11% in 2002. Hiermee heeft de belegger het financiële fundament gelegd onder de relatieve groei van de financiële intermediatie in de wereldeconomie. Genoemde percentages geven de weging aan van banken in de MSCI World Index. Voor Europa ligt de weging van banken in de index nog aanzienlijk hoger, voor de Verenigde Staten lager; overal stijgt ze. Dit indiceert dat de belegger de banken niet in de steek laat, integendeel zelfs. De banken kunnen hierin een aanmoediging zien om te blijven aantonen 'dat banken nog nodig zijn'.[28] Maar het bankaandeel blijkt ook volatieler te zijn dan het gemiddelde aandeel op de beurs. De risicogevoelige belegger laat daarmee waarschuwende geluiden horen, vooral wanneer er een bankcrisis in de lucht hangt.[29] Zo blijft bankieren een kwetsbaar avontuur.

Mijnheer de Rector Magnificus, heren leden van het Curatorium van mijn leerstoel, mijnheer de Decaan en mijnheer de voorzitter van de afdeling Algemene Economie van de faculteit.

Ik dank u voor het grote vertrouwen dat u in mij hebt gesteld sinds mijn benoeming in 1989. U hebt mij herhaaldelijk herbenoemd, daarmede dit vertrouwen herbevestigend, en mij steeds bedankt voor mijn bereidwilligheid mijn taak voort te zetten. Maar dank is juist aan mij dat u me in de gelegenheid hebt gesteld het bijzonder hoogleraarsambt te vervullen en de uitdaging aan te gaan praktische bankervaring te mengen met theoretisch inzicht en dat mengsel over te dragen aan studenten. Ik vond het een ware uitdaging om het moeilijke, en mijns inziens tegenwoordig enigs-

zins ondergewaardeerde vak van doceren onder de knie te krijgen en voortdurend te verbeteren. Ik hoop dat het me voldoende gelukt is, vooral in de zin dat ik studenten gemotiveerd heb. Ik dank de decaan prof. Van der Gaag voor de schriftelijke dankbetuiging die hij me heeft doen toekomen en prof. Ellman, voorzitter van de afdeling, voor de uitermate vriendelijke en waarderende brief die hij mij geschreven heeft. Ik heb dat zeer op prijs gesteld.

Mijn taak zit erop. Mijn opvolger prof. Van den Brink staat gereed, dat zult u nu gaan horen. Ik verdwijn maar het bankvak verdwijnt zeker niet. Mijn belangstelling ervoor evenmin.

Ik dank u voor uw aandacht.

Noten

1. De Roos wijst erop dat het de verdienste van Macleod is geweest als eerste de kredietschepping als primaire functie van het bankwezen te zien, in diens in 1856 verschenen werk *The Theory and Practice of Banking*.
2. De Roos: op. cit. p. 3.
3. Zie dr. M.P. Gans, *De Handelsbank als Financiële Instelling* (1965), p. 9.
4. Ook Gans wees hierop: op. cit. pp. 10-12.
5. Zie D.M.N. van Wensveen en P. Geljon, 'De rol van de Nederlandse banken op de kapitaalmarkt', in: *Zicht op Bancaire en Monetaire Wereld, opstellen aangeboden aan Prof. dr. H.W.J. Bosman*, 1984.
6. Definities zoals vermeld in de maandberichten van de Europese Centrale Bank.
7. M.M.G. Fase, *Van droom naar daad: dertig jaar monetaire economie in vogelvlucht*, 2002.
8. Zie I.J.M. Arnold en J. de Haan, 'Monetaire transmissie in het eurogebied', in: *Financiële en Monetaire Studies*, 2000, pp. 12-19; en R. Lensink and E. Sterken (red.), Monetary Transmission and Bank Competition in the EMU, *Journal of Banking and Finance*, november 2002 (special issue).
9. J.Swank (*Bank Behavior in the Netherlands*, 1994) analyseert meerdere aspecten van het bankbeleid onder invloed van monetair beleid.
10. Voor een meer uitgebreide behandeling van de theorie van de financiële intermediatie zij verwezen naar L.J.R. Scholtens en D.M.N. van Wensveen, *The Theory of Financial Intermediation: An Essay on What It Does (Not) Explain*, SUERF Publication nr. 24, 2003 (1). Het betoog in het vervolg van deze rede is daar ook uitvoeriger te vinden, inclusief bouwstenen voor een aangepaste theorie. Goede samenvattingen van de theorie van de financiële intermediatie of onderdelen daarvan zijn ook te vinden in dissertaties, die in de negentiger jaren aan de UvA verdedigd zijn. Genoemd kunnen worden: M. de Lange, *Essays on the Theory of Financial Intermediation*, 1992; L.J.R. Scholtens, *Towards a Theory of International Financial Intermediation, 1994; T.R.P.J Kroes, Financial Intermediation and Monetary Transmission*, 1996; G.J. de Bondt, *Financial structure and Monetary Transmission in Europe, a Cross-Country Study*, 1999; A.B.P.G. Schmeits, *Essays on Corporate Finance and Financial Intermediation*, 1999. Aan

de KUB promoveerde J.P.J.F. Scheepens op *Financial Intermediation and Corporate Finance*, 1995.

