

WRR

WETENSCHAPPELIJKE RAAD VOOR HET REGERINGSBELEID

Arthur van Riel

**HET FINANCIËEL
STELSEL IN
HISTORISCH
PERSPECTIEF**

Het financieel stelsel in historisch perspectief

De serie 'Working Papers' omvat studies die in het kader van de werkzaamheden van de WRR tot stand zijn gekomen. De verantwoordelijkheid voor de inhoud en de ingenomen standpunten berust bij de auteurs. Een overzicht van alle webpublicaties is te vinden op www.wrr.nl.

Wetenschappelijke Raad voor het Regeringsbeleid
Buitenhof 34
Postbus 20004
2500 EA Den Haag
Telefoon 070-356 46 00
E-mail info@wrr.nl
Website www.wrr.nl

*Het financieel stelsel in
historisch perspectief*

Arthur van Riel

Rapporten aan de Regering nrs. 68 t/m 94 zijn verkrijgbaar in de boekhandel of via Amsterdam University Press (www.aup.nl).
Alle *Rapporten aan de Regering* en publicaties in de reeksen *Verkenningen* en *Working papers* zijn beschikbaar via www.wrr.nl.

Vormgeving binnenwerk: Textcetera, Den Haag
Omslagafbeelding: Textcetera, Den Haag
Working Paper nummer 14

ISBN 978-94-90186-21-0

WRR, Den Haag 2015

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.

Voor zover het maken van kopieën uit deze uitgave is toegestaan op grond van artikel 16B Auteurswet 1912 j^o 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 3051, 2130 KB Hoofddorp). 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.

INHOUD

| | | |
|---------------------|--|----|
| Voorwoord | | 7 |
| Samenvatting | | 9 |
| 1 | Inleiding | 17 |
| 2 | Waar komen financiële markten vandaan? | 23 |
| 2.1 | Staatsschuld als drijvende kracht | 24 |
| 2.2 | Wissels, krediet en de oorsprong van centrale banken | 26 |
| 3 | Banken, marktintegratie en economische groei | 31 |
| 3.1 | Industrialisatie, kapitaalintensiteit en investeringen | 31 |
| 3.2 | Het financieel systeem als functionele en politieke respons | 34 |
| 3.3 | Financiële ontwikkeling en groei: van eenduidigheid naar voorwaardelijkheid | 36 |
| 4 | Van geldschepping naar kredietgroei | 41 |
| 4.1 | Het ontstaan van monetaire transmissie | 41 |
| 4.2 | Kredietgroei en de omvang van de financiële sector | 44 |
| 5 | De Nederlandse financiële sector in historisch perspectief | 49 |
| 5.1 | Van vroegmoderne voorsprong naar moeizame aanpassing | 50 |
| 5.2 | Vernieuwing en regressie tijdens het interbellum | 56 |
| 5.3 | Het perspectief van de naoorlogse periode | 60 |
| 5.4 | De Gouden Jaren en de financiële sector | 63 |
| 5.5 | Concentratie en internationalisering | 67 |
| 5.6 | Het huidige bankenlandschap als beleidserfenis | 73 |
| Literatuur | | 79 |
| Bijlage 1 | De fusiegeschiedenis van de Nederlandse systeembanken na 1945 op hoofdlijnen (exclusief buitenlandse overnames) | 87 |

VOORWOORD

Dit paper is geschreven in het kader van het WRR-project Financialisering. In dit project onderzoekt de WRR de verwevenheid en interacties tussen de financiële sector en de Nederlandse economie en samenleving. De recente economische en financiële crisis heeft duidelijk gemaakt dat deze verwevenheid bepaald niet zonder risico's is. Beleidsmatige reacties op de crisis richten zich echter voornamelijk op de financiële sector zelf. De rol van de financiële sector in economie en samenleving, en de toegenomen afhankelijkheid van de economie en samenleving van de financiële sector, zijn daarbij onderbelicht. Het WRR-project Financialisering onderzoekt deze verwevenheid en afhankelijkheid aan de hand van de volgende hoofdvraag: welke aanpassingen in zowel de financiële sector als de samenleving zijn nodig om de bijdrage van de sector aan de economie en samenleving te optimaliseren en de onderlinge relatie in een meer stabiel vaarwater te brengen?

In het voorliggende paper gaat drs. Arthur van Riel in op de vraag op welke wijze het financieel stelsel waaraan nu fundamentele vragen worden gesteld is ontstaan, en welke invloed er van die geschiedenis uitgaat op de vorm en het functioneren van de financiële sector. De auteur concludeert dat de toegenomen omvang en complexiteit van financiële markten te lange wortels heeft om alleen te kunnen worden herleid tot beleidskeuzes uit de laatste decennia. Het financieel systeem heeft zich daarbij steeds gevormd in de context van economische en staatkundige veranderingen. Door een uitzonderlijke rol in deze evolutie is juist in het geval van Nederland deze padafhankelijkheid bovendien zeer sterk.

Die rol kenmerkt zich door een vroege financiële ontwikkeling, gebaseerd op internationale kapitaalstromen en handelsfinanciering. Hierdoor was, na een aanvankelijk achterblijvende ontwikkeling in het formele bankwezen, ook vroegtijdig sprake van een topzware en extern gerichte financiële sector. Slechts onder invloed van de industrialisatie ontwikkelden zich een vergrote differentiatie in vorm en functie en een structurele oriëntatie op de binnenlandse economie. Technologische verandering, internationalisering en beleid gericht op eenvormige schaalvergroting na de val van Bretton Woods leidden tot een uitvergroete terugkeer van het vroege model. Die verandering heeft op zijn beurt geleid tot een sterke afhankelijkheid van financiële stabiliteit voor de economie als geheel, tot een hernieuwd gebrekkige aansluiting met de reële productie, tot problemen op het gebied van toetreding en competitie, en tot een overspannen druk op de rol van gedelegeerd toezicht.

Dit paper biedt een inhoudelijke basis voor de analyse in het project en vormt daarmee een belangrijke achtergrondstudie voor het in 2016 te verschijnen WRR-rapport. Voor de inhoudelijke kwaliteitsborging is een eerdere versie van de studie

van commentaar voorzien door prof. dr. Jan Luiten van Zanden (Universiteit Utrecht) en dr. Roland Uittenbogaart (Ministerie van Financiën). Vanuit de WRR heeft prof. dr. Arnoud Boot de studie becommentarieerd. De verantwoordelijkheid voor de inhoud van de studie en de daarin ingenomen standpunten ligt bij de auteur.

Prof.dr. André Knottnerus
Voorzitter WRR

Dr. Frans Brom
Directeur WRR

SAMENVATTING

De voorliggende achtergrondstudie bij het project Financialisering van de WRR plaatst de ontwikkeling van de Nederlandse financiële sector in historisch perspectief. Daartoe verschaft deze een overzicht van de historische literatuur over het ontstaan van financiële markten en instellingen, en wordt de evolutie van de in veel opzichten uitzonderlijke Nederlandse financiële sector geschetst. De kernboodschap is dat de positionering van de financiële sector en de invloed ervan op de economie en samenleving zeer lange historische wortels hebben. De implicatie van die vaststelling is dat, hoewel het debat over de financiële crisis anders doet voorkomen, de plaats en invloed van de financiële sector niet alleen kunnen worden herleid tot technologische verandering of beleidskeuzes van de laatste decennia. Hiermee is financialisering – een begrip dat duidt op een toenemend belang van de financiële sector maar ook op een meer financieel gericht denken in de maatschappij – niet slechts het product van een (recente) politieke visie, het falen van toezichthouders of een economische theorie, maar in belangrijke mate een evolutionair proces. Dat ontdoet keuzes uit het recente verleden niet van hun belang, maar voegt de invloed toe van historisch gevormde instituties, en biedt een rijkere context waarin het verschijnsel financialisering moet worden begrepen.

Die analyse begint met de vaststelling dat de sinds de financiële crisis van 2008 gebleken verwevenheid tussen de financiële sector, de staat en de reële economie allerminst nieuw is. Internationale financiële markten ontstaan vanaf de zestiende eeuw in reactie op de Europese handelsexpansie en de daarmee verbonden praktische problemen in internationale betalingen, en als antwoord op de toenemende financieringsbehoeften van zich vormende nationale overheden. Het resultaat bestaat uit een systeem van wissels en rekeningen in vreemde valuta, een vroeg geïntegreerde internationale markt voor verhandelbaar staatspapier en de totstandkoming van vroege centrale banken als leners in laatste instantie voor de overheid. Deze ordening ontwikkelt zich verder onder invloed van de industrialisatie in de negentiende eeuw. De verhoogde kapitaalintensiteit van de productie en de groei van economieën zetten druk op de dan nog grotendeels aan edelmetaal gebonden geldhoeveelheid en de vraag naar kapitaal. Opkomende banken brengen daarbij sterk verspreide besparingen bijeen, terwijl overheden in de laatste decennia voor de Eerste Wereldoorlog in toenemende mate overgaan tot een gerichte bevordering van de kredietverlening door het bankwezen. Dit resulteert in fiduciaire valuta en een voortdurende aanpassing van de geldhoeveelheid in relatie tot de economische activiteit.

In afwijking van de visie die tot voor kort in de economische literatuur opgeld deed, houden historici er daarbij sterk genuanceerde opvattingen op na over de rol van financiële intermediatie in het industrialisatieproces. Die benadering is nauw

verbonden met de functionaliteit van de tot ontwikkeling komende vormen van bankieren en politieke keuzes over toegang en regulering, en benadrukt de invloed van structurele kenmerken als het welvaartsniveau en de ruimtelijke integratie van de economie. Kortom, de rol van financiële intermediatie in de welvaarts groei is conditioneel aan de vorm, de omstandigheden en institutionele prikkels en het is zeker niet alleen de diepte van financiële ontwikkeling als zodanig die er toe doet. Het resultaat van die analyse is dat banksystemen fragiel zijn en er ‘onderbankieren’ kan bestaan (waarbij meer *finance* leidt tot welvaartsbaten), maar ook ‘overbankieren’ of een disfunctionele situatie, beiden met een remmend effect. Zoals uit het recente werk van Calomiris en Haber (2014) blijkt, is de politieke economie van de financiële sector daarbij doorslaggevend: de vraag op welke gronden en door wie wordt besloten over markttoegang, concurrentievoorwaarden, garanties op tegoeden en reddingsoperaties in de financiële sector bepaalt in hoge mate de groei, de vorm en de effecten van financiële intermediatie. Kortom, het zijn in belangrijke mate ook institutionele prikkels die de welvaartsbaten sturen.

De andere macro-financiële loot van industrialisatie bestond zoals gezegd uit geldschepping door middel van kredietverlening. Dit begint met het uitrollen van de rol van lener-in-laatste instantie door centrale banken in het geval van liquiditeitscrises. Met name vanaf de Eerste Wereldoorlog gaat die situatie over in muntstelsels die voor hun geloofwaardigheid geheel van centrale banken afhankelijk zijn – *fiat currencies*. Daarbij komt ook monetaire transmissie tot ontwikkeling, dat wil zeggen het via de rentepolitiek beïnvloeden van de omvang van de kredietverlening door de commerciële banken. Het resultaat is een monetaire ordening waarin de verhouding tussen de omvang van de economie enerzijds en die van de geldhoeveelheid, het verleende krediet en de bankactiva anderzijds een gestuurd karakter krijgt. Tijdens het grootste deel van het interbellum blijven deze getalsmatige verhoudingen in grote lijnen constant en onder invloed van de Grote Depressie en de naoorlogse situatie tredt zelfs een daling op. Echter, in de laatste decennia zijn deze variabelen op een fundamentele wijze uiteen gaan lopen. Daar waar de relatie tussen de gemeten geldhoeveelheid en het productievolume constant bleef, groeiden al vanaf de jaren zestig de verhoudingsgetallen voor krediet en bankactiva zeer sterk. Vooral in Europa is deze toename vanaf de jaren negentig uitzonderlijk groot geweest. Dat alles betekent dat onder invloed van deze groei, bankbalansen een in historisch opzicht ongekende omvang hebben bereikt. Uit het historisch-comparatieve werk van Jordà, Schularick en Taylor voor veertien OESO-landen sinds 1870 blijkt dat als gevolg hiervan de stabiliteitsrisico's groter zijn geworden. Die latente instabiliteit gaat bovendien samen met diepere en meer frequente recessies die ook nog eens moeilijker te corrigeren zijn dan cyclische groeivertragingen (Taylor 2012; Schularick en Taylor 2012; Jordà *et al* 2014).

DE NEDERLANDSE ERFENIS

Als voor geen ander land is de uitzonderlijkheid van de Nederlands financiële sector met deze geschiedenis verbonden. Door een op de handel gerichte openheid, de karakteristiek hoge vermogensconcentratie en een vroeg ontstaan spaaroverschot is de Republiek vanaf de zeventiende eeuw lange tijd zelfs de grootste kapitaalexporteur ter wereld. De Amsterdamse Wisselbank vormt daarbij de spil van het internationale handelssysteem, met de bankgulden als stabiele reken-eenheid. Daarnaast vormt het tijdens de Tachtigjarige Oorlog ontstane systeem van verhandelbare staatsobligaties het model waarop de centrale banken van de grote mogendheden – Engeland voorop – later gebouwd worden. Vanaf de negentiende eeuw slaat deze relatieve voorsprong echter om in een achterstand. Hoewel vooral in Holland sprake was van ver ontwikkelde financiële markten, duurt het met een opnieuw oplopende staatsschuld tot halverwege de jaren 1840 voor een kostbare geldhervorming kan worden doorgezet. En ook de schuld zelf, die na de Belgische afscheiding oploopt tot ruim twee maal het binnenlands product, wordt pas na 1843 geherstructureerd. Tegen de achtergrond van een geërodeerde rol in het financiële verkeer leidt dit alles tot een moeizame aanpassing, waarbij de sector en de politiek lang vasthouden aan regels en verhoudingen uit het verleden. Als gevolg voorziet de financiële sector vooral in de behoefte van de internationale handel aan korte kredieten. Lange tijd is er zelfs nauwelijks sprake van zelfstandige banken, maar functioneren handelshuizen en industriële ondernemingen via de beurs als kredietverschaffers. Pas na de Bankwet van 1863, als DNB onder politieke druk regionale kantoren opent en niet-traditioneel onderpand accepteert, wordt de liquiditeitsfunctie uitgerold over de brede economie en ontstaat er ruimte voor het bankwezen.

Dan nog duurt het echter tot de laatste twee decennia voor de Eerste Wereldoorlog alvorens de financiële sector structurele aanpassing ondergaat. Het is in deze jaren dat de economische groei in sterke mate gedreven wordt door kapitaalvorming, onder meer door een snelle elektrificatie van krachtbronnen. Het effect daarvan op de banken uitte zich op alle gebieden: in aantallen, balanstotalen, deposito's en werkgelegenheid. Door schaafeffecten zette hierbij al snel een proces van concentratie in dat leidde tot het ontstaan van de vijf grote handelsbanken die tot de Grote Depressie zouden domineren. Doordat het aantal onafhankelijke banken sterk toenam groeide het banksysteem niettemin vooral in de breedte. Daarmee ontstond onder meer een netwerk van 1000 coöperatieve banken met een aantal rekeninghouders dat vrijwel even groot was als het totale aantal agrarische bedrijven. Het uitbreken van de oorlog in 1914 leidde tot een verdere versnelling. De door de oorlog veroorzaakte handelsverstoringen en inflatie leidden tot wisselende, maar bij tijde hoge winsten in de landbouw en de handel, die vervolgens bij de opkomende banken worden ondergebracht. Ook is onder invloed van de duur van de oorlog en de hoge afzet sprake van een gerichte financiering van ondernemingen

en wordt geëxperimenteerd met lange kredieten en gemengd bankieren – de situatie waarin banken commerciële functies en investeringsactiviteiten combineren en in sommige gevallen een belang in bedrijfsactiviteiten wordt genomen.

HET UITZONDERLIJKE BANKENLANDSCHAP VAN DE INDUSTRIALISATIE

De economische betekenis van al deze ontwikkelingen was dat op het hoogtepunt van de Nederlandse industrialisatie de vervlechting tussen de financiële en de reële economie in belangrijke mate toenam. Veel ondernemers en nagenoeg alle boeren maakten gebruik van bankdiensten en bijvoorbeeld het aantal commissariaten van bankdirecteuren verdubbelde ruim tussen 1910 en 1923. Het kantelpunt in die ontwikkeling kwam met de bankcrisis van 1921-1923 – de enige omvattende crisis van die soort die Nederland tot de val van Fortis aan het eind van 2008 heeft gekend. Daarbij waren het juist de banken die de aanzet tot een modernisering van het systeem hadden gegeven die het sterkst getroffen werden. Tegen de achtergrond van de topzware structuur van het bankenlandschap moest in 1924 voor het eerst – en in comparatieve zin zeer vroeg – een overheidslening de grote en op industrie-financiering gerichte Rotterdamsche Bankvereniging overeind houden. Die constructie werd een jaar later bij de reorganisatie van de Centrale van Middenstandsbanken herhaald. Dezelfde episode leidde bovendien tot een terugkeer naar een meer conservatief bankbeleid, dat niet alleen de traditionele handelsoriëntatie en dekkingspolitiek herstelde, maar ook de concentratietendens versterkte. Door de daarmee bereikte soliditeit van de balansen en het uitblijven van bankcrises zou deze wending uiteindelijk zelfs negatief bijdragen aan de duur van de Grote Depressie in Nederland. De praktische financiële druk op het verlaten van de Gouden Standaard was hiervoor – anders dan in bijvoorbeeld België – tot september 1936 afwezig.

De naoorlogse periode wordt aanvankelijk gedomineerd door economische en monetaire problemen als gevolg van de bezetting en de Depressie. De noodzakelijke geldzuivering, het dreigende tekort aan besparingen voor de financiering van de wederopbouw, het tekort op de handelsbalans en begrotingstekorten nopen tot het stellen van vergaande beperkingen aan de financiële sector. Bovendien hadden crisis en oorlog niet alleen praktische consequenties gehad, maar hadden die ook het impliciete geloof in de stabiliserende werking van markten en terughoudende overheden ondergraven. Vier ontwikkelingen zorgden ervoor dat in deze omstandigheden veranderingen optraden die de vorm en het functioneren van de financiële sector al voor de jaren tachtig vergaand zouden beïnvloeden: de spectaculaire groei van de economie en het effect daarvan op de omvang van de besparingen, technologische verandering in de verwerking van financiële diensten, de sterke institutionalisering van vermogensopbouw via kapitaalgedekte pensioenen en het proces van internationalisering.

De economische groei van de wederopbouw had langs verschillende wegen invloed op het functioneren van de financiële sector. In de loop van de jaren vijftig werd duidelijk dat de Herstelbank en de 1951 opgerichte Export Financieringsmaatschappij niet langer in staat waren om aan totale vraag naar investeringskrediet te voldoen. Nadat als onderdeel van de geldzuivering beperkingen aan de uitgifte van aandelen en obligaties vervielen, vulden de banken dit tekort aan middellange bedrijfsfinanciering eerst aan via dochterondernemingen. Maar omdat die zich moesten financieren met de uitgifte van relatief dure obligaties namen de banken die taak uiteindelijk zelf ter hand, daarbij gebruikmakend van hun goedkopere deposito's als basis. Dit maakte het echter ook noodzakelijk om meer spaargelden aan te trekken. De aanhoudende groei in de arbeidsinkomens onder de bredere bevolking vormde daarbij de logische bron. Bovendien dwongen ook de nog altijd relatief strikte kredietregels tot het versterkt aanhouden van deposito's of aandelenkapitaal en wekten deze zo de dorst naar eigen vermogen op.