11. Door Coase: 'The Nature of the Firm', in: *Economica*, 1937.
12. Zie bijvoorbeeld Freixas and Rochet, *Microeconomics of Banking*, 1997 en Mishkin, *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*.
13. Mishkin: op. cit. (6th edition, 2001), pp. 181-198.
14. Bron: OECD, National Accounts (various issues).
15. Vergelijk ook F. Allen and A.M. Santomero: 'What do financial intermediaries do', in: *Journal of Banking and Finance*, February 2001.
16. Zie ook A.W.A. Boot en K. Cools: 'Paradepaard of zwart schaap': *Economisch Statistische Berichten*, 14 april 2000.
17. Bijvoorbeeld de *industry analyses* van Boston Consulting Group, Fox-Pitt, Kelton (Swiss RE Group), Goldman Sachs, McKinsey and Cie, Merrill Lynch, J.P. Morgan Securities, Morgan Stanley, Oliver Wyman and Company, Schröder Salomon Smith Barney (Citigroup), Deutsche Bank.
18. Uit de grote stroom publicaties worden hier slechts enkele, algemeen geciteerde genoemd: het zgn. Ceccini-rapport: *Onderzoek naar de kosten van een niet-Verenigd Europa* (EU, 1988), Hoofstuk 6: Financiële diensten; J.J. Schinasi, A. Prati: *European Monetary Union and International Capital Markets* (IMF, 1997); R.N. McCauley, W.R. White: *The Euro and European Financial Markets* (BIS, 1997); E.Ph. Davis, S. Salo: *Indicators of potential excess capacity in EU and US banking sectors* (ECB, 1998); O. de Bandt: *EMU and the Structure of the European banking system* (SUERF, 1998). Hier te lande hebben o.m. H.P. Huizinga (KUB), DNB (J.M. Groeneveld en J. Swank) en OcFeb (EUR: R.C.G. Haffner) zich bezighouden met de effecten van concentraties op marges van banken en met het effect van toetreding van buitenlandse banken (zie o.m. ESB, 1998). Zie ook de in de volgende noot geciteerde literatuur.
19. Ook hier slechts vermelding van enkele van de belangrijkste (vaak ook samenvattende) publicaties: A.N. Berger, L.J. Mester: *Inside the Black Box: What Explains Differences in the Efficiencies of Financial Institutions?* (Wharton School, 1997); Ph. Molyneux, Y. Altunbas, E. Gardener: *Efficiency in European Banking* (1997); Y. Amihud, G. Miller (red): *Bank Mergers and Acquisitions* (1998); zie hierin vooral de artikelen van S.J. Piloff en A.M. Santomero: The Value Effects of Bank Mergers and Acquisitions, en A.N. Berger: The Efficien-

cy Effects of Bank Mergers and Acquisitions: A Preliminary Look at the 1990s Data; R. Vander Vennet: *Cost and profit dynamics in financial conglomerates and universal banks in Europe* (Gent: 1998), alsmede vele andere publicaties van deze auteur; A.N. Berger, R.S. Demsetz, Ph.E. Strahan (red): The Consolidation of the Financial Services Industry: special issue of *Journal of Banking and Finance* (1999); E.P.M. Gardener, J. Falzon (red): *Strategic Challenges in European Banking* (2000); hierin : Y. Altunbas, E.P.M. Gardener, Ph. Molyneux: Cost Economies and Efficiency in EU Banking Systems; D.O'Brien and R. Wagenvoort: *Some Empirical Findings on the Characteristics of Cost-Efficient Credit Institutions* (EIB, 2000).

20. Vergelijk J.L.M.Wagenvoort en R.W. de Korte: Zijn de Nederlandse banken klaar voor Europa? (*ESB*, 1999).
21. Vergelijk A.W.A. Boot en A. Schmeits: De Strategische motivatie voor de fusiegolf in het bankwezen (*ESB*, 1999). Het tekstboek van M.M. Cornett en A. Saunders, *Fundamentals of Financial Institutions Management* (1999), legt hier ook veel nadruk op (pp. 583-591). In een recent artikel: Consolidation and Strategic Positioning in Banking with Implications for Europe (Brookings-Wharton), betoogt Boot dat strategische onzekerheid een belangrijk motief is voor, en tegelijk gevolg is van scope-verbreding en schaalvergroting nagestreefd via consolidaties.
22. D.B. Crane e.a.: The Global Financial System: a Functional Perspective. Hierin hoofdstuk. 1: R.C. Merton en Z. Bodie: A Conceptual Framework for Analyzing the Financial Environment (1993).
23. D.T. Llewellyn: *The New Economics of Banking*, SUERF Studies nr. 5 (1999), hoofdstuk 5.
24. Idem: hoofdstuk 11.
25. R.C. Smith en J. Walter, *Global Banking*, 1997, hoofdstuk 14.
26. Zie: J. Canals: *Universal Banking: International Comparisons and Theoretical Perspectives* (1997), hoofdstuk 10: New Organizational Patterns.
27. Afgezien wordt van het aandelenbezit van banken in overheidshanden, zoals in Duitsland, Zwitserland en andere landen.
28. 'Do banks have a future? A study on banking and finance as we move into the third millennium': dat is de weidse titel van een artikel van Biaggio Bossoni, verschenen in de *Journal of Banking and Finance* in december 2001. Ook hij

geeft een antwoord. Zijn studie 'presents an approach which identifies the banks' specialness with their unique capacity to lend out claims on their own debt, which the public accepts and uses as money'. Alle financiële intermediatietheorieën die hij had bestudeerd beschouwen banken als intermediairs van geld dat van buiten komt. 'Almost none of them ... point out that banks create money and that money creation makes banks differ from other intermediaries.' Bossoni verbindt hier de fraaie naam *Circuit Theory* aan. Toen ik dat las, dacht ik: Bossoni heeft Hawtrey nooit gelezen, en wat jammer dat De Roos nooit in het Engels is vertaald (of in het Italiaans). Zo blijven ook sommige wetenschappers bezig met het opnieuw uitvinden van het wiel.

29. Bijvoorbeeld in oktober 1987 en zomer 2000.