Dat alles vormde voor de banken een sterke prikkel tot het ontwikkelen van een netwerk van kantoren en het vergroten van de activiteiten in *retail banking*. Naarmate de omvang van de bedrijfsinvesteringen toenam en het relatief meer moeite kostte om deposito's bijeen te brengen, werd het succes daarbij steeds meer afhankelijk van het aanbieden van nieuwe diensten. Die ontwikkeling sloot op zijn beurt weer aan bij het ontginnen van de consumentenmarkt. Het belangrijkste daarbij was het mogelijk maken van salarisbetalingen op rekening. Dat nam niet alleen de kosten weg van het uitbetalen van lonen in munt en papier, maar zette een groot volume aan betalingen en contant geld in banktegoeden om. Daarnaast begaven de voormalige handelsbanken zich op de markt voor hypotheeklen (tot dan toe het exclusieve terrein van hypotheekbanken) en consumentenkrediet, en begonnen ze in 1967 met het betalen van rente op opneembare tegoeden. Het gevolg van deze concurrentieslag was niet alleen dat de banken zich op het hoogtepunt van de naoorlogse industrialisatie opnieuw structureel met bedrijfsfinanciering bezighielden, maar ook dat het aanbod van diensten diversifieerde. De competitie om deposito's werd bovendien versterkt door een andere ontwikkeling. Door het einde van de gecoördineerde loonmatiging in de jaren zestig nam de winstgevendheid van bedrijven af – en daarmee ook de mogelijkheden voor interne financiering. Tot dan waren uitbreidingen in belangrijke mate uit winsten gefinancierd, maar door de stijgende arbeidsinkomensquote werd externe financiering belangrijker.

De tweede autonome factor die bijdroeg aan het veranderende bankenlandschap betrof de technologische verandering. Met de stijging van de algemene welvaart en de reële lonen deden steeds meer mensen en bedrijven een beroep op bancaire dienstverlening, met op de achtergrond de druk op de bedrijfsfinanciering en de *scramble for savings*. Dat alles was alleen mogelijk door technologische vooruitgang in het bancaire verkeer. De sterkste bedrijfseconomische invloed ging daarbij

uit van systemen voor de automatische verwerking van betaalopdrachten. De hoge kosten daarvan werden gedragen uit de rente op de uitstaande bedragen. De groeiende kosten daarvan en dalende opbrengsten van een steeds sneller betalingsverkeer leidden er echter toe dat juist de kostenfactor voor veel kleine banken uiteindelijk de reden vormde om zich uit de *retail*-markt terug te trekken.

De derde kracht was de groei van de welvaartsstaat. Door de uitbouw van de sociale zekerheid en het pensioenstelsel was met name in Nederland sprake van geïnstitutionaliseerde vermogensopbouw. Deze verplichte afdrachten namen besparingen uit de markt, waardoor banken zich anders – meer risicovol – moesten financieren. En tot slot speelde bij de vergelijkenderwijs sterke tendens tot concentratie het proces van internationalisering een belangrijke rol. Met de toename in de vrijheid van kapitaalverkeer na het uiteenvallen van Bretton-Woods – beleid waarvoor Nederland dan al langer ijverde – ontstond een vergrote internationale concurrentie. Die ontwikkeling won verder aan kracht door de evolutie van de Europese interne markt. Het gevolg was een breed proces van transnationale fusies en overnames. Tegen die achtergrond raakten zowel de financiële instellingen als de politiek ervan overtuigd dat niet alleen voor de kleinere banken maar zelfs voor de grote financiële instellingen schaalvergroting de enige optie was om in deze slag overeind te blijven. Toen de globalisering in de jaren negentig losbarstte, waren de belangrijkste structuurveranderingen in het Nederlandse bankenlandschap dan ook al een feit. De laatste grote verandering – die het expliciet verwijderden van schotten in de markt vereiste – betrof het tot stand komen van de bank-verzekeraar ING tussen 1989 en 1991.

CONCENTRATIE, MARKTMACHT EN SYSTEEMRISICO

Al deze ontwikkelingen samen maakten dat tussen de fusie van de NHM en de Twentsche Bank (tot ABN) en van de Amsterdamsche- en Rotterdamsche Bank (tot AMRO) in 1964, en het ontstaan van ING en ABN-AMRO aan het begin van de jaren negentig het Nederlandse bankenlandschap op een ingrijpende manier veranderde. Niet alleen deed zich een verbreding voor in de producten en de functies van de handelsbanken, maar deze gingen daarmee de concurrentie aan met spaar- en hypotheekbanken, terwijl de coöperaties en diezelfde spaarbanken steeds verder fuseerden, wat uiteindelijk resulteerde in Rabo en Fortis-SNS (zie bijlage 1). De belangrijkste gevolgen van deze stille bankrevolutie van de jaren zestig tot negentig waren drieledig. Ten eerste nam de kredietverlening sterk toe. Anders dan het beeld van een lang volgehouden terughoudendheid suggereert, trad daarin bovendien al ver voor de jaren negentig verandering op. Met name de reactie op de trage groei van begin jaren zeventig, waarbij burgers, bedrijven en overheid trachtten om met geleend geld door de recessie heen te komen, leidde tot een in comparatieve zin sterke stijging in de verhouding tussen krediet en het bbp (Van Zanden 1997a: 227-8; Taylor 2012). Algemeen geldt dat Nederland in dit opzicht een zeer sterke en in de tijd geconcentreerde inhaalbeweging heeft gemaakt. Daar waar de

relatieve omvang van bankleningen tot 1970 kleiner was dan die in Duitsland, Frankrijk en de VS, volgde hierop een groei die met name vanaf de jaren negentig de ontwikkeling in vergelijkbare landen ver overtrof. De bereikte omvang van de aanspraken op de toekomstige productie wordt inmiddels gezien als schadelijk voor de welvaartsgroei (OESO 2015).

Het tweede gevolg was vooral door het omvattende karakter daarvan kenmerkend voor Nederland: het verdwijnen van banken met een regionale binding, markt-oriëntatie of nutsfunctie. In 1980 kende Nederland nog altijd 80 lokale spaarbanken (tegenover 266 in 1960). Daarmee had ons land tot relatief kort geleden een systeem van nutsbanken zoals Duitsland dat nog altijd heeft. Daarmee komen we bij het derde gevolg: in vergelijkende zin zeer vergaande mate van concentratie en schaalvergroting. Met een grotere vrijheid voor de universele banken bij de toegang tot voorheen specifieke delen van de markt (met name in hypotheek en sparen) schied het juist op het behoud van de marktordening gerichte ‘structuurbeleid’ een ongelijk speelveld. Andersom werden kredietverlening en bedrijfsfinanciering voor de nutsinstellingen afgeschermd, mede ingegeven door een voorwaardelijke vrijstelling van winstbelasting. Per saldo leidde dat alles tot een sterke reductie van het aantal banken, vooral buiten de Randstad.

Alles bijeen is aldus al ruim voor de jaren die we gewoonlijk identificeren met globalisering en de financialisering van economie en samenleving sprake van fundamentele verandering in de structuur en omvang van de financiële sector. De vaak benadrukte veranderingen in het economisch denken en in politieke voorkeuren zoals die zich vanaf de jaren tachtig voordeden kunnen voor deze ontwikkeling dus niet als verklaring worden aangevoerd. Juist in Nederland is daarbij sprake van een vroegtijdige ontwikkeling in de richting zoals die door internationalisering in de jaren voorafgaand aan de financiële crisis van 2008 verder zou worden aangemoedigd: concentratie en schaalvergroting binnen een model van universeel bankieren. Die vorm leidt er toe dat de geldzaken van gezinnen uiteindelijk op een vergaande wijze worden verknoopt met internationale financiële markten. Het resultaat zijn ruimere financiële mogelijkheden, maar ook meer impliciete risico’s. Dat model groeit aanvankelijk via bedrijfsfinanciering en later op basis van hypotheek en interbancaire uitzettingen. Een sterke naoorlogse economische groei en technologische verandering doen zich als drijvende krachten daarin ook elders voor. Maar het zijn openheid, relatieve omvang, veranderde beleidsopvattingen, institutionele factoren en het spaaroverschot als product van de exportgroei die Nederland daarin voorop doen lopen – en kwetsbaar maken.

Met deze ontwikkeling zijn de structuur en marktoriëntatie van de Nederlandse financiële sector in zekere zin terug bij de situatie zoals die aan het begin van de negentiende-eeuwse industrialisatie bestond, zij het in een sterk uitvergroete vorm. De uitgangssituatie was daarbij die van vijf handelsbanken met een balansaandeel

dat groeide van een derde tot ruim de helft aan de vooravond van de Grote Depressie. Parallel daaraan ontstond echter ook het bredere bankenlandschap dat pas na 1890 een systematische ontwikkeling in de richting van gerichte bedrijfsfinanciering en nutsbankieren liet zien. Het resultaat van het omschreven proces van concentratie en schaalvergroting tussen 1964 en heden is echter een structuur die nog sterker gedomineerd wordt door de inmiddels vier grootste instellingen, met bij iedere maatstaf een marktaandeel van meer dan 80 procent en een balansomvang van tussen 60 (ABN-AMRO) en 180 (ING) procent van het bbp.

Naast de uitzonderlijke groei van de Nederlandse financiële sector die door technologie en deregulering werd mogelijk gemaakt, is juist deze structuur het product van impliciete aannames ten aanzien van het publieke belang. Bij een geglobaliseerde markt, lage kapitaalbuffers en een vergaande verknoping met de vermogens van burgers en bedrijven zijn de implicaties ervan inmiddels echter veel groter dan voorheen. Niet alleen leidt die tot de aanwezigheid van systeemrisico's – geen van de grote banken kan nog omvallen – maar ook tot een prikkel op schaalgrootte, tot impliciete subsidies en daarmee tot concurrentievoordelen op basis van lagere financieringslasten (IMF 2011; OESO 2015; expliciet voor Nederland in OESO 2014). Tegelijkertijd is sprake van problemen bij de financiering van bedrijven met lagere rendementen of een langere investeringshorizon. Ook het omvattende karakter van de toetredingsregels lijkt op systeemrisico gebouwd. Met name voor kleine financiële instellingen wegen de eisen daarbij zo zwaar dat er nauwelijks bestaansmogelijkheden zijn (EY 2015). En daar waar Nederlandse financiële instellingen in het buitenland zeer sterk vertegenwoordigd zijn, is van een buitenlandse doordringing op de thuismarkt nog steeds nauwelijks sprake. Gegeven een formele openheid en het door de welvaart hoge niveau van de vraag naar financiële diensten kan dat feit alleen uit regels en institutionele effecten worden verklaard. Tot slot heeft de beschreven ontwikkeling gemaakt dat een zeer zwaar gewicht wordt gelegd op de rol van toezicht. Daarbij staat de pretentie van *regulatory oversight* bovendien op gespannen voet met de complexiteit van de markt en de in de literatuur bepleite werking van simpele regels gebaseerd op onzekerheid (Haldane 2012).

1 INLEIDING

Hoewel het debat over de recente financiële crisis mogelijk anders doet vermoeden, zijn financialisering en de opkomst en ontwikkeling van financiële markten niet van vandaag of gisteren. Zeker, nationale en internationale ontwikkelingen in de laatste decennia hebben de doordringing van ons economisch denken en handelen met financiële producten versneld en de effecten ervan verbreed. Maar als we willen begrijpen waar dit proces naar toe gaat en een antwoord willen formuleren op de vraag hoe dat desgewenst bij te sturen valt, zullen we ook vanuit een langer tijdsperspectief moeten begrijpen waar we vandaan komen en hoe we hier zijn aangeland.

In deze achtergrondstudie geven we daarom een beschrijving van de evolutie van het financieel systeem. De kernboodschap daarbij is dat de groei van de omvang en complexiteit van financiële markten en de invloed daarvan op economie en samenleving te lange historische wortels hebben om uitsluitend te kunnen worden herleid tot beleidskeuzes uit de laatste decennia. Financialisering, dat hier begrepen wordt als de groei van de financiële sector en de verwevenheid daarvan met de stabiliteit en het bredere functioneren van de reële economie, is niet primair het product van een politieke visie op financiële markten of het falen van toezichhouders en *rating agencies*, maar vooral een evolutionair proces. Al vanaf het ontstaan van markten voor verhandelbaar staatspapier in de zestiende eeuw is daarbij bovendien eerder sprake van pragmatische oplossingen dan van vooropgezette keuzes. Zo was het succes van de Nederlandse opstand tegen Philips II na het Twaalfjarig Bestand (1609-1621) in belangrijke mate te danken aan het met verhandelbare obligaties kunnen benutten van private vermogens voor de financiering van oorlogsuitgaven ('t Hart 1993; Fritschy 2003). Op vergelijkbare wijze dreef de handelsexpansie op de facilitering van internationaal betalingsverkeer en op financieringsconstructies waarbij aandelen als onderpand konden worden ingezet. Vanaf de vroege negentiende eeuw brengen banken besparingen bij elkaar die de verspreiding van de Industriële Revolutie mogelijk maken. En aan het eind van diezelfde periode vormt het ontstaan van krediet op basis van geldschepping een antwoord op de door economische groei toenemende vraag naar geld.

Het financieel systeem heeft zich aldus steeds gevormd in de context van economische en staatkundige veranderingen. De daarvan afgeleide conclusie is dat de wens om die ontwikkeling bij te sturen al snel raakt aan diepgewortelde uitgangspunten van de economische ordening. Tegelijkertijd illustreert het verleden het feit dat ons beeld van de normale gang van zaken gevormd is door specifieke omstandigheden, doelen en theorieën. Instituties mogen geworteld zijn in het verleden, maar de redenen die tot het bestaan daarvan hebben geleid kunnen wel of niet langer relevant zijn. De geschiedenis laat zien dat er niet één manier is om de financiële

dienstverlening te regelen op een wijze die samengaat met een stabiele groei van de welvaart. Zo was, zoals we hieronder uitgebreid zullen bespreken, de notie dat regulering van de financiële sector een logisch en noodzakelijk onderdeel vormt van macro-economisch beleid in de context van de naoorlogse wederopbouw volstrekt aanvaard. Slechts op grond van specifieke theoretische aannames is vanaf de jaren tachtig het functioneren van de financiële sector als neutraal ten opzichte van de reële economie beschouwd en kwam deregulering op gang. In beide gevallen was echter sprake van een specifieke economisch-historische context, een bijpassend verwachtingspatroon en een achterliggende theorie. Aldus beweegt zich het denken over financiële markten tussen de padafhankelijkheid van diepe historische wortels en de noden van een veranderende wereld; een denken dat daarmee niet context- of waardenvrij is.

Een essentieel kenmerk van de geschiedenis van financiële markten is dat de internationale evolutie daarvan vrijwel steeds vooroploopt bij de internationalisering van de economieën van de nationale staten. Tot op zekere hoogte is de mate van integratie tussen internationale markten voor aandelen, obligaties en derivaten nog steeds groter dan die tussen markten voor hypotheekleningen of bedrijfskrediet in lokale economieën. Hoewel ons onderzoek zich richt op het functioneren van de Nederlandse financiële sector in de meest recente periode ontkomen we er daarom niet aan om de oorsprong daarvan eerst te bezien vanuit een breder perspectief. Omdat juist de financiële geschiedenis van de Republiek tot in de achttiende eeuw een centrale rol vervult in die ontwikkeling raakt dat bredere verhaal bovendien ook op een andere wijze aan het Nederlandse. Die vooraanstaande rol verdwijnt met de verspreiding van de industrialisatie. Het Nederlandse financiële landschap wordt dan juist gekenmerkt door een achterblijvende of tenminste eigenzinnige ontwikkeling – met zowel institutionele als macro-economische achterliggende redenen.¹ Vanaf dat punt zullen we de Nederlandse ontwikkeling apart oppakken en de kenmerken van onze erfenis zoals die door historici worden benadrukt bezien op hun relevantie voor het beleidsdebat. De beschrijving reikt daarbij tot het begin van het ontstaan van de Europese interne markt voor financiële diensten en de grote bankfusies begin jaren negentig, en richt zich vooral op de dynamiek in de omvang en de samenstelling van de sector. Op basis van de literatuur kunnen vier historische kernpunten worden beargumenteerd die voor een debat over de vorm en functie van de financiële sector van belang zijn:

Een: internationale financiële markten ontstaan vanaf de zestiende eeuw als oplossingen voor het financieren van staatsschulden, groeiende internationale handel en overzeese expansie. Op nationaal niveau voegt zich daar onder invloed van de industrialisatie vanaf de negentiende eeuw het faciliteren van binnenlandse investeringen uit verspreide besparingen bij. Mogelijk gemaakt door de welvaartsgroei krijgen hypotheecaire en consumptieve leningen pas na de Tweede Wereldoorlog een rol van betekenis. En tot slot heeft de internationale integratie van al

deze markten in het relatief korte tijdsbestek van de laatste dertig jaar plaatsgevonden. Op het gebied van staatspapier en handelsfinanciering zijn financiële markten aldus al vroeg internationaal verknoopt. Het wereldwijd kunnen arbitreren tussen rendementen op een omvattend palet aan producten is echter een recent fenomeen.

Twee: de rol van banken als kanalisator van verspreide besparingen naar bedrijfsinvesteringen is niet universeel of onveranderlijk. Die rol ontstaat als respons op de sterk vergrote kapitaalintensiteit van de productie onder invloed van de industrialisatie en de gebrekkige integratie van binnenlandse financiële markten die daar tegenover staat. De toenemende kosten van productiemiddelen in de vorm van machines en infrastructuur moeten bijeen worden gebracht op financiële markten waarop besparingen versnipperd aanwezig zijn. Tot diep in de negentiende eeuw is bijvoorbeeld de rente in Amsterdam maar beperkt van invloed op hypotheek in Groningen. Banken overbruggen dat verschil door spaartegoeden bijeen te brengen en te kanaliseren. Ze vervullen bovendien ook diverse andere nutsfuncties, waarbij met name hun rol in de rentepolitiek van centrale banken en hun verantwoordelijkheid voor het geldverkeer tot een institutionele verankering hebben geleid. De structuur en functies van de banksector vormen daarmee in veel gevallen een functionele respons op de economische omstandigheden. Tegelijk zijn financiële systemen fragiel: in comparatieve analyses blijkt de regulering van banken en de gevolgen daarvan voor de toegang tot krediet, de frequentie van financiële crises en de verdeling van risico's steeds gevoelig voor specifieke politieke en economische belangen (Calomiris en Haber 2014).

Drie: tegen de achtergrond van de toegenomen verwevenheid met de reële economie bestaat de kern van financialisering in enge zin uit de sterk vergrote relatieve omvang van de banksector op basis van kredietgroei. Vanaf het moment dat westerse overheden rond 1870 overgaan tot het voeren van actieve monetaire politiek verandert de verhouding tussen de geldhoeveelheid en uitstaand krediet enerzijds en de macro-productie anderzijds slechts beperkt – de jaren van de Grote Depressie daargelaten. Maar daar waar de relatie tussen geldhoeveelheid en productievolume nog altijd relatief constant is, is die tussen de waarde van kredietverleningen en het bruto binnenlands product in de OESO landen vanaf de jaren zeventig van de vorige eeuw opgelopen tot een niveau dat zonder precedent is. Daar waar geld- en kredietgroei lange tijd aan elkaar gelijk waren is dat niet langer het geval, in essentie om de simpele reden dat ons begrip van monetaire groei de divergentie niet omvat en financiële transacties los zijn komen staan van het smalere begrip van geld en inflatie. De omvang van de financiële sector is als gevolg hiervan historisch groot. In samenhang met deregulering heeft dit feit geleid tot een aantoonbaar hogere frequentie van bankcrises met relatief diepe recessies die daar het gevolg van zijn (Schularick 2010; Taylor 2012; Jordà *et al.* 2011).

En vier: de relatieve omvang en structuur van de Nederlandse financiële sector zijn al vanaf de late zestiende eeuw uitzonderlijk. Door financiële innovatie geeft de Republiek richting aan de ontwikkeling van markten voor staatsschuld en handelskrediet en aan het ontstaan van centrale banken. Bovendien vervult Amsterdam vanaf de achttiende eeuw een centrale rol in het internationale betalingsverkeer en ontwikkelt Nederland zich als de belangrijkste exporteur van kapitaal in de wereld. Met de industrialisatie verandert deze erfenis in een achterblijvende ontwikkeling van het bankwezen, institutionele restricties en een lang volgehouden dominantie van directe financiering. Die inertie lijkt geen factor in de vertraagde industrialisatie te zijn geweest, maar pas met de industriële investeringen na 1890 komt ook de hervorming van de financiële sector in een stroomversnelling (Jonker 1996; Van Zanden en Van Riel 2004).

Dat wil echter niet zeggen dat de padafhankelijkheid daarmee ten einde komt. Eenmaal in de vorm van een zelfstandige banksector wordt ook die gedomineerd door westerse, met de internationale handel, kapitaalexporten en koloniën verbonden instellingen. Pas onder invloed van de Eerste Wereldoorlog komen in Nederland industriefinanciering op basis van lang krediet en gemengd bankieren – de situatie waarin banken commerciële functies en investeringsactiviteiten combineren – van de grond. Dat gaat bovendien samen met een sterke groei van het aantal financiële instellingen en diversificatie in hun geografische spreiding en functies. Onder invloed van schaalvergroting, Europese integratie en het reguleringsbeleid keert deze ontwikkeling zich vanaf het midden van de jaren zestig echter weer in de richting van een sterke concentratie. Als gevolg hiervan is opnieuw een klein aantal dominante banken overgebleven met portfolio's die sterk gericht zijn op internationale activiteiten. Bovendien zijn de balansen van deze universele banken inmiddels groot in verhouding tot de Nederlandse economie en is de concentratie gepaard gegaan met een sterke achteruitgang in de diversiteit van de financiële instellingen. Dit roept de beleidsvraag op of niet juist het bankenlandschap van de industrialisatie uitzonderlijk was en hoe die conclusie zich verhoudt tot de gewenste rol van de financiële sector in het bedienen van de binnenlandse economie. Bovendien draagt de bestaande specialisatie weliswaar bij aan de welvaart, maar verhoogt die tegelijk de financiële stabiliteitsrisico's. Langs die weg heeft deze ook een beperkende invloed op onze macro-economische beleidsruimte (Van Zanden 1997b).

Als de financiële crisis van 2008 iets duidelijk heeft gemaakt is het dat economische instabiliteit niet als een overwonnen fenomeen kan worden beschouwd. In historisch opzicht bestaat er dan ook geen enkele grond voor die verwachting. Zoals onder meer Charles Kindleberger (1978, 1984) en Carmen Reinhart en Kenneth Rogoff (2009) hebben laten zien, gaat de ontwikkeling van financiële markten al eeuwen gepaard met periodieke crises. Meer recent hebben Moritz Schularick en Alan Taylor (2012) bovendien aangetoond dat in het geval van kre-

dietcrises eerder private dan publieke schuldvorming daarbij als katalysator werkt. Door de vervlechting van economieën en de groei van de geïnvesteerde vermogens lijken de economische en politieke gevolgen van crises ook toe te nemen (Bordo *et al.* 2001). Deze hebben daardoor echter ook geleid tot een beter geïnformeerde beleidsrespons en institutionele aanpassingen. Met name de crises van 1873 en 1929 zijn daarbij richtinggevend geweest. Crises leiden daarmee ook veelal tot pogingen van overheden om de evolutie van financiële markten en instituties af te bakenen, of – zoals we voor Nederland na 1920 zullen zien – expliciet terug te dringen. Tegelijk vormen ze niet de drijvende kracht achter die evolutie. Om die reden en vanwege de specifieke rol die stabiliteitsrisico's in het beleidsdebat spelen laten we de brede literatuur over dit onderwerp buiten beschouwing.

Samengevat zijn de functies en structuren van de financiële sector in de afgelopen eeuwen steeds in beweging geweest. Met name vanaf het moment dat overheden vanaf het eind van de negentiende eeuw gericht monetaire politiek zijn gaan voeren en de financiële sector tot een instrument in dat beleid hebben gemaakt, is daarbij een slinger ontstaan in sturing en denkbeelden. Gezien dit feit is er is dan ook geen reden om de uitgangspunten van de huidige ordening als vaststaand te zien. Vanuit een publiek belang roept dit de vraag op hoe we onder de economische omstandigheden van onze tijd kunnen nadenken over de inrichting van de financiële sector, en de huidige impliciete uitgangspunten van beleid tot een expliciete afweging kunnen maken. Welk financieel stelsel is wenselijk, hoe verhoudt zich dat tot het huidige en wat kunnen we doen om de discrepantie tussen die twee te verkleinen? In het vervolg van dit paper staat de vraag centraal wat de institutionele geschiedenis van *finance* aan het beantwoorden van die vraag kan bijdragen. Daartoe bespreken we achtereenvolgens de oorsprong van financiële markten, de opkomst van banken als intermediairs, het ontstaan van gerichte geldschepping en de wijze waarop die overgaat in naoorlogse kredietgroei, en het uitzonderlijke, door historische omstandigheden gevormde karakter van de Nederlandse financiële sector.

2 WAAR KOMEN FINANCIËLE MARKTEN VANDAAN?

Financiële markten bestaan al sinds het gebruik van geld. In zekere zin bestonden ze zelfs daarvoor. Het uitruilen van producten en diensten anders dan gelijktijdig en tegen een ter plaatse realiseerbare ruilvoet vereist contractvorming. Het tijdsprobleem van het ruilen van goederen tegen diensten of de betaling van arbeid op het krediet van een nog binnen te halen oogst: dat alles zijn problemen die formeel losstaan van geld, maar er wel een stuk efficiënter mee opgelost kunnen worden.

De ruimte voor het bestaan van een financiële sector wordt bepaald door de omvang en de ruimtelijke spreiding in kapitaalaccumulatie en de mogelijkheden voor specialisatie. Zonder besparingen van enige omvang of de mogelijkheden om het bestaan daarvan te overzien en deze bij elkaar te brengen is er wellicht wel vraag naar kapitaal, maar geen effectief aanbod dat het bestaan van een markt mogelijk maakt. Het bespaarde surplus aan inkomsten is op zijn beurt sterk afhankelijk van de ontwikkelingsfase van een economie. Een agrarische economie waarvan de productiviteit niet volstaat om productiemiddelen voor niet-agrarische activiteiten vrij te maken zal lage besparingen kennen. Vroege bankdiensten hadden dan ook nauwelijks nog een personeel beslag en waren nauw vervlochten met de buitenlandse handel. Ondanks de vooruitlopende ontwikkeling van de Nederlandse economie tijdens de vroegmoderne periode en de positie van Amsterdam als financieel centrum, werken er ten tijde van de eerste officiële beroepstelling in 1849 niet meer dan zo'n tweeduizend mensen bij formele banken of verzekeraars (op een beroepsbevolking van 1.3 miljoen).² In 1889 is dat aantal verdrievoudigd en pas in 1909 is het tot achttienduizend gestegen, nog steeds niet meer dan 0.8 procent van de beroepsbevolking. Hoewel de kern daarvan zich met name in de financiering van de koloniale handel en bij de totstandkoming van agrarische coöperaties al daarvoor heeft gevormd, krijgt het bankwezen pas na de Eerste Wereldoorlog de vertakte vorm en vervulde het de bredere functies zoals we die gewend zijn (Van Zanden 1997a).

Nederland is in dit alles wel zeer uitzonderlijk: door zijn vroegmoderne economische erfenis van een sterk voortgeschreden specialisatie en een hoge accumulatie van privaat kapitaal blijft ons land in de ontwikkeling van het formele bankwezen juist lange tijd achter. Dat lijkt in tegenspraak met het voorgaande maar wordt verklaard door de evolutie van informele, direct aan de handel gerelateerde vormen van financiering. Naast persoonlijke netwerken en familiekapitaal functioneren vooral in het westen internationale handelaren als intermediairs en investeerders in bijvoorbeeld de verwerkende industrieën. Ook geldmarkten functioneren op deze wijze lang zonder belemmeringen op te werpen (Jonker 1996). Parallel hieraan zijn wel geformaliseerde markten voor staatsschuld, het voldoen van trans-

acties in buitenlandse valuta en het financieren van commerciële expansie tot wasdom. Er zijn diepe markten voor kapitaal, geld en verzekeringen, maar er is nog nauwelijks sprake van formele intermediatie. Gedreven door een hoog spaaroverschot is de Republiek vanaf de vroege zeventiende eeuw ook een exporteur van kapitaal, hetgeen internationale markten voor staatspapier tot ontwikkeling brengt. Op diverse aspecten van deze uitzonderlijkheid zullen we terugkomen, niet alleen als illustratie van de invloed die de economische erfenis van landen heeft op de functie van de financiële sector, maar ook omdat die in het geval van Nederland blijvend van invloed is op onze financiële kwetsbaarheid.

2.1 STAATSSCHULD ALS DRIJVENDE KRACHT

De belangrijkste kracht achter het ontstaan van internationale kapitaalmarkten in de periode tot de Industriële Revolutie is overheidsschuld, vooral in relatie tot de financiering van oorlogen (Riley 1980; Neal 1990). De evolutie van financiële markten en instellingen wordt dan ook lang voornamelijk gedreven door de ontwikkeling van de staat, niet door de binnenlandse economie. Daarnaast speelt financiële innovatie een belangrijke rol in het faciliteren van de internationale handel en overzeese expansie. Beide processen worden in de literatuur veelal herleid tot de zestiende eeuw. Juist in die periode komen veel ontwikkelingen samen: niet alleen een structurele vergroting van de internationale handelsstromen (door de afnemende agrarische meeropbrengsten in Zuid-Europa en het begin van de koloniale invoer), maar ook een toenemende druk op staatsuitgaven als gevolg van inflatie en het opblazen van religieuze conflicten. Omdat de belastingbasis van de individuele staten nog smal is, houden de inkomsten met die ontwikkeling geen tred en zijn ze moeilijk op korte termijn bij te sturen, terwijl de uitgaven wel variëren. De essentiële innovatie op het gebied van de financiering van de staatsschuld bestaat daarbij niet alleen uit het vermogen om op een efficiëntere wijze hogere belastingen te heffen, maar ook uit het aangaan van leningen op basis van verhandelbare obligaties. Die maken dat besluiten over de staatsschuld niet langer alleen toekomen aan de vorst maar gebonden zijn aan marktdiscipline. Burgers kunnen er toe worden verleid om hun vermogens vrijwillig tegen een markttrente in bruikleen te geven. Met name als de Nederlanden zich vanaf 1568 openlijk verzetten tegen de religieuze en fiscale aanspraken van het Habsburgse Rijk, en daarmee oorlogsuitgaven zelf gefinancierd moeten krijgen, kan worden teruggevallen op de 'financiële revolutie' zoals die zich na 1540 heeft voltrokken. Daarbij hadden de Hollandse steden besloten om het geld dat Karel V nodig had voor zijn oorlogen te lenen, met provinciale accijnzen als de bron van regelmatige rentebetalingen (Tracy 1986). Aan het begin van de Opstand domineren nog de inkomsten van hogere belastingen als directe financiering, maar met name in de latere fase van de Tachtigjarige Oorlog wordt die rol overgenomen door leningen op de kapitaalmarkt ('t Hart 1993; Fritschy 2003).

De groei van internationale kapitaalmarkten zet zich vervolgens vooral voort nadat de grote Europese landen aan het eind van de zeventiende eeuw interne conflicten hebben beslecht en hun belastingbasis weten te verbreden. Als de frequentie, omvang en kapitaalintensiteit van internationale conflicten daarna toenemen, groeien ook de op de nieuwe belastingbasis steunende schulden navenant. In de Republiek neemt bijvoorbeeld tussen het Rampjaar 1672 en de Vrede van Utrecht in 1713 (die een eind maakt aan de internationaal gevoerde Spaanse Successieoorlog) de schuld van alleen Holland toe van 130 naar 300 miljoen gulden. In 1795, het jaar van de Bataafse revolutie, bedraagt de schuld van de gewesten inmiddels 766 miljoen gulden; bijna twee maal het geschatte nationaal product. Doordat die schuld in overwegende mate in handen is van de politieke en economische elite, is de soliditeit ervan onbetwist. Zoals Adam Smith in 1776 nog benadrukt, is de Republiek de enige staat of marktpartij in de wereld die tot dan tegen 2 procent rente kan lenen. Naarmate de bevolkingen en inkomsten van de grote Europese staten blijven groeien, weegt de Nederlandse vermogensconcentratie echter niet meer op tegen de schaalnadelen. Samen met teruglopende rendementen in de reële economie leidt dit er toe dat de schuld tot financiële molensteen wordt en de Republiek uiteindelijk onder de voet wordt gelopen. Door de dan al lang onhoudbare staatsschuld bij de hernieuwde onafhankelijkheid in 1814 te herstellen zal Nederland in de volgende jaren zelfs gebukt gaan onder een hoge rente. De fiscale overdrachten die daar het gevolg van zijn spelen op hun beurt een rol bij het laat op gang komen van de Nederlandse industrialisatie (Van Zanden en Van Riel 2004).

Dat neemt echter niet weg dat het model van een markt voor gegarandeerde staatobligaties zeer succesvol is. Zo succesvol dat het na de *Glorious Revolution* (1688) onder het bewind van Willem III, die dan Stadhouder van de Republiek en Engels vorst is, naar het Verenigd Koninkrijk wordt overgezet. Gezien de dan nog geldende discretionaire bevoegdheid van de vorst ten aanzien van de staatsschuld (een rol die afwezig is in de machtsverdeling van de Republiek) wordt de geloofwaardigheid van de schuld daarbij apart geïnstitutionaliseerd door oprichting van de *Bank of England* (in 1694). Tegelijkertijd functioneert deze echter ook als lener in laatste instantie en krijgt Willem III de toezegging dat oorlogen tegen Frankrijk ongelimiteerd op basis van geldschepping mogen worden gefinancierd. Voor het eerst kan een regering activiteiten financieren door op deze wijze geld te lenen, in plaats van het uitoefenen van haar recht om het zelf uit te geven – een centrale bank schuift als waarborg in het Hollandse model van marktgebonden obligaties, zonder vorst die naar believen schuld kan aangaan of afschrijven. Daartegenover staat dat al het bankpapier voorzien wordt van de belofte inwisselbaar te zijn. Dankzij een soepel leningstelsel, gecoördineerd door de *Bank of England* konden langs die weg de even frequente als kostbare oorlogen van de achttiende eeuw tegen een lage rente gefinancierd worden – een proces waarop Dickson (1967) voor het eerst de term ‘financiële revolutie’ toepaste. De positie van de absolute monarchen in Frankrijk leidt omgekeerd tot een sterke eenzijdigheid: obligatiemarkten worden

wel benut ter financiering van de staatsbehoeften maar er zijn onvoldoende institutionele waarborgen, waardoor de garantie op de schuld bij herhaling door de kroon geschonden wordt. Expliciete manipulatie van de geldhoeveelheid zonder economische basis (door de uitgifte van waardepapier in fictieve Zuid-Amerikaanse plantages) en de financiële crisis in 1720 die daarvan het gevolg is leiden tot een verdere vernietiging van de markt voor staatskrediet. De voorwaarden voor het staatsbankroet dat uiteindelijk leidt tot de Revolutie van 1789 zijn dan in hoge mate al geschapen (White 1995).

Dit verschil in uitkomsten tussen met name de Britse en Franse situatie als gevolg van de institutionele inbedding van financiële markten is door historici in velerlei opzichten benadrukt. Dit geldt bijvoorbeeld ten aanzien van de diepte van het Britse krediet tijdens de Napoleontische oorlogen. Daar waar het revolutionair bewind in Frankrijk zijn toevlucht moet nemen tot de uitgifte van papieren *assignats* als betaalmiddel en in toenemende mate drijft op overdrachten uit overwonnen gebieden, krijgen de Britse kabinetten niet alleen de opschorting van de convertibiliteit van het Pond geaccepteerd, maar wordt de oorlogsschuld succesvol gefinancierd. De geïnstitutionaliseerde positie van de *Bank of England* en het effect daarvan op het vertrouwen en de rente is in een beroemd artikel door North en Weingast (1989) zelfs uitgelegd als een oorzaak voor het juist in Engeland ontstaan van de Industriële Revolutie. In de loop van de negentiende eeuw neemt de internationale vervlechting van de markt voor staatsschuld zelfs zover toe dat er een directe marktdiscipline op budgettair en monetair beleid ontstaat die zich laat afmeten aan de spreiding van nationale rentes over die op Brits schuldpapier.

2.2 WISSELS, KREDIET EN DE OORSPRONG VAN CENTRALE BANKEN

Parallel aan de vroege groei en integratie van de markt voor staatspapier loopt de evolutie van financiële innovatie in relatie tot de internationale handel. Internationaal is daarbij aanvankelijk vooral interregionaal. Het bestaan van gebieden die tijdens de vroegmoderne periode op monetair en fiscaal gebied nog in belangrijke mate autonoom waren, leidde vooral vanaf de groei van de handel en specialisatie in de zestiende eeuw tot praktische problemen. Als in 1609 de Amsterdamse Wisselbank wordt opgericht, bestaan er in de Nederlanden alleen al veertien instellingen voor muntslag en zijn er grote hoeveelheden vreemd geld in omloop. Eerder is in de Italiaanse steden van de Renaissance dan al de les geleerd dat vergrote financiële balansen en een diversificatie van risico in de omgang met vreemd geld en crediteuren stabiliserend werken. Maar het zijn financiële innovaties zoals die met name in Amsterdam, Londen en Stockholm vanaf de laat zestiende eeuw tot ontwikkeling komen, die de ontwikkeling verder voortstuwden en daarbij de voorlopers van centrale banken tot stand brengen.

De oprichting van wisselbanken – financiële instellingen gericht op het omzetten van papieren tegoeden in geld en het uitvoeren van handelstransacties – vormde daarbij de eerste stap. Door het niet alleen liquide maken van wissels, maar het eveneens opzetten van rekeningen in een specifieke munt trad het systeem van cheques en afschrijvingen op papier in werking dat nu de basis voor ons geldstelsel vormt. Steeds meer transacties konden zo plaatsvinden zonder de bijkomende noodzaak om daadwerkelijk geld te verplaatsen. Een betaling werd zo simpel als het geven van een opdracht tot debitering van een rekening en creditering van een tegenrekening. Dit systeem was zo succesvol dat een aanzienlijk deel van het internationale betalingsverkeer gedurende de zeventiende en achttiende eeuw steeds via de Amsterdamse Wisselbank liep. De daarbij gehanteerde rekening – de bankgulden – vervulde een rol die zich laat vergelijken met die van het Britse pond in de negentiende eeuw of de dollar na 1945.

De beperking van dit systeem was echter dat het tot de jaren tachtig van de achttiende eeuw een vrijwel volledige dekking van deposito's door reserves in munten en edelmetaal aanhield. Het vertrouwen in de bankgulden steunde in belangrijke mate op het feit dat de Wisselbank beheerde gelden niet mocht gebruiken voor kredietverlening. De *bank run* van het Rampjaar 1672 leidde er aldus niet toe dat de bank failliet ging maar tegoeden volledig kon uitbetalen.

Box 1 De ondergang van de Amsterdamse Wisselbank en ongedekt krediet

Binnen de vrijwel volledig dekking van de Wisselbank waren vanaf de zeventiende eeuw wel op enige schaal zogeheten 'anticipatiekredieten' aan de VOC verstrekt (in te lossen na de veiling van de ingevoerde producten). Desondanks stonden in 1760 tegenover deposito's ter hoogte van 19 miljoen gulden nog reserves van 16 miljoen gulden (ter vergelijking, het binnenlands product lag naar schatting rond 310 miljoen gulden). Druk op de rendementen van de VOC en de haperende financiën van de stedelijke overheid (de Wisselbank was een gemeentelijke instelling) leidden vanaf de desastreuze verloopende Vierde Engelse Oorlog na 1780 echter tot – geheime – kredietverlening zonder een daar tegenover staande geïnstitutionaliseerde garantie. In luttele jaren groeide de schuld met 10 miljoen gulden terwijl de reserves daalden (van 22 miljoen in 1779 naar 6 miljoen op het dieptepunt in 1784). Daarmee veranderde de dekkingsrelatie ingrijpend en ontstond bij het naar buiten sijpelen van deze ontwikkeling een zelfversterkend verlies aan vertrouwen: lagere reserves door een dalend vertrouwen die daarmee een verder verlies aan vertrouwen aanzwengelden. Hoewel de Wisselbank nog tot 1820 zou functioneren als lokale girobank verloor deze daarmee definitief zijn rol in het internationale financiële systeem (Van Dillen 1964; Van Zanden en Van Riel 2004). De terughoudende Nederlandse positie ten aanzien van kredietverhoudingen zoals die tot de jaren na de Tweede Wereldoorlog bestond en de bredere uitgangspunten van monetair beleid zijn in belangrijke mate op de geschiedenis van de Wisselbank en de daarop volgende institutionele ontwikkeling terug te voeren. Daaronder valt ook de op het gebied van liquiditeit lang terughoudende rol van de in 1814 door Willem I juist met een activistisch oogmerk opgerichte Nederlandsche Bank (Uittenbogaard 2014).

Hoge reserves, gebaseerd op de tot diep in de negentiende eeuw dominante gedachte dat geld uiteindelijk op edelmetaal gebaseerd moest zijn, maakten dit deel van de Hollandse financiële revolutie veilig. Tegelijk zorgden die reserves er echter

ook voor dat juist de functie die we met moderne banken associëren – kredietverlening – ontbrak. De doorbraak hierin ontstond doordat halverwege de zeventiende eeuw zich banken vormden die zowel commerciële betalingen faciliteerden als gecontroleerd krediet verschafte. De eerste daarvan was de door Palmstruch in Stockholm opgerichte *Banco*, waaruit in 1668 de centrale *Riksbank* zou voortkomen. Aldus werd een begin gemaakt met fractionele reserves. Gezien de onwaarschijnlijkheid dat houders van deposito's tegelijk om hun geld zouden vragen, hoefde slechts een beperkt deel daarvan in reserve te worden gehouden. Hierdoor kon een deel van de in deposito gegeven waarden profijtelijk worden uitgezet. De verplichtingen van een bank bestonden daarmee uit de deposito's waarover rente verschuldigd is; het bezit uit de leningen (waaruit rente-inkomsten voortkomen) plus de aangehouden reserves. Behalve bij het expliciet ontbreken van remmingen (zoals bij de politieke druk op de Wisselbank) was de groei van deze vorm van kredietverlening echter beperkt en domineerde, zoals gezegd, nog altijd de gedachte dat de basis van geld in metaal schuilde.

Naast het verdisconteren van wissels op rekening en het ontstaan van fractionele reserves is nog een derde vroegmoderne innovatie bepalend geweest voor de evolutie in het bankwezen: de uitgifte van bankbiljetten. Ook deze verandering leidt terug tot de situatie waarin op basis van de verworvenheden van de Republiek in 1694 de *Bank of England* werd opgericht. Primair ontworpen om de oorlogen met Louis XIV op een stabiele wijze te financieren (door overheidsschuld om te zetten in aandelen in de bank), verwierf die ook nieuwe voorrechten. Tussen 1709 en 1742 verkreeg de bank niet alleen als enige het recht om te functioneren als een bank gebaseerd op aandelen, maar verwierf deze ook een partieel monopolie op de uitgifte van 'bankbiljetten': een specifieke vorm van een inwisselbaar papier voor het voldoen van rekeningen waarbij zelfs niet langer de tussenkomst van wisselinstaties en rekeningen nodig waren. Samen groeiden de drie geschetste innovaties uit tot de kern van het moderne bankwezen en de daaraan gekoppelde kredietverschaffing. Door Adam Smith omschreven als 'een soort karrenpad door de lucht' bestaat de kracht ervan niet alleen uit het feit dat deze de economische effecten van de beperkingen aan de voorraad aan edele metalen opheffen, maar dat de vergroting van de geldhoeveelheid werkt als een multiplier. Elke, op basis van fractionele reserves uitgegeven lening kan als onderpand van een volgend krediet dienen.

Door het vervullen van de geschetste publieke functies af te ruilen tegen de toekenning van monopolierechten aan privaat gefinancierde krediet- en wisselbanken ontstaan de formele centrale banken van de negentiende eeuw. Tegelijk is op de markt voor staatsschuld en handelsfinanciering dan al een hoge mate van integratie tussen de grote handelssteden gerealiseerd. Tegen het midden van de achttiende eeuw worden aandelen in de Nederlandse en Britse Oost-Indische Compagnieën, de *Bank of England* en de *South Sea Company* in Amsterdam en Londen verhan-

deld met minimale prijsverschillen en vertragingen (Neal 1990). Als gevolg daarvan gaat er van de markt voor staatspapier niet alleen invloed uit op de publieke financiën, maar groeien ook internationale beleggingen in staatspapier. De rol van Nederlandse beleggers in de Britse schuld beïnvloedt daarbij bijvoorbeeld aantoonbaar het niveau van de rente (Oppers 1993). In de loop van de negentiende eeuw zal deze markt zich verbreden tot bedrijfsobligaties (vooral spoorwegen) en worden kapitaalinkomens een substantieel onderdeel van de externe balans. Kortom, aan de vooravond van de industrialisatie zijn financiële markten voor een groot deel al *up and running*. Maar er zijn vier elementen die nog ontbreken voor we het systeem als dat van onze tijd herkennen: de koppeling door banken van besparingen aan investeringen in een kapitaalintensieve productie, een gerichte sturing van de geldhoeveelheid via centrale banken, de groei in de relatieve omvang van de bankensector, en de integratie van markten voor financiële diensten wereldwijd van de laatste decennia.

3 BANKEN, MARKTINTEGRATIE EN ECONOMISCHE GROEI

Hoewel het financieel systeem dus al in belangrijke mate tijdens de vroegmoderne periode tot ontwikkeling was gekomen, ontstaat de sterk vergrote schaal daarvan met de industrialisatie in de negentiende eeuw. Het bijeenbrengen van besparingen om meer kostbare productiegoederen te financieren vraagt niet alleen om een verhoogd niveau van kapitaalaccumulatie maar ook om coördinatie. Aan het eind van de eeuw, als de geïndustrialiseerde economieën snel groeien en er internationale monetaire coördinatie ontstaat, dwingt de groeiende vraag naar geld tot een fundamentele aanpassing van de monetaire ordening en de rol van de banken daarin. Na de Tweede Wereldoorlog ontstaat dan tot slot een sterke divergentie tussen geldschepping in enge zin en kredietgroei. In de laatste vijftig jaar is de omvang van het aan huishoudens en bedrijven verstrekte krediet driemaal sneller toegenomen dan die van de gemeten economische activiteit (OESO 2015). Het product daarvan is de in historisch opzicht extreme omvang van de financiële sector ten opzichte van de macro-economische productie zoals die inmiddels bestaat.

3.1 INDUSTRIALISATIE, KAPITAALINTENSITEIT EN INVESTERINGEN

De reden dat de schaal en functie van financiële intermediatie veranderden met de komst van de industrialisatie laat zich herleiden tot twee niet gelijk lopende ontwikkelingen: de toename in de kapitaalintensiteit van de productie en de daar bij achterblijvende integratie van de binnenlandse financiële markten. De eerste daarvan neemt in de loop van de negentiende eeuw sterk toe als gevolg van de verspreiding van de Industriële Revolutie en de toegepaste technologische vooruitgang die daarvan de kern vormde. In de plaats van windenergie en het gebruik van turf kwamen de stoommachine (en na 1880 de elektro- en verbrandingsmotor) en het gebruik van steenkool in ketels en ovens. Sindsdien is deze kapitaalintensiteit alleen maar verder toegenomen. Die ontwikkeling beperkte zich bovendien niet tot de groei van de gemechaniseerde productie in de industrie. In Nederland namen stoommachines bij de waterbemaling van polders een belangrijke plaats in, en breder gold dat een verhoging van de kapitaalintensiteit zich ook in de diensten en de landbouw voordeed. Dat is evident voor de spoorwegen, maar ging ook op voor de publieke infrastructuur, de scheepsbouw en de mechanisatie van het agrarisch bedrijf. Per saldo nam in ons land de kapitaalvorming in machines tussen het begin van de industrialisatie rond 1860 en de Eerste Wereldoorlog toe met een factor acht (Albers 1998). Door dit alles steeg de investeringsvoet op een structurele wijze en was dus ook een groter volume aan beschikbare besparingen nodig om die

uitgaven te realiseren. In Nederland nam het aandeel van de investeringen in het bbp toe van om en nabij 8 procent rond 1860 naar 15 procent aan de vooravond van de Eerste Wereldoorlog (Smits *et al.* 2000).

Deze in elkaar grijpende veranderingen brachten de ontwikkelingseconoom Simon Kuznets er in de jaren zestig van de vorige eeuw toe om op basis van vergelijkende analyses van ontwikkelingspatronen het begrip ‘moderne economische groei’ te munten: “a sustained increase in per capita or per worker product, most often accompanied by an increase in population and usually by sweeping structural changes” (Kuznets 1966: 1). De kernboodschap was dat inkomensgroei vanaf de industrialisatie samen gaat met structurele veranderingen in de samenstelling van de economie, een verhoogde kapitaalintensiteit van de productie en een ver grote mobiliteit van productiefactoren. De betekenis van de hieruit voortvloeiende vraag naar middelen voor de financiële sector bestond uit het feit dat industrialisatie een efficiëntere koppeling tussen besparingen en investeringen veronderstelde. De stijgende productiviteit maakte via hogere inkomens besparingen mogelijk, maar vereiste daaraan voorafgaand ook coördinatie in het bijeenbrengen daarvan. Tegelijk waren in gemechaniseerde bedrijfstakken de kosten voor het zelfstandig of uit winstreserveringen investeren in productiegoederen te hoog geworden. Ook namen met de vergrote schaal van de investeringen en de toenemende afstand tussen vermogensbezitter en ondernemer de kosten voor het filteren van investeringsvoorstellen en het volgen van bedrijven toe. Als tegenhanger van de technologische transformatie van de industrie als de primaire kracht achter de verandering in productiviteit is de financiële revolutie van de negentiende eeuw dan ook zonder twijfel die van het bankwezen (Landes 1969: 205ff).

Die revolutie kende twee kernaspecten. Het eerste daarvan bestond uit een sterke verbreding van de clientèle voor bankdiensten en krediet. Met name in het vroeg industrialiserende Verenigd Koninkrijk ontstond onder invloed van de groei van disconto- en depositobanken een vergrote toegang tot commercieel en industrieel krediet voor bedrijven. Op enkele falende eerdere pogingen na stak deze rol van het bankwezen in het verbreden van de geldmarkt pas in de jaren 1850 over naar het Continent. Dat begon met depositobanken die werden opgericht om te voorzien in goedkoper krediet in de nasleep van de crisis van 1848. Daarna ontstonden met name in Frankrijk, België en Duitsland instellingen die als expliciet doel hadden om het Engelse *commercial banking* tot ontwikkeling te brengen. Het resultaat was dat een aanzienlijk grotere stroom aan financiële middelen binnen bereik van de brede economie werd gebracht. Dat gold voor het eerst ook het platteland. Zo investeerden bijvoorbeeld Nederlandse boeren al vanaf de jaren 1850 hun door de sterk gestegen prijzen hoge winsten niet alleen in zilveren en gouden sieraden zoals we die in boedelbeschrijvingen terugvinden, maar ook in Amerikaanse spoorwegobligaties.

Zo mogelijk nog belangrijker was het tweede aspect: het ontstaan van op deposito's gebaseerde investeringsbanken: de *joint-stock investment bank*. Groter dan traditionele private banken en beter gekapitaliseerd speelden die een actieve rol bij het verdiepen van de kapitaalmarkt. Daarbij werd getracht om door middel van actieve werving uit een zo breed mogelijke kring van geldschieters deposito's of participerende financiering aan te trekken. Maar bovendien werd de industriële kredietverlening die hier tegenover stond niet gezien als een gevaarlijke operatie die onverenigbaar was met de aard en omvang van de reserves van de bank, maar als kernactiviteit. Met de door Willem I in 1822 gestichte Brusselse *Société Générale* en de *Banque de Belgique* (uit 1835) als vroegste succesvolle vormen kwam ook de verspreiding van deze instellingen vanaf de jaren 1850 in een stroomversnelling. In Frankrijk door de vanaf 1852 opgerichte *Crédits Mobilier*, die door middel van obligaties een directe participatie van beleggers in industriële ondernemingen nastreefden (maar juist in Frankrijk door het effect van regulering op het bedrijfsmodel aanvankelijk in de problemen kwamen, zie hierna). En in Duitsland door het in korte tijd ontstaan van een type bank dat zowel deposito's aannam en traditionele commerciële functies vervulde, als de uitgifte van obligaties verzorgde en lange leningen verstrekke. Dit vormde dan ook het meest revolutionaire aspect van de nieuwe instellingen, aangezien in traditioneel bankieren opvraagbare deposito's als onverenigbaar werden beschouwd met de vastlegging van activa in risicovolle activiteiten (Cameron 1953; Landes 1969: 209).

Dat alles was van belang omdat tegenover de vergrote vraag naar besparingen op veel plaatsen een gebrekkige integratie van binnenlandse financiële markten stond. Niet alleen in institutioneel maar ook in fysiek opzicht. Daar waar in de internationale handel sprake was van eenduidige muntverhoudingen, het omzetten van wissels op rekening en krediet tegen concurrerende voorwaarden, circuleerde binnen Nederland aan het begin van de negentiende eeuw bijvoorbeeld nog een groot aantal verschillende munten met uiteenlopende intrinsieke waarden. Pas met de kostbare munthervorming halverwege de jaren 1840 werd hieraan een eind gemaakt. Even illustratief is het feit dat DNB in de jaren na zijn oprichting in 1814 weliswaar door het verlenen van voorschotten op deposito op de Amsterdamse markt een stimulerende rol kon spelen, maar onder politieke druk pas na de totstandkoming van de Bankwet van 1863 ook de provincies binnen de markt trachtte te brengen (door de opening van regiokantoren en het accepteren van niet aan de handel gebonden onderpand). Voor Engeland, en in nog sterkere mate voor de grote continentale landen zijn vergelijkbare omstandigheden aangetroffen (Buchinsky en Polak 1993; Cameron 1967; 1972; Sylla en Toniolo 1991; Kindleberger 1984; Tortella 1997).

3.2 HET FINANCIËEL SYSTEEM ALS FUNCTIONELE EN POLITIEKE RESPONS

De opkomst van banken in de loop van de negentiende eeuw maakte aldus niet alleen deel uit van de evolutie van het financieel stelsel, maar was direct verbonden met een structurele versnelling in de groei van de welvaart. Die constatering was dan ook al vroeg aanleiding voor vragen en onderzoek naar de precieze samenhang tussen deze processen. Joseph Schumpeter, de eerste moderne econoom die deze samenhang in 1933 analyseerde, beschouwde het banksysteem als één van de twee belangrijkste drijvende krachten achter de economische ontwikkeling (de andere was ondernemerschap). En in navolging van Goldsmith (1969) hebben economen ook getracht om die relatie empirisch vast te stellen. Het is echter vooral sinds de opkomst van de ‘endogene groeitheorie’ in de jaren negentig van de vorige eeuw dat een enorme toegepaste literatuur op dit terrein is ontstaan. Tegen de achtergrond van die theorie, die niet langer alleen de accumulatie van kapitaal maar vooral daarmee samenhangende externe effecten benadrukte, is beginnend met het werk King en Levine (1993), een bijkans onoverzienbaar aantal studies gepubliceerd dat specifieke aspecten van deze samenhang aan toetsing onderwierp.

Gegeven de onderliggende theorie werd daarbij niet alleen vrijwel steeds een samenhang aangetoond maar ook een specifieke causaliteit geconcludeerd: *financial development* als zodanig is leidend voor groei (vgl. Paşali 2013, een Wereldbank-analyse die 184 artikelen op dit terrein verkent). De nadruk ligt daarbij op institutionele hervormingen als hefboom voor financiële ontwikkeling, bijvoorbeeld in de vorm van de liberalisatie van banken en een daarmee samenhangende bredere toegang tot financiering, en een betere bescherming van crediteuren en aandeelhouders tegen *moral hazard* bij leningen en de uitgifte van aandelen. Dergelijke conclusies zijn bovendien niet alleen getrokken voor landen, maar ook op het niveau van industrieën. Zo concludeerden Rajan en Zingales (1998) voor de jaren tachtig dat juist in het geval van een bovengemiddelde afhankelijkheid van externe financiering de invloed van financiële verdieping op economische groei sterk was. En op microniveau suggereren diverse empirische studies dat een verbeterde toegang tot krediet positief samenhangt met ondernemerschap, groei van nieuwe bedrijven en het bbp per hoofd van de bevolking (Guiso, Sapienza en Zingales 2004; Guiso *et al.* 2004). Wellicht nog het meest interessant van al deze empirische analyses zijn die welke zich richten op de ‘natural experiment’ effecten van exogene schokken, zoals het opheffen van de geografische beperkingen aan bankuitbreiding binnen de VS tussen 1900 en 1940, en de deregulering van de Franse markt voor krediet (in 1985). De resultaten suggereren een hogere lokale groei, een snellere reallocatie van activa en banen, en een sterkere druk op bedrijven om te herstructureren (Jayaratne en Strahan 1996; Deheija en Lleras-Muney 2007; Bertrand, Schoar en Thesmar 2007).

Tegenover deze tamelijk uniforme visie op de effecten van financiële verdieping kenmerken de bevindingen van historici ten aanzien van de rol van banken in economische ontwikkeling zich al vanaf de jaren zestig door de notie dat er in reactie op de geschetste vraagstukken context-gebonden banksystemen en instrumenten van kredietverlening ontstaan. Dat gegeven maakt dat de effectiviteit van het bankstelsel door zowel objectieve economische omstandigheden als het aanpassend vermogen daarvan bepaald wordt. De *Crédits Mobilier* en de *Kreditbanken* zoals die vanaf het midden van de negentiende eeuw in Frankrijk en Duitsland als investerings- en participatiebanken tot stand komen vormen bijvoorbeeld een doelgericht antwoord op situaties waarin sprake is van overvloedige mogelijkheden voor industriële investeringen, maar het aanbod van kapitaal schaars is of het kanaliseren van besparingen moeite kost.

Op vergelijkbare wijze verspreiden lokale coöperatieve banken zich als een succesmodel voor het voorzien in de plaatselijke behoefte aan krediet en het ontsnappen aan woekeraars (de eerste door Friedrich Raiffeisen gestichte coöperatieve leenbank dateert uit 1864). Daar tegenover staat bijvoorbeeld het Engelse model, waar de verspreiding van *country banks* vroeg tot een vorm van gemengd bankieren op lokaal niveau leidt. Hier vormt vooral het aantrekken van voldoende besparingen als basis voor kredietverstrekking de kern van het probleem (Ferguson 2008: 57). Dezelfde context-specifieke ontwikkeling geldt niet alleen de vorm van banken; ook de instrumenten van kredietverschaffing kennen die differentiatie. Zijn in Engeland de uitgifte van bankpapier en het gebruik van deposito's dominant, in Duitsland worden onder invloed van conservatief monetair beleid vooral wisselbrieven, girale transfers en acceptaties ingezet (Tilly 1967). En de Schotse evolutie kenmerkt zich door de vroege ontwikkeling van moderne aspecten van bankieren. Die reiken van beperkte aansprakelijkheid en de vertakte vestiging van banken, tot sterke onderlinge concurrentie; aspecten die vanaf de liberalisatie van de negentiende eeuw ook hun weg in het Engelse systeem vinden (Calomiris en Haber 2014).

De boodschap die zich uit deze historische literatuur laat destilleren is daarmee niet dat de vorm en de werking van het bancaire systeem steeds functioneel en responsief zijn; er zijn ook binnen dit evolutionaire verhaal meer dan genoeg voorbeelden van het niet tot stand komen van intermediaat, gebrekkige aanpassing en openlijke mislukking. Die kwamen niet alleen voort uit risicovolle initiatieven, maar even zo vaak uit een wisselwerking met een onbeholpen regulering. Het meest berucht daarbij waren de vanaf 1852 gestichte Franse *Crédits Mobilier*, die beoogden te participeren in het kapitaal van vooral industriële ondernemingen door obligaties uit te geven. Uit vrees voor de financiële risico's keurde de overheid een dergelijke investeringsbanken echter niet goed en werden deze verplicht om zich via aandelen te financieren en dienden de participaties weer verkocht te worden. In het aldus uitgekleden model werden in de praktijk echter ook korte midde-

len ingezet voor lange beleggingen waarmee gespeculeerd werd, net als in de eigen aandelen. Te hoge dividenden in goede jaren en het niet in voldoende mate uitbreiden van het aandelenkapitaal leidden er vervolgens toe dat meerdere instellingen failliet gingen (Visser 1993).

In Nederland werden soortgelijke initiatieven vanaf 1856 op vergelijkbare gronden afgehouden. In zijn commentaar op de aanvraag voor een investeringsbank verwierp DNB het idee om ‘de nijverheid te ondersteunen door haar geld te leenen [en] aan de nijverheid deel te nemen door vennoot [...] te worden’ als ‘een denkbeeld dat alleen in tijden van ziekelijke overspanning ingang kan vinden’.³ Dat nam niet weg dat na de Spoorwegwet van 1860 en de besluiten tot aanleg van de Nieuwe Waterweg en het Noordzeekanaal onder het tweede kabinet Thorbecke men voor de vraag kwam te staan op welke wijze door de staat aan te leggen infrastructuur gefinancierd moest worden. Onder politieke druk in de richting van ruimere financieringsmogelijkheden kon nu wel de Algemeene Maatschappij voor Handel en Nijverheid, de Nederlandse evenknie, worden opgericht. Door frauduleuze speculatie van de directie ging deze instelling zelf roemloos ten onder. Wel werd de oprichting van de Maatschappij tot Exploitatie van Staatsspoorwegen mogelijk gemaakt (De Vries 1989: 25-9; Hirschfeld 1922: 58).

De boodschap van deze specifieke voorbeelden, maar ook van vele andere vormen van historische casuïstiek, is dat een toegesneden functionele vorm van het bankwezen er sterk toe doet en dat de wisselwerking tussen initiatief, risico, regulering en toezicht doorslaggevend is. Daarbij is de grootste gemene deler dat de effecten van financiële intermediatie sterk afhankelijk zijn van de economische en geografische structuur, de besparingen en de toegang daartoe. De potentiële rol van banken is groter naarmate landen verder achterlopen in marktontwikkeling, welvaart en ruimtelijke integratie: een notie die bekend staat als de *Gerschenkron* hypothese (Gerschenkron 1962; Cameron 1967, 1972). Vernoemd naar Alexander Gerschenkron, die daarbij oorspronkelijk zocht naar een verklaring voor het achterblijven van de Russische economie, is deze these onder historici nog altijd richtinggevend in het debat over de verschillen in financiële ontwikkeling tussen landen als Rusland en Duitsland enerzijds en Engeland en Nederland anderzijds.

3.3 FINANCIËLE ONTWIKKELING EN GROEI: VAN EENDUIDIGHEID NAAR VOORWAARDELIIKHEID

Op dat meer genuanceerde standpunt lijkt de economische literatuur inmiddels ook aangekomen. Terugblikkend op de weinig gedifferentieerde empirische literatuur van de laatste twintig jaar hebben de meest recente overzichtsstudies het over ‘een relatief optimistische pre-crisis interpretatie’ (CPB 2014). Op vergelijkbare wijze concludeert een overzichtsstudie van de Wereldbank tot ‘een positieve relatie tussen financiële ontwikkeling en groei en werkgelegenheid, onderworpen aan

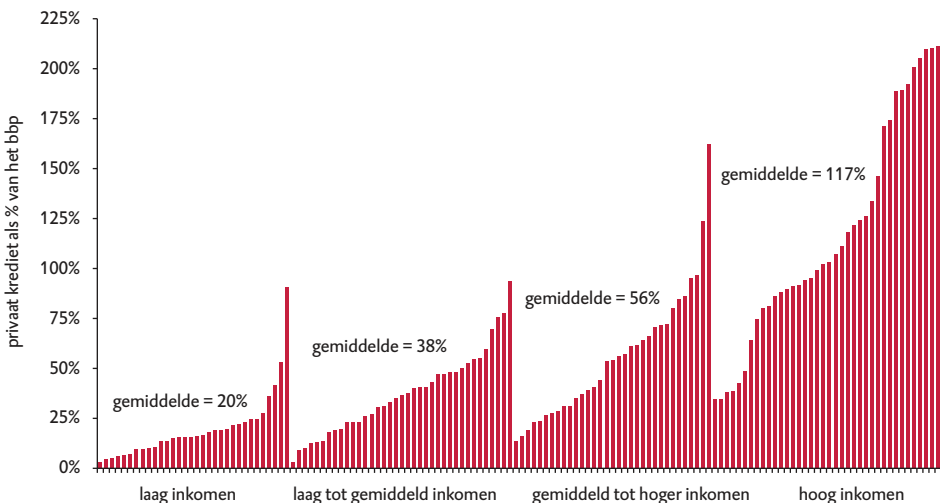
een aantal kwalificaties; een gecompliceerde relatie tussen regulering, toezicht en financiële ontwikkeling; en een positieve relatie tussen een faciliterende institutionele omgeving en de ontwikkeling van de financiële sector' (Paşali 2013). De studie van het Centraal Planbureau is concreter. Deze concludeert, conform de Gerschenkron hypothese, dat er met het stijgen van het welvaartsniveau en de integratie van financiële markten sprake is van een afnemend effect van de financiële ontwikkeling op de groei. En in veel geciteerde schattingen laten Arcand *et al.* (IMF 2012) zien dat er niet alleen sprake is van een afnemend effect van kredietgroei op de welvaart, maar ook dat vanaf een kredietomvang om en nabij 100 procent van het bbp deze invloed omslaat in een negatieve bijdrage (zie ook ESRB 2014 en OESO 2015). Die conclusies zijn van evident belang voor de beleidsdiscussie: de rol van banken in de economische ontwikkeling is niet uniform of onveranderlijk. Dat inzicht heeft niet alleen geleid niet alleen tot economisch onderzoek dat de kosten en risico's van financialisering benadrukt. Het brengt economen als Robert Merton en Zvi Bodie er ook toe om te pleiten voor een functionele benadering bij het sturen van financiële systemen (FSF, functional and structural finance) die neoklassieke, institutionele en op feitelijke gedrag gebaseerde benaderingen combineert, zonder het maken van al te sterke aannames vooraf (Merton en Bodie 2004; vgl. ook Haldane 2012).

Met dat alles laat zich inmiddels dus vaststellen dat het welvaartseffect van financiële intermediatie conditioneel is en samenhangt met de effectiviteit van de wijze waarop die weet in te spelen op de behoeften van een economie. Daarmee is echter nog niets gezegd over hoe dit in de praktijk uitvalt. De vraag of effectieve intermediatie tekort schiet in het geval van achterblijvende economieën is onder historici dan ook al vroeg voorwerp van discussie, ook in relatie tot de late industrialisatie van Nederland. Dat is voor een debat over de regulering van de financiële sector van belang, omdat stabiele banksystemen die op een effectieve wijze krediet verschaffen zelfs in de huidige internationale economie eerder de uitzondering vormen. Daarbij blijken financiële systemen gevoelig voor de afwenteling van risico's op belastingbetalers. Die afwenteling draagt ook bij aan de ruimte voor financiële instellingen om te kiezen voor hogere risico's en overeenkomstige rendementen (Calomiris en Haber 2014). Kortom, stabiele banksystemen die op een passende wijze in krediet voorzien zijn zowel in hun ontwikkeling als voortbestaan fragiel.

Dat heeft niet alleen gevolgen voor de welvaart maar ook voor de stabiliteit. Juist die landen in de *Financial Structure Database* van de Wereldbank die tussen 1970 en 2006 door een bankcrisis getroffen werden hadden gemiddeld niet alleen een veel lager niveau, maar ook een lagere groei in de omvang van bankkrediet als percentage van het bruto inkomen. Er is in die gevallen sprake van 'onderbankieren'. Daartegenover stond de systematisch positieve samenhang tussen de diepte van de financiële ontwikkeling en de welvaart, zoals figuur 3.1 die op inzichtelijke wijze duidelijk maakt. Deze zet de verhouding tussen de omvang van de private krediet-

verstrekking uit tegen de hoogte van het inkomen per hoofd van de bevolking voor vier clusters van landen. De figuur weerspiegelt daarmee de meest directe vorm van de relatie waarop de empirische literatuur zich lange tijd heeft gericht. Deze laat onder meer zien dat de causaliteit van de relatie tussen kredietverschaffing en groei complexer is dan die van een model waarin alleen de diepte van financiële ontwikkeling er toe doet: de spreiding in de waarnemingen is vooral voor landen-groepen met middelhoge en hoge inkomens groot. Voor een zeer omvangrijke groep landen volstaat een kredietdiepte tot eenmaal het bruto inkomen om een structureel hoger niveau van welvaart te bereiken. Andersom kenmerkt de groep van landen met de hoogste inkomens zich door een verdere verdubbeling van de macro-economische *leverage*. De toename in krediet is in de laatste percentielen van de mondiale inkomensverdeling aldus veel groter dan die in inkomen. Dit is het dalende rendement waar de meest recente literatuur zich op richt en dat aanleiding geeft tot de notie van ‘overbankieren’ (met als belangrijk nieuw aspect de groei van het interbancaire verkeer). Beide fenomenen, ‘onder’ en ‘over’ bankieren maken duidelijk dat niet alleen de diepte maar vooral de functionaliteit van intermediatie er in hoge mate toe doet.

Figuur 3.1 De relatie tussen kredietdiepte en het inkomen per hoofd in 2008



Bron: Calomiris en Haber (2014).

De duiding van de relatie tussen *finance* en moderne economische groei is er daarmee niet eenvoudiger op geworden. Zowel een historisch als een comparatief perspectief suggereert dat financiële ontwikkeling in de vorm van de beschikbaarheid van krediet een noodzakelijke voorwaarde vormt voor de ontwikkeling van handel en welvaart. Voor zowel Nederland als Engeland geldt dat aan hun economische dominantie in de zeventiende en negentiende eeuw verreikende veranderingen in

zowel het krediet van de staat als in financiële instituties voorafgingen. En voor de Verenigde Staten kan in de negentiende eeuw een vergelijkbaar proces geconstateerd worden. Wel moet daarbij aangetekend worden dat reconstructies van de feitelijke inkomensgroei in Holland en in Engeland na 1688 een stuk bescheidener uitvallen dan lang werd aangenomen (Van Zanden 1987, 1993; Crafts 1985). Kortom, voor de vroegmoderne periode lijken het bereik en effect van *finance* beperkt. Tegelijk hebben historici laten zien dat aanvankelijke achterblijvers als Tsaristisch Rusland, de Duitse Bond en Meiji Japan pas na financiële hervormingen aan het eind van de negentiende eeuw in meer of mindere mate aansluiting wisten te vinden (Cameron 1967; Rousseau en Wachtel 1998; Rousseau en Sylla 2003). En tot slot heeft de empirische literatuur ondanks alles overtuigend aangetoond dat financiële ontwikkeling causaal samenhangt met een snellere accumulatie van kapitaal. Vooral daar waar onderbouwde specificaties in plaats van Vector Auto-Regressies (VARs) werden gebruikt zijn die uitkomsten robuust (King en Levine 1993; Levine and Zervos 1998; Taylor 1998; Levine *et al.* 2000).

Box 2 De empirische literatuur en VAR analyse

Het in de empirische *finance and growth* literatuur veel gebruikte instrument van de VAR is een econometrische techniek die gebruikt wordt om de samenhang tussen meerdere tijdreeksen zonder voorafgaande theoretische specificatie vast te stellen. Alle variabelen in een VAR exercitie hebben een aparte vergelijking waarin het verloop van die variabelen wordt verklaard uit vertraagde waarden van zowel de variabele zelf als die van alle andere reeksen. Dit stelsel van vergelijkingen wordt simultaan geschat. VAR vereist aldus geen theoretische specificatie zoals bij structurele macro-modellen; er is slechts een lijst nodig van variabelen waarvan verondersteld kan worden dat die een onderlinge samenhang over de tijd vertonen. Voorstanders van de VAR techniek beschouwen dit als een voordeel ten opzichte van de beperkingen die de reikwijdte van de economische theorie aan gebruikelijke macro-modellen oplegt (vgl. Sims 1980). Critici zien het gebruik van VAR als het onvermogen om tot toetsbare hypothesen te komen die een voorspellende waarde hebben en daarmee ook beleidsrelevant zijn (Pagan 2001).

Lijkt een voorwaardelijk positieve samenhang tussen financiële en economische ontwikkeling aldus vast te staan, een literatuur die zich sinds de financiële crisis van 2008 richt op de kenmerken van ontwikkelde financiële systemen laat zien dat die in de laatste decennia op een andere wijze fragiel en risicovol zijn geworden (Calomiris en Haber 2014; Schularick en Taylor 2012; Jordà *et al.* 2011; Taylor 2012). Het belangrijkste aspect daarin is dat van *moral hazard* door een impliciete garantie van de staat en daarmee van belastingbetalers. Banken mogen op grond van verondersteld systeemrisico en de groei in de private vermogens van kiezers niet langer omvallen. En in het specifieke geval van de Eurozone is op grond van de verknoping van risico's de kredietpositie van soevereine staten als geheel zelfs het voorwerp van diezelfde afweging geworden.

Het gevolg is dat beschermde banken bereid blijken om grotere risico's te nemen en daarmee juist stabiliteitsrisico's veroorzaken. Zoals Schularick en Taylor (2012) hebben laten zien is de *leverage* van banken in de meest ontwikkelde economieën na 1945 explosief gestegen en houden die veel minder laag-risicovolle activa, bijvoorbeeld in de vorm van overheidspapier, aan. In 1950 beliep het aandeel daarvan in de portfolio's van banken in de westerse economieën nog tussen de 60 en 70 procent, maar na de eeuwwisseling was daar nagenoeg niets van over. De disciplinerende die beleggers en depositohouders aan banken opleggen, wordt daarmee uitgehold. In het geval waarin de aandeelhouders en crediteuren wel het risico dragen, worden bij het eerste teken van problemen tegoeden naar solvabele banken overgeheveld, wat bankiers uit eigenbelang dwingt tot het aanhouden van hogere buffers en portfolio's met gespreide risico's. Bij een eventueel omvallen van banken blijft de schade beperkt, en door het anticiperende gedrag zijn bankcrises op zich zeldzaam. In theorie zouden toezichthouders de geschetste rol over kunnen nemen, maar in de praktijk is dat niet het geval. Tegen de tijd dat toezichthouders problemen in beeld hebben zijn het systeemrisico en de politieke druk om een bank niet te laten vallen veelal te groot (Brown en Dinç 2005; Barth, Caprio en Levine 2008). Het gevolg hiervan is dat het volume van vooral slechte schulden toeneemt, met verreikende gevolgen. Niet alleen worden de kosten van het herstructureren van banken groter maar het betekent ook dat de stabiliteit afneemt, zeker als dit proces samen gaat met deregulering. Daarnaast leiden bankcrises tot diepere recessies die moeilijker te stabiliseren zijn: in zijn wens om de stabiliteit te borgen verbreedt de overheid het probleem (Jordà *et al.* 2011; Schularick en Taylor 2012; Taylor 2012). Het expliciete net van een deposito-garantie past in dezelfde analyse (al wordt dit in de meeste gevallen in eerste aanleg gedragen door andere banken). Het maakt dat in het willen vermijden van marktgedragen correcties een zeer sterke afhankelijkheid wordt gecreëerd ten opzichte van de effectiviteit en onafhankelijkheid van toezicht.

Zoals Calmoris en Haber (2014) aantonen is de crux van al deze aspecten van financiële fragiliteit dat het producten uit dezelfde koker zijn, namelijk die van de politieke economie. Het slagen of falen van coalities van politici, bankiers en andere belangengroepen maakt dat sommige systemen overeind blijven terwijl andere niet van de grond komen of uitgehold worden. Regels die de toegang tot vestiging bepalen, concurrentie sturen, de kredietfunctie beïnvloeden en de verdeling van de risico's bepalen zijn daarbij cruciaal. De stabiliteit en effectiviteit van banksystemen hangt aldus af van het vermogen van de politieke instituties om de invloed van selectieve belangen of inzichten gebaseerd op inmiddels veranderde omstandigheden te beperken. Padafhankelijkheid kan daarbij evenzeer in de weg staan als opportunisme. De door Sylla, Tilly en Tortella verzamelde historische studies naar de relatie tussen staat, financieel systeem en economische modernisering kwamen eerder op soortgelijke conclusies uit (Sylla *et al.* 1999).

4 VAN GELDSCHEPPIING NAAR KREDIETGROEI

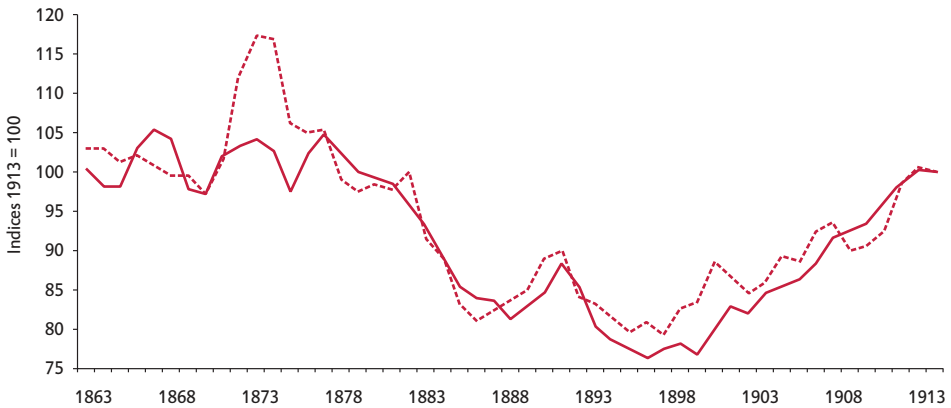
De Europese industrialisatie en de effecten daarvan op de economische groei veronderstelden niet alleen een effectievere koppeling tussen meer besparingen en investeringen, maar ook een simpelweg grotere effectieve geldhoeveelheid. Zolang geld in hoge mate gedekt werd door reserves in edelmetaal leidde een groei in het volume van goederen en diensten per definitie tot een gebrek aan liquide middelen. De eerdere terughoudendheid van de *Bank of England* op dat vlak leidde in 1847, 1857 en 1866 zelfs tot crises door omvallende bedrijven als gevolg van een gebrek aan liquiditeit. In de *Bank Charter Act* van 1844 had de regering van Robert Peel, uit wantrouwen jegens geldschepping anders dan die ten behoeve van de staat, daartoe zelfs nog een formele scheiding in activiteiten aangebracht. Naarmate de industrialisatie zich echter verder verspreidde, nam de druk op kredietverlening toe en in meerdere landen slijpt de koppeling dan ook al geleidelijk. De theoretische basis voor die opstelling – die neerkwam op een nog zeer terughoudend begin met het gebruik van fractionele reserves – wordt in 1873 verwoord door Walter Bagehot in diens *Lombard Street*. Deels geschreven in reactie op de ineenstorting van de Londense handelsbank Overend- Gurney tijdens de liquiditeitscrisis van 1866, formuleert Bagehot in dit werk onder meer de stelling dat teneinde instabiliteit tegen te gaan centrale banken vrij dienen te lenen aan solvabele bedrijven, maar alleen tegen deugdelijk onderpand en hogere rentes. Dit argument, dat als de basis voor de ‘lener in laatste instantie’ functie wordt gezien, leidt er toe dat het verschaffen van liquiditeit door geldschepping ten behoeve van de economie op een structurele wijze tot ontwikkeling komt.

4.1 HET ONTSTAAN VAN MONETAIRE TRANSMISSIE

Toch blijkt die beperkte en voorwaardelijke opening in het systeem op den duur onhoudbaar. De definitieve doorbraak daarin komt als tussen 1871 en 1873, na de Frans-Pruisische oorlog, het nieuwe Duitse keizerrijk tot monetaire eenheid op basis van het goud overgaat, daarbij gebruik makend van de aan Frankrijk opgelegde oorlogsschuld van vijf miljard *franc* (die weer een reactie vormde op de door Napoleon bij de Vrede van Tilsit in 1807 aan Pruisen opgelegde som). Het voegt zich daarmee bij het Verenigd Koninkrijk dat al sinds 1821 het goud als standaard hanteert. De andere Europese landen, waaronder Nederland, houden dan nog een zilveren of bimetale standaard aan. Omdat de voormalige Duitse vorstendommen hun reserves moeten wisselen en er dus grote hoeveelheden zilver op de markt zullen komen, vrezen diezelfde landen echter dat de prijs van zilver structureel zal dalen, met monetaire inflatie als gevolg. In reactie gaan ze dan ook één voor één over op een omwisselbaarheid in goud. Nederland volgt onder het kabinet Heemskerk – en op voorspraak van DNB – door in 1875 de Tientjeswet in te voeren. Die voert de aanmunting van een gouden tienguldenstuk in en laat zilveren mun-

ten als wettig betaalmiddel voortbestaan. Hiermee wordt feitelijk een zogeheten ‘hinkende’ standaard ingevoerd, waarmee niet alleen papier converteerbaar is, maar zilveren en gouden munten dat onderling ook zijn. Door de controversiële Coinage Act uit 1873, die de inwisselbaarheid in zilver opschortte, hadden de VS in praktische zin deze stap al eerder gezet. In 1879 volgt ook daar de formele overgang.

Figuur 4.1 Het prijspeil in de Nederlandse economie tussen 1863 en 1913



Noot: ononderbroken: consumentenprijzen; onderbroken: deflator toegevoegde waarde (bbp).

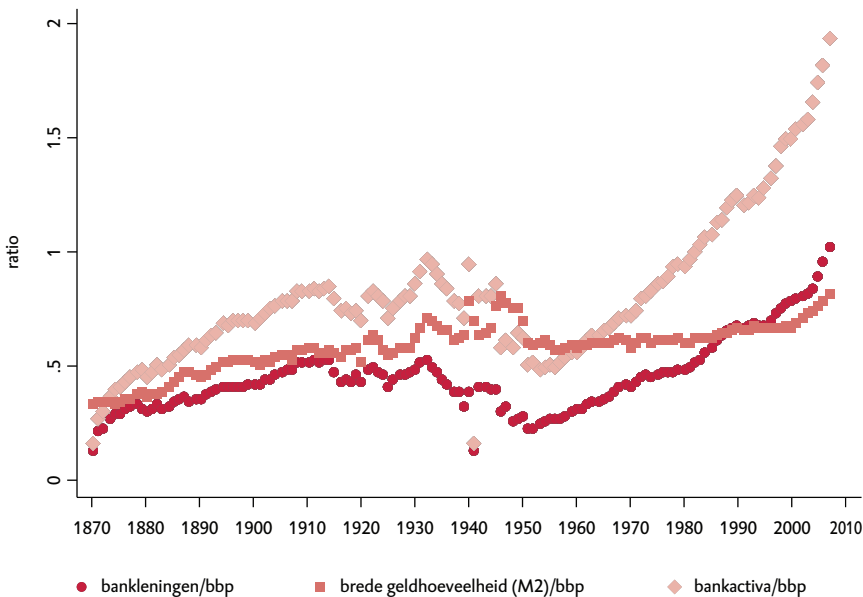
Bron: Van Zanden en Van Riel (2004).

Het gevolg van deze monetaire convergentie is dat er wereldwijd een schaarste aan goud en daarmee systematische deflatie ontstaat. De op gang komende wereldwijde stromen in agrarische producten, veroorzaakt door de openlegging van grote delen van de VS en het Britse Gemenebest, voegen daar verdere neerwaartse invloeden aan toe. Ook in Nederland dalen tussen 1880 en het midden van de jaren 1890 zowel de prijzen van de productie als die voor consumenten met ruwweg een kwart (figuur 4.1). Tegelijk groeien in deze periode de Europese economieën voor het eerst met gemiddeld drie procent. Kortom, onder de nieuwe monetaire ordening is het systeem van voorwaardelijke accommodatie onhoudbaar geworden en dwingt de groeiende vraag naar liquiditeit tot aanpassing. Ook het nominaal gewicht van schulden wordt onder invloed van de deflatie groter. Daardoor komt bijvoorbeeld overheidsbeleid dat zich onder invloed van nieuwe kiezersgroepen richt op *social overhead* in de vorm van publieke voorzieningen als riolering, water en onderwijs onder druk te staan. Deze spanning vormt mede de aanzet tot de vorming van de Nederlandse politieke partijen en het begin van de verzuiling.

De balans in deze verhouding tussen geldhoeveelheid en de vraag naar liquiditeit maakt een ommekeer in de laatste jaren van de negentiende eeuw en markeert daarmee het ontstaan van actief monetair beleid, structurele inflatie en de doorbraak van monetaire transmissie – het via de rentepolitiek beïnvloeden van de kre-

dietverlening door banken. De door de industrialisatie en groeiende wereldhandel toegenomen druk op de geldhoeveelheid maakt het noodzakelijk om niet alleen de dekingsgraad van de goudreserves aan te passen, maar ook wisselreserves in buitenlandse valuta aan te houden. Niettemin blijven valuta inwisselbaar tegen goud en verbonden door vaste wisselkoersen, waarbij verscheping van goud het uiteindelijke middel vormt om dekingsverschillen te verevenen. De geloofwaardigheid bestaat daarbij uit de notie dat centrale banken en overheden zich steeds zouden houden aan het aanpassen van de wisselreserves of de discontovoet. Juist een ver grote onderling samenwerking maakt daarbij dat de geloofwaardigheid van het systeem zodanig toeneemt dat een verdere inzet van fractionele reserves mogelijk is (Eichengreen 1995: 5-8).

Figuur 4.2 Geldhoeveelheid, bankleningen en bankactiva in verhouding tot het bbp in 14 ontwikkelde landen, 1870-2010



Bron: Taylor (2012).

Deze breed gedeelde ontwikkeling leidde tot een nieuwe monetaire ordening. Door de reconstructie van de Nationale Rekeningen en de monetaire statistieken van 14 OESO landen kunnen we de effecten daarvan vanaf het moment van ontstaan volgen (figuur 4.2). Door de druk op de liquiditeit gaat het nieuwe stelsel na 1870 gepaard met een relatief grotere hoeveelheid geld, krediet en bankactiva ten opzichte van de economische productie. Niettemin is die stijging zo beperkt dat aanvankelijk nog altijd sprake is van deflatie in plaats van de door tegenstanders

van geldschepping op basis van fractionele reserves gevreesde inflatie. Pas vanaf het midden van de jaren 1890 wordt de kraan zo ver opgedraaid dat zowel de structurele inflatie als de actieve monetaire politiek ontstaan zoals we die nu nog kennen. In het verlengde hiervan neemt tijdens het Interbellum (van 1918 tot 1939) vooral de omvang van bankactiva ten opzichte van het bbp aanvankelijk toe. Tegelijk blijft echter het verhoudingsgetal voor de geldhoeveelheid beperkt en dalen die voor leningen en activa na 1930 onder invloed van de Grote Depressie. Vervolgens is er in de naoorlogse jaren, als er vanuit macro-economische overwegingen in de meeste landen beperkingen gelden aan kredietgroei en de internationale mobiliteit van kapitaal, zelfs sprake van een daling in alle drie de verhoudingsgetallen (waarbij die in de geldhoeveelheid vooral een zuivering van de opgeblazen circulatie in tijdens de oorlog bezette landen betreft).

Breder gesproken geldt dat, zoals figuur 4.2 laat zien, al deze relaties tot 1980 niet uitkomen boven de niveaus zoals die in het interbellum al werden bereikt. Het verloop in het verhoudingsgetal voor geldschepping is zelfs uitgesproken vlak – zonder twijfel het resultaat van een daarop gerichte monetaire politiek door de centrale banken. In de achterliggende veertien OESO landen is gemiddeld sprake van een ratio tussen leningen en het binnenlands product die schommelt tussen 0.4 en 0.5, en van een verhoudingscijfer tussen de brede geldhoeveelheid (M2) en de productie dat ligt tussen 0.6 en 0.7. Die feiten passen in de door monetaristen aangehangen visie dat de risico's van banken een getrouwe afspiegeling vormen van wat er aan de zijde van de activa gebeurt en veranderingen in de geldhoeveelheid om die reden hand in hand gaan met die in kredietverlening (Friedman en Schwartz 1963; Lucas 1972). Terugblikkend op de ontwikkelingen sinds de oorlog is dat dan ook de visie op de relatie tussen het financieel-monetair systeem en de reële economie zoals die vanaf de jaren zeventig door *freshwater* economen breed uitgedragen wordt en in de uitgangspunten van macro-economisch beleid doordringt.⁴

4.2 KREDIETGROEI EN DE OMVANG VAN DE FINANCIËLE SECTOR

De kern van het proces van financialisering bestaat uit het feit dat in de laatste decennia het verloop van die indicatoren in figuur 4.2 dramatisch verandert. In de woorden van de Amerikaanse economisch historicus Alan Taylor (2012) verruilen we daarmee het Tijdperk van Geld voor dat van Krediet. Hoewel de relatie tussen geldhoeveelheid en productie constant blijft (rond 0.7) explodeert de activa-zijde van de bankbalansen. De verhouding tussen leningen en het bbp verdubbelt ruwweg (van 0.5 naar 1) en ratio voor activa verdrievoudigt (van 0.7 naar 2). In de jaren tachtig passeren we daarmee de waarden die daarvoor alleen op het dieptepunt van de Depressie waren bereikt. De ontkoppeling tussen krediet- en geldgroei weer spiegelt daarbij in belangrijke mate de opkomst van niet-monetaire passiva op de balans (bijvoorbeeld door de inzet van andere dan vraagdeposito's, *wholesale funding*). De nog snellere stijging in activa illustreert daarnaast vooral de sterke

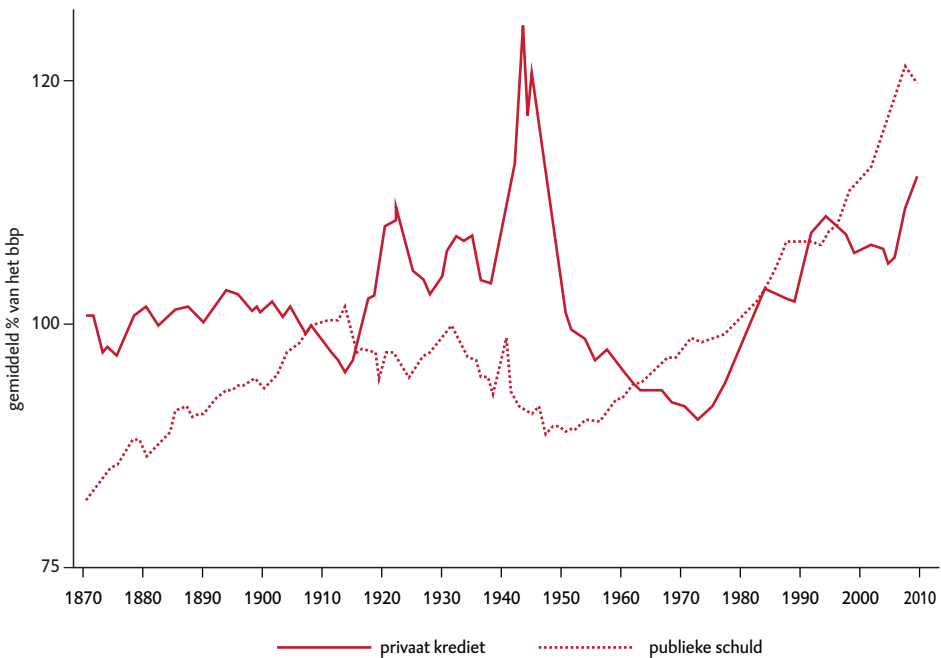
groei van het interbancaire leenverkeer. Met dit proces nemen ook de stabiliteitsrisico's toe omdat een steeds beperkter deel van de activa op veilig papier gebaseerd is (met name overheidsschuld). Het aandeel daarvan in alle activa daalt van 60 tot 70 procent rond 1950 naar vrijwel nul in de jaren na 2000. En tot slot neemt met de groei van de leningen ook de hefboom daarvan ten opzichte van diezelfde deposito's toe. Dit is de sprong in *leverage* voor de kleine groep van rijkste landen zoals die in figuur 3.1 eerder naar voren kwam. Vooral in Europa is deze toename vanaf de jaren negentig uitzonderlijk groot geweest, waardoor de divergentie met de lagere waarden in de VS (waar directe financiering via markten een belangrijkere plaats inneemt) nog groter wordt en rond 2000 ook Japan voorbij wordt gestreefd (Ferguson 2008: 63; ESRB 2014).

Dat alles betekent niet alleen dat 'geld' en het officiële begrip van 'krediet' en 'activa' uiteen zijn gegroeid – of nog korter, dat onze definities en de daarop gebaseerde monetaire instituties tekort schieten. Het betekent ook dat verschillende activa en de daarop gebaseerde transacties een verschillend 'geldgehalte' en daarmee verbonden stabiliteitsrisico's kunnen hebben. Of we deze uitkomsten nu moeten zien als het resultaat van een aanvankelijk grotere risicotolerantie bij de banken (bijvoorbeeld in reactie op de door de oorlog geleden verliezen), van de dereguleringsgolf van de jaren tachtig en negentig, of van *moral hazard* door impliciete garanties, de uitkomst is zonder precedent. Al met al is overduidelijk dat de huidige omvang van de financiële sector in de meest geavanceerde economieën groter is dan die ooit geweest is. Vergeleken met wat gedurende een eeuw de norm was geweest, is na 1980 de relatieve omvang van banken verdubbeld in termen van leenactiviteit en verdrievoudigd in termen van het balanstotaal.

Binnen deze ontwikkeling zijn nog vier specifieke punten van belang. Ten eerste wordt die niet helemaal verklaard door kredietgroei. Het is ook zo dat met de stijging van de welvaart de omvang van het vermogen van huishoudens is toegenomen ten opzichte van het bbp, en daarmee die van financiële activiteiten ten opzichte van het macro-inkomen (Piketty en Zucman 2014; Roine en Walderström 2014). Maar zoals Gennaioli, Shleifer en Vishny (2014) laten zien, verklaart dat niet waarom de groei van bankactiva in de Europese landen sneller is geweest dan die in privaatvermogen. Bovendien zijn met name Europese financiële instellingen sterker geconcentreerd geraakt in universele banken waarvan een aantoonbaar groter stabiliteitsrisico uitgaat (ESRB 2014). Ten tweede mag het zo zijn dat de relatieve waarden van leningen en activa pas na 1980 historische niveaus hebben gepasseerd, dat laat onverlet dat deze al structureel stijgen vanaf de jaren vijftig. Iedere verklaring van financialisering in enge, kwantitatieve zin zal daarvoor dus ook bredere, institutionele oorzaken moeten aandragen. Alleen de beleidszwenking van de jaren tachtig en later volstaat daartoe niet. De divergentie tussen geld- en kredietgroei dateert van voor de periode waarin ideeën over de afwezigheid van een verweving tussen de reële economie en de financiële sector

ontstonden en opgeld deden. Op basis van de gereconstrueerde tijdreeksen van Schularick en Taylor (2012), en de analyse van Calomiris en Haber (2014) lijkt de verwevenheid tussen financialisering en de belangen van de staat om uit stabiliteitsoverwegingen tegoeden te garanderen (en de gedragsreacties van het *too big to fail* die daaruit volgen), daarin het meest krachtige argument. Het verreikende effect dat de crisis van de jaren dertig had op het denken over financiële stabiliteit, met zowel 'lenders of last resort' als een depositogarantie voor private tegoeden als gevolg, nam het ene probleem weg om er als onbedoelde consequentie een ander voor in de plaats te zetten (vgl. ook Admati en Hellwig 2013: 136-9). Het losser maken van de regulering vanaf de jaren tachtig nam dat effect niet weg maar bouwde daarop juist een breed geliberaliseerde markt met de internationale integratie van financiële markten en een sterk vergrote mobiliteit van kapitaal vanaf de jaren negentig als ultieme hefboom.

Figuur 4.3 De verhouding tussen private en publieke schuldontwikkeling in 14 OESO landen, 1870-2010



Bron: Taylor (2012).

Ten tweede is zoals figuur 4.3 laat zien, financialisering een fenomeen dat vanaf de jaren negentig in de eerste plaats gestuwd wordt door private schulden. De rol van publieke schulden wisselt: nadat de oorlogsschuld gedempt is volgt verdere daling

en vanaf het midden van de jaren zeventig hernieuwde schuldvorming. Daarentegen is de stijging in private schulden structureel. Bovendien is de omvang daarvan – op een kort moment aan het begin van de jaren negentig na – al vanaf de jaren zestig consequent groter. Na de oorlog waren banken voorzichtig, met slechts in beperkte mate private schulden in hun boeken, terwijl overheden – gedekt door fiscale en monetaire bevoegdheden – grote schulden hadden. Die rolverdeling wisselt structureel aan het begin van de jaren negentig (en daarmee ook het onderliggende risico). En zoals de figuur laat zien is ook die ontwikkeling zonder precedent. Bovendien laten econometrische schattingen zien dat het fenomeen van private kredietgroei vanaf het eind van de negentiende eeuw een veel sterkere voorspeller van financiële instabiliteit is dan publieke schulden of financiële stromen veroorzaakt door internationale balansverschillen (Schularick en Taylor 2012). Dat is anders dan Reinhart en Rogoff (2009) voor eerdere crises lieten zien, maar spoort met de structurele verschuiving in de onderlinge dominantie van publiek en privaat krediet. De recessies die volgen op private kredietcrises zijn ook dieper en reële aanpassing is moeizamer dan bij andere financiële crises of cyclische vertragingen. Overgewaardeerde publieke schulden en financiële stromen op grond van internationale onevenwichtigheden dragen daar verder aan bij, maar in een ondergeschikte rol (Taylor 2012).

Tot slot moet nog benadrukt worden dat dit beeld de ontwikkelingen in een brede verzameling van landen weerspiegelt: van de vs tot Australië en Scandinavië. In een aantal opzichten is de ontwikkeling in Europa zelfs meer uitgesproken dan die in de vs of Japan (met name in de groei van de *leverage*). Zoals we hierna nog zullen zien roepen deze onderlinge verschillen juist voor Nederland vragen op ten aanzien van beleid en instituties. Hier wordt het beeld bepaald door een sterke daling in de relatieve omvang van krediet na 1945 (wat goed uit macro-economisch beleid kan worden verklaard), gevolgd door een inhaalbeweging al vanaf de jaren zeventig en een in comparatieve zin nog sterkere ontwikkeling vanaf de jaren negentig (Schularick en Taylor 2012, zie ook figuur 5.1 hierna).

5 DE NEDERLANDSE FINANCIËLE SECTOR IN HISTORISCH PERSPECTIEF

Uit de beschrijving van de vroegmoderne evolutie van het internationaal betalingsverkeer en de financiering van overheidsschulden mag genoegzaam duidelijk zijn geworden dat de Nederlandse Republiek in de vorming van financiële markten een uitzonderlijke rol heeft gespeeld. Dat geldt niet alleen de ontwikkeling van financiële instituties, maar ook de feitelijke kapitaalstromen. Al vanaf de vroege zeventiende eeuw investeren Hollandse burgers in buitenlandse staatsschuld, waardoor deze vorm van kapitaalexport tot diep in de achttiende eeuw de grootste ter wereld is. De vroegste lening, ter grootte van een kwart miljoen gulden stamt uit 1616 (aan de Keurvorst van Brandenburg: Riley 1980: 86). Beleggers investeren daarbij in zowel continentaal als Engels papier. Een deel daarvan gaat met de Engelse oorlogen tussen 1665 en 1674 verloren, maar na 1688, met de oprichting van de *Bank of England* en met Willem III als stadhouder en vorst, groeien opnieuw de investeringen in Engels staatspapier. Met name na de Vrede van Utrecht (1713), als de rendementen op binnenlandse beleggingen teruglopen en het internationaal protectionisme verder toeneemt, richten Nederlandse investeerders zich op zowel de eigen als de Britse staatsschuld (Kindleberger 1984: 214). Als in de loop van de achttiende eeuw de economische stagnatie in vooral de industrie doorzet vormen de financiële activiteiten van de westerse handelshuizen en beleggingen in buitenlandse staatsschuld zelfs één van de weinige bronnen van inkomensgroei (De Vries en Van der Woude 1995).

Als gevolg van verschuivingen in relatieve financiële verhoudingen (die weer het resultaat waren van de groeiende fiscale draagkracht van de grotere Europese landen) verdwijnt die vooraanstaande rol definitief na 1780. De rampzalig verlopen Vierde Engelse Oorlog wordt gevolgd door instabiliteit als gevolg van de Patriottenopstand. En in de jaren tot aan de Bataafse Revolte van 1795 daalt de koers van Hollandse 2,5 procent obligaties met ruim een derde. Nederland valt terug van een vooraanstaande positie in handel en bankieren naar een rol waarin het de internationale ontwikkelingen volgt in plaats van stuurt. Met een tot onhoudbare hoogten opgelopen staatsschuld komt zelfs aan het krediet van de Republiek een eind en wordt die in januari 1795 overlopen door de Franse legers. In de daaropvolgende Bataafse jaren worden private vermogens door het revolutionaire bewind herhaaldelijk aangeslagen en gaan ook aanzienlijke bedragen verloren – vooral die welke na 1780 van Engelse naar Franse schuld waren verschoven. In totaal daalt de waarde van de buitenlandse beleggingen tussen 1795 en 1810 van rond 750 naar 500 miljoen gulden (Riley 1980: 242). Bovendien brengen anticiperende beleggers grote sommen in Londen onder – bankier Henry Hope vlucht bijvoorbeeld net voor de omwenteling. Als door de afkondiging van het Continentaal stelsel (de door Napoleon in november 1806 opgelegde blokkade ten opzichte van Engeland) de handel

grotendeels stil valt en kapitaalcontroles worden ingesteld, daalt de financiële activiteit nog verder. Na het herstel van de onafhankelijkheid eind 1813 treedt weliswaar herstel op, maar een leidende rol is dan uit beeld. Londen heeft de positie van Amsterdam overgenomen. In 1834 brengen de VS hun Europese rekening bijvoorbeeld bij Rothschild onder en rond 1850 sluiten ook meerdere Duitse banken hun kantoren (Jonker 1997: 94).

Het fascinerende aan het Nederlandse stelsel is echter dat met die veranderingen geen einde komt aan het uitzonderlijke karakter ervan. Op veranderde economische omstandigheden volgt een even trage als moeizame aanpassing in de richting van een nationaal fiscaal en financieel stelsel (de Gewesten waren tot 1795 in dat opzicht soeverein terwijl de gemeenten zelfs tot 1865 fiscaal autonoom zouden blijven) en een emancipatie van het bankwezen ten opzichte van de handel en andere economische activiteiten (Van Zanden en Van Riel 2004; Jonker 1997). Pas als die ontwikkelingen na 1860 bij elkaar komen tekent zich een modernisering van de financiële sector af die vanaf de jaren 1890 versneld (Van Zanden 1997a, 1997b: 139-141).

Op het eerste gezicht lijken al deze feiten nauwelijks relevant voor een beleidsdebat over de moderne financiële sector. Het belang ervan schuilt echter in het gegeven dat er onder historici overeenstemming bestaat over de gedachte dat de beschreven historische wortels in belangrijke karakteristieken van het huidige Nederlandse stelsel terug te vinden zijn. Met andere woorden, bij uitstek in Nederland zijn de karakteristieken van het financiële stelsel padafhankelijk. De vraag die daarom gesteld moet worden is wat daarvan in de huidige omstandigheden de consequenties zijn. Om die vraag te beantwoorden volgen we hierna de evolutie van de Nederlandse financiële sector vanaf de industrialisatie tot en met de wederopbouw na 1945, de internationalisering vanaf de jaren zeventig en de grote bankfusies aan het begin van de jaren negentig.

5.1 VAN VROEGMODERNE VOORSPRONG NAAR MOEIZAME AANPASSING

Aan het einde van de achttiende eeuw bevond de Nederlandse economie zich al langere tijd in een stationair evenwicht. Perioden van achteruitgang in vooral de industriële productie waren daarbij afgewisseld door betere jaren van groei in de handel, financiële diensten en de verder tot ontwikkeling komende agrarische exporten. Niettemin stond op langere termijn het inkomen stil, slonk de bevolking van de westelijke provincies (maar groeiden die in het oosten en zuiden licht) en waren de Hollandse industriesteden in 1795 zo'n 15 procent kleiner dan ruim een eeuw eerder (De Vries en Van der Woude 1995: 84). In staatkundig opzicht bleken de Gewesten niet in staat om het eens te worden over een verdeelsleutel voor de rentelast van de na 1780 opnieuw groeiende staatsschuld, laat staan om de onhoud-

baarheid daarvan in relatie tot de belastingopbrengsten onder ogen te zien. De belangrijkste reden daarbij was dat het schuldpapier voor het overgrote deel in handen was van de Hollandse politieke elite. Bij een gebrek aan alternatieve investeringsmogelijkheden was feitelijke aflossing allerminst aantrekkelijk.

De Bataafse revolutie en de gedwongen positie van een Franse vazalstaat die daar op volgde (tot mei 1810, toen het Koninkrijk Holland formeel werd geannexeerd) forceerde voor een deel van deze vragen het antwoord. De gewestelijke soevereiniteit maakte plaats voor een eenheidsstaat met een nationale schuld en – vanaf 1806 – een gezamenlijk belastingstelsel. En als vanaf de Weense vredesregeling van juni 1815 het internationale verkeer in goederen en kapitaal zich herstelt, groeit in de schaduw van de Industriële Revolutie ook de Nederlandse economie (Van Zanden en Van Riel 2004). Tegelijkertijd blijft de staatsschuld hoog, is de groei langzaam, blijft de industrialisatie tot 1860 uit en wordt het geldstelsel geplaagd door de circulatie van een grote hoeveelheid versleten munten van de voormalige Gewesten.

Dat alles maakte de vroeg-negentiende eeuwse Nederlandse financiële erfenis tot een hybride geheel. Enerzijds waren er ver ontwikkelde financiële markten, maar tegelijk duurt het met een onder Willem I opnieuw oplopende staatsschuld tot halverwege de jaren 1840 voordat een kostbare geldhervorming kan worden doorgezet. En ook de schuld zelf, die na de Belgische afscheiding in 1830/1 oploopt tot ruim twee maal het binnenlands product, wordt pas na 1843 geherstructureerd. Tot dan beheerst de groei van de publieke schuld in hoge mate de kapitaalmarkt, waardoor andere investeringen worden weggedrukt; tussen 1815 en 1840 is de vraag van de overheid gemiddeld gelijk aan een derde van de investeringen (41 miljoen), in de daaropvolgende 25 jaar is het beslag op de kapitaalmarkt vrijwel nul (Van Zanden en Van Riel 2004). Tegen de achtergrond van de geërodeerde rol in het internationale financiële verkeer leidt dit alles tot een moeizaam proces van aanpassing, waarbij de sector en de politiek lang vasthouden aan instituties en regels uit het verleden. In een wederkerige relatie lijkt de beperkte vraag naar kapitaal ook het signaal af te geven dat er aan andere instituties nauwelijks behoefte bestaat. Zoals hierna zal worden uiteengezet worden nieuwe initiatieven voor financiële intermediaatie lang door beleidsmakers tegengehouden en door bestaande marktkrachten weggedrukt. Tegelijk blijven kapitaalexporten groeien en gaan deze deels over van staatspapier naar Amerikaanse spoorwegen, en uiteindelijk ook naar industriële- en nutsinvesteringen (Veenendaal 1996).

Als gevolg voorziet de financiële sector tot het begin van de twintigste eeuw vooral in de behoefte van de internationale handel aan korte-termijn kredieten. Lange tijd is er zelfs nauwelijks sprake van zelfstandige banken, maar functioneren handeldhuizen en industriële ondernemingen direct of via de beurs als kredietverschaffers. Sommige, als belangrijkste de Enschedese textielproducent Blijdenstein, splitsen naar verloop van tijd een deel van hun activiteiten af en vormen die om tot bank

(in dit geval de Twentsche Bank, die tot de fusie met de NHM in 1964 tot de drie grote handelsbanken zou gaan behoren). Moderne, door de uitgifte van aandelen gefinancierde banken verschijnen pas aan het eind van de negentiende eeuw. En ook gemengd bankieren, gericht op de langere financiering van kapitaalintensieve bedrijven, komt ondanks pogingen daartoe tot die tijd nauwelijks van de grond. De institutionele logica dwingt hier veelal de marktuitskomsten: omdat als erfenis van het vroegmoderne systeem van handelsfinanciering de dekkingsreserves hoog zijn en er weinig uitgezet kan worden, bieden financiële instellingen nauwelijks een vergoeding op deposito's. Regulering versterkt deze tendensen: beperkte aansprakelijkheid of het recht om nieuwe aandelen uit te geven waarbij zittende aandeelhouders een voorkeursrecht hebben (*rights issue*) zijn lange tijd afwezig, en er is een minimum kapitaaleis van een half miljoen bij het krijgen van toegang tot de beurs. Pas in 1889 krijgt het eerste Nederlandse industriële fonds een notering op de Amsterdamse beurs (De Jonge 1968: 303).

Het kerninstrument van kredietverlening in dit stelsel was de efficiënte kapitaalmarkt en dan vooral het zogenoemde systeem van *prolongatie*. Met dit systeem konden handelaren direct kasgeld op de beurs beleggen in de vorm van leningen voor een maand, waarbij, gegeven het systematisch grote aanbod, die leningen steeds opnieuw doorgerold konden worden. In essentie was dit een repo-systeem van de aankoop van effecten, gecombineerd met de gelijktijdige verkoop op termijn aan dezelfde partij. Op die wijze passeerde de markt de banken, en dit vormde de voornaamste reden voor de relatieve achterstand van het bankwezen. Er was simpelweg te veel geld beschikbaar op goed werkende markten om de elders zo katalyserende rol van intermediairs apart vorm te geven. Bijgevolg was de rente van de banken op deposito's lager dan die op de prolongatiemarkt, waardoor de eerstgenoemde moeite hadden met het aantrekken van spaargeld. Daarnaast was ook sprake van directe vormen van bankieren waarbij handelaren zelf als bank optraden. Hiervan was niet alleen sprake bij Amsterdamse handelshuizen als Crommelin en Van Eeghen, maar ook in de provincie: variërend van de familie Kingma, handelaren in oliezaden en granen in het Friese Makkum, tot de als brouwerij gestarte firma Fransen van de Putte in Goes en het al genoemde Blijdenstein in Enschede (Jonker 1997).

Anders dan Willem I bij de oprichting in 1814 had beoogd, vormde ook de Nederlandsche Bank in dit landschap nauwelijks een uitzondering. Na de Napoleontische periode functioneert DNB aanvankelijk vooral als wisselbank. De relatief lage maar zekere discontorente stabiliseert daarbij fluctuaties op de Amsterdamse markt. Het zou echter tot na 1860 duren alvorens dezelfde liquiditeitsfunctie tot de bredere economie uitgerold zou worden. Zo sterk is die terughoudendheid, dat een 'topzware structuur' als kenmerk van de Nederlandse geldmarkt in de gehele negentiende eeuw wordt gezien (Jonker 1997: 102). De discontorente van DNB wordt pas in de jaren voor de Eerste Wereldoorlog als instrument van een evenzeer

terughoudende monetaire politiek ingezet. Vanaf zijn oprichting ontwikkelt DNB zich dan ook als een traditionele *discount broker of last resort* en circulatiebank. Slechts zeer geleidelijk vervult deze de functies van een centrale bank (Uittenbogaard 2014).

Hiermee kwam het doel dat voor Willem I de reden was geweest om een herstel van de Amsterdamse Wisselbank tegen te werken en in plaats daarvan DNB op te richten – een bredere liquiditeitsfunctie op afstand van de Amsterdamse markt – lange tijd niet van de grond. De terughoudende acceptatie van biljetten van DNB speelde daarin eveneens een belangrijke rol (Uittenbogaard 2014). Dat staat in tegenstelling tot het succes dat de ook door Willem I in 1822 opgerichte *Société Generale* in het latere België als voertuig van een verruimde liquiditeit voor het bedrijfsleven had. Dat begon met hypothecaire kredieten aan de industrie in de jaren 1820 en ontwikkelde zich tot daadwerkelijk investeringskrediet vanaf de jaren 1830 (Landes 1969: 207).

In Nederland neemt vooral met de sterke groei van Rotterdam onder invloed van de Rijnvaart de roep om een verbreding van het werkterrein van DNB toe. Die start met de benoeming van agenten in Rotterdam in 1852, na de Bankwet van 1863 gevolgd door de opening van verspreide kantoren. Met die stap en de acceptatie van persoonlijke orderbrieven als onderpand (zogenaamde *promessen*, die dus niet aan toonder uitkeerbaar zijn), rolt DNB de liquiditeitsfunctie van de Amsterdamse markt over de bredere economie uit. Dat heeft grote gevolgen niet alleen voor de provinciale rente (die daalt), maar ook voor het aantal transacties. Is in 1863 nog 75 procent daarvan Amsterdams, in 1880 is dat nog slechts 40 procent op een volume dat is verdubbeld van 63 naar 120 miljoen (Jonker 1997: 109). Met dit alles zijn de rol en de taakopvatting van de centrale bank zoals gezegd lange tijd anders dan voorzien. Bovendien is alles daarbij nog altijd geënt op de oude vormen van directe financiering en het buiten de deur willen houden van vernieuwing. In 1859 worden *Crédits Mobilier* niet toegelaten. En als de latere grote drie handelsbanken (de Amsterdamsche, Rotterdamsche en Twentsche Bank) vanaf de jaren zestig opgericht worden met als doel het ontwikkelen van gemengd bankieren, wordt dat tegengewerkt. Samen met tekortschietende deposito's vormt het de reden waarom deze al snel terugvallen op een meer traditionele bedrijfsvoering.

Het duurt tot de laatste twee decennia voor de Eerste Wereldoorlog alvorens het bankwezen structurele aanpassing ondergaat. Met de versnelling van de economische groei na 1860 is de kapitaalmarkt gegroeid en meer geïntegreerd geraakt. Er zijn dan, zoals geschetst, al verscheidene pogingen ondernomen om tot meer gerichte vormen van intermediaat te komen. Na een korte terugval in de jaren tachtig ontstaat na 1890 een periode van zowel groei als vraaggedreven hervorming. Het is in deze jaren dat de groei in sterke mate gedreven wordt door kapitaalvorming in de industrie, onder meer door een zeer snelle elektrificatie van kracht-

bronnen (De Jong 1999). Geruime tijd werd de periode tot de Eerste Wereldoorlog zelfs gezien als de ‘big spurt’ van de Nederlandse industrialisatie (De Jonge 1968). Het effect daarvan op de banken uitte zich op alle gebieden: in aantallen, balans-totalen, deposito’s en werkgelegenheid. Die laatste ontwikkelde zich van nog geen zes-en-half duizend banen in 1889 naar bijna 18 duizend in 1909, daar waar er in de drie decennia na de beroepstelling van 1859 slechts 4 duizend banen in bankieren en verzekeringen waren bijgekomen (Smits *et al.* 2000).

Door concurrentie en schaafeffecten zette wel vanaf 1910 een proces van concentratie in dat leidde tot het ontstaan van vijf grote banken die tot aan de Grote Depressie van de jaren dertig het landschap sterk zouden domineren (zie ook tabel 5.1 hierna). Tussen 1890 en 1913 steeg het balanstotaal van de Amsterdamsche, de Rotterdamsche en de Twentsche Bank van afgerond 70 naar 380 miljoen gulden. Voegen we daar de Incassobank (gesticht in 1891 en in 1948 opgegaan in de Amsterdamsche Bank) en de NHM bij dan bedraagt het balanstotaal van 525 miljoen, met deposito’s die zich verdrievoudigden tot 273 miljoen (Jonker 1997: 119). De tweede grote structuurverandering betrof de opkomst van agrarische coöperatieve banken naar het Duitse Raiffeisen model. In 1900 waren er nog 67 van dergelijke banken, een aantal dat zich in 1910 vertienvoudigd had en daarna nog verder steeg. Uiteindelijk organiseerden deze zich in twee ketens – de in grote lijnen katholieke Boerenleenbank en de protestantse Raiffeisenbank. Daarbij werd het belang van deze banken niet zozeer door hun absolute omvang bepaald. Het balanstotaal bedroeg in 1913 53,5 miljoen gulden – kleiner dan dat van ieder van de Grote Vijf – met een totaal aan deposito’s van 48,5 miljoen gulden. Dat belang bestond vooral uit de opbouw van netwerken op lokaal niveau en de kanalisering van verspreide besparingen – kortom, uit de opbouw van kennis, vertrouwen en het opheffen van problemen van collectieve actie. Juist hierdoor verkregen coöperaties de flexibiliteit om langerlopende agrarische kredieten te verschaffen tegen beperkte kosten.

Ondanks dit alles bleven structurele zwakheden in het banksysteem echter voortbestaan. Ten eerste kwam regionaal ‘grass-roots’ bankieren nooit echt van de grond. Met uitzondering van de agrarische coöperaties verdween de meerderheid van de nieuwe banken al weer voor het uitbreken van de Eerste Wereldoorlog, terwijl de rest in de jaren twintig opging in de Grote Vijf. Daarnaast bleef het bedrijfsmodel sterk gericht op de internationale handel en een ook voor deze tijd hoog eigen vermogen. *Rights issues* volgden slechts op groei (in plaats van daaraan vooraf te gaan), de verhouding tussen eigen vermogen en totale activa bij de Grote Vijf stond in 1913 nog altijd op 27 procent, en de dominantie van het prolongatiesysteem bleef ongewijzigd. Met aan de vooravond van de oorlog naar schatting 400 miljoen gulden trok dit tweemaal zo veel fondsen aan als de termijndeposito’s van de banken. Ondanks de eerder geconstateerde versnelling in het aantrekken

van deposito's bedroeg het totaal daarvan in 1913 nog altijd slechts 34 procent van de kern van de geldhoeveelheid (M1) (Kuné en Van Nieuwkerk 1974: 14). In België bedroeg datzelfde aandeel 66 procent (Van der Wee en Tavenier 1975: 532-3).

De vraag of de trage modernisering van het Nederlandse bankwezen – of beter, het niet gericht zijn daarvan op de binnenlandse kredietverlening – ook heeft bijgedragen aan de late industrialisatie is onder economisch historici nog altijd een twistpunt. De literatuur is daarbij sterk opgeschoven van een veroordeling van sterk risico-averse financiers met een preferentie voor staatsleningen en buitenlandse beleggingen naar een beeld waarin institutionele traagheid hand in hand ging met een lang beperkte binnenlandse vraag naar bedrijfskrediet. Reconstructie van de nationale rekeningen suggereert in het verlengde hiervan dat *finance* niet de kern van een lang achterblijvende groei vormde. De beperkte groei werd voornamelijk gedragen werd door agrarische exporten en het oude, op de koloniale handel en -verwerking gerichte verdienmodel. Structurele verandering in het niveau van de investeringen, in de productiviteit en in de samenstelling van de productie en werkgelegenheid zou zich onder invloed van meer structurele factoren pas na 1860 voordoen (Van Zanden en Van Riel 2004).

Door de eenzijdige economische structuur van de Republiek en de dominantie van de Amsterdamse markt duurt het tot de jaren 1860 alvorens de integratie van binnenlandse financiële markten op gang komt. Het is pas dan dat de relatieve rente voor consumenten en ondernemers buiten de Randstad daalt en in toenemende mate door de lange rente op de staatsschuld beïnvloed wordt. Zelfs als de economie na 1860 versnelt blijft de houding van autoriteiten en bankiers in het openstellen van markten in de kern afwijzend en drukt het prolongatiesysteem meer gerichte vormen van financiering uit de markt. Dat past in een breder beeld: als erfenis van het handelsmodel blijven de reserves zeer hoog en zijn er slechts beperkte mogelijkheden om de groeiende economie te voorzien van een vergrote liquiditeit. Tot de jaren 1870 is Nederland bovendien een verklaard tegenstander van een overgang naar het goud als monetaire standaard – tot het na de Duitse eenwording door de feiten wordt ingehaald.

Omdat de moeizame bankhervormingen samengaan met een structurele stijging van de investeringsvoet lijkt het Nederlandse systeem daarom toch de kenmerken te vertonen van de *penalties of the pioneer*. De stelling van sommige revisionistische historici dat het Nederlandse systeem steeds functioneel was, lijkt op grond van de gereconstrueerde macro-economische cijfers dan ook onhoudbaar. Op zijn minst kan worden vastgesteld dat de financiële sector allesbehalve katalyserend werkte. De constatering dat “provinciaal bankieren alles bijeen curieus zwak bleef” (Jonker 1997: 112) ziet bijvoorbeeld weg van de veeleer evidente conclusie dat het systeem van intermediaatie vanuit een welvaartsperspectief in meerdere opzichten wel degelijk tekortschoot, met name buiten Holland. Diezelfde positie van een ver-

onderstelde volkomen functionaliteit roept ook de vraag op wat de veranderingen, mondjesmaat na 1860 en veel sterker na 1890, dan noodzakelijk maakte. Kortom, de functionele respons was simpelweg traag en terughoudend en werd door markt en instituties tegengewerkt. Het is waar dat meerdere succesvolle bedrijven tussen de jaren 1860 en de hervormingen van de jaren 1890 tot stand kwamen op basis van private financiering of de directe plaatsing van leningen op de beurs (van de laatste vorm is Heineken, dat die aanpak tot het begin van de twintigste eeuw volgde, de bekendste). Maar dat zegt niets over de gemiste uitbreiding van de productiecapaciteit omdat later geaccepteerde vormen van agrarisch en industrieel krediet nog geen voet aan de grond konden krijgen.

5.2 VERNIUWING EN REGRESSIE TIJDENS HET INTERBELLUM

Het is de Eerste Wereldoorlog die zowel de industrialisatie als de ontwikkeling van het Nederlandse financiële stelsel in een verdere stroomversnelling brengt. Door zijn neutraliteit kan ons land actief worden op exportmarkten die de oorlogvoerende mogendheden niet langer kunnen bedienen. Bovendien weet Nederland de schade en schulden van de oorlog te vermijden. Door deze gunstige omstandigheden loopt de versnelling van de economische ontwikkeling door tot aan de depressie van de jaren dertig. Dat is vrijwel nergens anders het geval, ook niet in andere voormalig neutrale landen. Tussen 1913 en 1929 groeit de Nederlandse economie met 3,4 procent per jaar, meer dan een procentpunt hoger dan het West-Europees gemiddelde (Van Ark en De Jong 1996: 201). Dit verschil laat zich vooral herleiden tot de versnelde ontwikkeling tijdens de oorlog en kort daarna, als elders grote moeite moet worden gedaan om de schulden en de bredere economische ontwrichting als gevolg van de oorlog onder controle te brengen. Voor de ontwikkeling van het bankwezen is het kenmerkend dat de padafhankelijke vorm niet verdwijnt maar tijdens het interbellum wel een sterkere differentiatie in instituties en functies kent. Er zijn meer soorten banken en vormen van investeringskrediet zoals die elders al tot ontwikkeling waren gekomen. Die differentiatie wordt echter gekoppeld aan een hernieuwd conservatisme in bankbeleid, waarbij nieuw ontwikkelde functies in de loop van de jaren twintig worden teruggedrongen (Van Zanden 1997a). Met de eveneens ingezette concentratiebeweging wordt de differentiatie in de schaal en vorm van banken al voor de Tweede Wereldoorlog opnieuw gereduceerd.

Aan de vooravond van de Eerste Wereldoorlog weken omvang en structuur van het Nederlandse bankwezen nog steeds vergaand af van dat in andere geïndustrialiseerde landen. Ten aanzien van de structuur gold dat de vorm en functies nog altijd werden gedomineerd door het handelskrediet en er nog nauwelijks sprake was van lange industriefinanciering of coöperatief bankieren (zie tabel 5.1). Dit stond in contrast met de elders veel sterkere opkomst van provinciale spaar- en kredietbanken. Daarnaast gold dat ook het uiteengezette systeem van monetaire transmissie,

dat de hoeveelheid partieel gedekt papiergeld elders sterk vergrootte, hier nog maar zeer beperkt werkzaam was. Daar waar in Nederland in 1913 het aandeel van geld en biljetten in de totale geldhoeveelheid 64 procent bedroeg was dat percentage in bijvoorbeeld België en Duitsland de helft daarvan. In het VK en de VS bedroegen deze getallen zelfs maar 4 en 16 procent (Van Zanden 1997a: 125). Kortom, deposito's en fractionele reserves speelden in Nederland een nog kleine rol. Die situatie was grotendeels geworteld in de langzame ontwikkeling van formele intermediatie en het daarachter schuil gaande fluïde systeem van *prolongatie* krediet en directe financiering. Door het beperkte verschil tussen korte en lange rentes (dat het gevolg was van hoge besparingen en het doorrollen van deze oorspronkelijk korte kredieten) konden banken ook moeilijk deposito's aantrekken om hun activiteiten te vergroten. Pas onder invloed van de vergrote schaal van de industriële investeringen na 1890 kwam daar verandering in en begonnen de banken, die tot dan vrijwel alleen kort commercieel krediet hadden verleend, hun activiteiten te verbreden (zie tabel 5.1; De Jonge 1968; Albers 1998).

Het uitbreken van de Eerste Wereldoorlog leidde tot een versnelling in die ontwikkeling. Een van de gevolgen van het voor onbepaalde tijd sluiten van de Amsterdamse Beurs in juli 1914 was de bevroering van het prolongatiesysteem. Samen met de hoge liquiditeit van de oorlogsjaren stelde deze versperde toegang tot krediet de banken in staat om deposito's aan te trekken. Bovendien leidden de door de oorlog veroorzaakte inflatie en handelsverstoringen tot wisselende maar bij tijde hoge winsten in de landbouw en de handel, die ook bij de banken werden ondergebracht (Van der Bie 1997). Onder invloed van de langere duur van de oorlog en de hoge afzet kwam door deze volatiliteit ook de gerichte langetermijn financiering van ondernemingen op gang en werd geëxperimenteerd met gemengd bankieren. Het gevolg was dat het aandeel van deposito's in de geldhoeveelheid steeg van slechts een vijfde rond 1900 naar ruim de helft na 1920. Hetzelfde effect blijkt ook uit de schuivende verhouding tussen bankactiva en het bbp (tabel 5.1). Breder moet de opkomst van een gespecialiseerd bankbedrijf gezien worden tegen de achtergrond van de modernisering van industrie en landbouw na 1890 en het daarbij niet kunnen voldoen aan de vraag naar financiële diensten op basis van traditionele instituties en producten. Direct na de oorlog (tussen 1918 en 1920) neemt de vraag naar krediet zelfs extreme vormen aan: niet alleen om voorraden aan te vullen en omvangrijke investeringen te financieren die samenhangen met de naoorlogse groei, maar ook als gevolg van de door overheidstekorten toegenomen schaarste op de kapitaalmarkt.

Tabel 5.1 De verdeling van activa van Nederlandse banken en giro-instellingen, 1900-1940 (als % van het totaal)

| | 1900 | 1913 | 1918 | 1928 | 1933 | 1940 |
|------------------------------|------|------|------|------|------|------|
| Nederlandsche Bank | 25.4 | 15.7 | 22.3 | 13.0 | 17.8 | 24.6 |
| Handelsbanken | 36.2 | 44.9 | 52.4 | 53.8 | 36.6 | 32.0 |
| Spaarbanken ^a | 16.0 | 15.2 | 8.4 | 11.2 | 17.3 | 16.2 |
| Agrarische banken | 0.1 | 2.3 | 4.2 | 6.9 | 7.7 | 8.1 |
| Hypotheekbanken ^b | 22.3 | 21.9 | 10.9 | 12.5 | 16.2 | 11.1 |
| Overig | 0.0 | 0.0 | 1.8 | 2.6 | 4.4 | 8.0 |
| Totaal (mln fl) | 1091 | 2315 | 5472 | 7384 | 6651 | 7217 |
| ld. % bbp | 61 | 83 | 134 | 113 | 138 | 125 |

a incl. Rijkspostspaarbank.

b alleen de drie grootste instellingen.

Bron: Nederlandse Bank (1987), CBS (1987) als in Van Zanden (1997a).

Deze versnelling in de ontwikkeling van de financiële sector kende meerdere aspecten. Ten eerste groeide die in de breedte doordat het aantal onafhankelijke banken sterk toenam. Het aantal handelsbanken steeg van 242 in 1900 naar 375 in 1925. En zoals tabel 5.1 laat zien, was ook de groei bij de agrarische banken spectaculair: van een aandeel in het balanstotaal van 0,1 procent ten tijde van de eeuwwisseling bereikte die 7 procent in 1928 (waarachter een ruime verviervoudiging van de balansen schuilging). Daarmee ontstond in de jaren twintig een netwerk van ruim 1000 coöperatieve banken met een aantal rekeninghouders dat vrijwel even groot was als het totale aantal agrarische bedrijven. Parallel hieraan was sprake van een proces van concentratie en schaalvergroting. Het aandeel van de vijf grootste banken in het balanstotaal nam toe van 17 procent in 1900 naar 27 procent in 1918 en zou tot aan de crisis van de jaren dertig licht onder dit niveau blijven. Hierbij breidden met name de grote Amsterdamse en Rotterdamse banken zich uit door het ontplooiën van activiteiten buiten hun vestigingsplaats, ook door de overname van lokale banken. Tussen 1916 en 1925 werden op die manier 106 banken overgenomen (alle cijfers: DNB 1987). En tot slot werden de in aantal en omvang gegroeide spaar- en hypotheekbanken door de concentratiebeweging van de grote banken ook gedwongen tot samenwerking en centralisatie. Met het faillissement van een groot aantal middenstandsbanken door de bankcrisis aan het begin van de jaren twintig werd de kredietverschaffing aan kleine bedrijven met behulp van de overheid geconcentreerd in de Nederlandsche Middenstandsbank (Stoffer 1986).

De economische betekenis van al deze ontwikkelingen was dat op het hoogtepunt van de Nederlandse industrialisatie de vervlechting tussen de financiële en de reële economie in belangrijke mate toenam. Veel ondernemers en nagenoeg alle boeren maakten gebruik van bankdiensten. En ook bestuurlijk veranderden de verhoudingen. Zo verdubbelde bijvoorbeeld het aantal commissariaten van bankdirecteuren

tussen 1910 en 1923. Dit was vermoedelijk onderdeel van een streven tot het verkrijgen van meer zekerheid ten aanzien van de koers van de industriële bedrijven (Van Zanden 1997a: 128). Het kantelpunt in die ontwikkeling kwam met de bankencrisis tussen 1921 en 1923 – de enige omvattende financiële crisis die Nederland tot de val van Fortis aan het eind van 2008 (en de daarop volgende reddingen van ABN, ING en SNS) heeft gekend. De oorzaak van die crisis lag in de inflatoire jaren 1914 tot 1920, met name in het effect op de investeringen. Bij het wegvallen van de omstandigheden die de winstverwachtingen daarbij hadden aandreven, waren het juist de banken die de aanzet tot modernisering hadden gegeven die het sterkst getroffen werden. Tegelijkertijd had DNB geen poging ondernomen om deze expansie te reguleren, aangezien die het niet als zijn taak zag om toezicht te houden of problemen te helpen opvangen. Na 1920 werden de gevolgen van die ontkenning pijnlijk duidelijk. Een overheidsgarantie van 60 miljoen moest in 1924 de op industrie-financiering gerichte Rotterdamse Bankvereniging overeind houden. Die constructie werd bij de reorganisatie van de Centrale van Middenstands-banken een jaar later herhaald (Stoffer 1986). Gesterkt door de gedachte dat daarmee uitwassen teruggedrongen waren, verschaftte dit DNB de ruimte om naar zijn oude taakopvatting terug te keren: het alleen assisteren van handelsbanken met liquiditeitsproblemen. Afgeschrikt door de geleden verliezen trokken ook deze zich in belangrijke mate terug.

Met de terugkeer van het conservatisme in regels en financieringsinstrumenten en het in problemen komen van banken (met uitzondering van de agrarische) wordt in belangrijke mate gebroken met de nieuwe *grass-roots* vormen van gemengd bankieren en de langetermijn financiering van zowel de industrie als de kleine en middelgrote bedrijven. Door de voortgaande concentratie vielen bovendien ook de lokale banken in toenemende mate onder die conservatieve bankpolitiek. Dat streven was zo invloedrijk dat er zelfs tijdens de crisis van de jaren dertig, in tegenstelling tot omliggende landen, in ons land geen sprake was van een bankcrisis; de reserves waren zo groot dat een vertrouwenscrisis niet optrad. Dit droeg er toe bij dat Nederland het zich kon veroorloven om tot september 1936 als één van de alleraarste landen aan de Gouden Standaard vast te houden, met sterk negatieve welvaartseffecten (Eichengreen en Sachs 1985; Eichengreen 1995; Feinstein *et al.* 1997). In België bijvoorbeeld droeg het ontstaan van een bankcrisis in hoge mate bij aan het besluit tot het eerder loslaten van de convertibiliteit (Van der Wee en Tavenier 1975). Daarnaast wordt het feit dat Nederland en ook Zwitserland als kleine economieën met een grote financiële sector het langst vasthielden aan de Gouden Standaard vooral verklaard uit het feit dat voor beide dat de stabiliteit van de munteenheid belangrijker werd geacht dan de reële effecten van de wisselkoers. Het achterliggende idee was dat als de autoriteiten zouden aarzelen bij het verdedigen van de gulden en de franc buitenlandse beleggers afgeschrikt zouden worden van het

aanhouden van deposito's (Eichengreen 1995: 288). Ook langs die weg had – en heeft – de financiële sector daarmee een sturende invloed op de macro-economische beleidsruimte.

Box 3 Krediettekorten en overheidsinitiatieven in het interbellum

Met de concentratie in het financieel systeem voor de crisisjaren vielen steeds meer lokale banken onder de conservatieve regels van de handelsgerichte instellingen. Die situatie leidde tot discussies over de mogelijkheid om de problemen bij het verkrijgen van krediet voor het mkb door een speciale bank te overbruggen. Omdat noch DNB, de handelsbanken of de regering zich tot aan de crisis aan een dergelijk initiatief wilden binden, bleef het echter bij plannen (De Hen 1980). Dit veranderde door de duur van de depressie, en in 1935 richtte minister van Economische Zaken Gelissen de Maatschappij voor Industriefinanciering (Mavif) op. Door oorzaken die uiteenliepen van een te klein budget tot stringente criteria ter voorkoming van scheve concurrentie speelde dit initiatief bij de beperkte herleving van de economie na 1936 echter geen rol. Vlak na de Tweede Wereldoorlog werd de Herstelbank opgericht, die vanaf 1946 onder garantie van de overheid met succes kapitaal verschafte aan industriële bedrijven. Deze rol werd vanaf eind jaren vijftig door de commerciële banken overgenomen (zie hierna en Posthuma 1955).

Met dit alles veranderde er in het Nederlandse bankenlandschap tot aan de expansie van na de Tweede Wereldoorlog per saldo betrekkelijk weinig. Alleen de groei van de agrarische coöperatieve banken hield aan. De focus van de banken op de behoeften van de binnenlandse economie nam na de revolutionaire veranderingen tot rond 1920 echter weer af. De klachten over het gebrek aan toegang tot de kapitaalmarkt voor vooral kleine en middelgrote ondernemingen namen daarmee ook weer toe. In de loop van de jaren twintig bleek dat de bereidheid van de handelsbanken om industrieel krediet te verschaffen opnieuw nagenoeg verdwenen was. Deels door hun personele banden met de grote handelsbanken hadden de grootste bedrijven daarentegen een onbeperkte toegang tot die markt. Tussen 1925 en 1929 namen Unilever, Shell, Philips en de dan grootste vezelproducent, de Algemene Kunstzijde Unie (de fusieonderneming van de ENKA en de basis voor het latere AKZO), 74 procent van de gehele uitgifte van bedrijfsobligaties voor hun rekening (De Roos en Wieringa 1953: 149).

5.3 HET PERSPECTIEF VAN DE NAOORLOGSE PERIODE

De gebruikelijke vaststelling ten aanzien van economisch- en financieel beleid in Nederland na 1945 is dat dit een afspiegeling vormde van een fundamenteel veranderde blik op de rol van de overheid. In belangrijke mate, en dan vooral ten aanzien van budgettair beleid en sociale zekerheid was dat ook zeker het geval. De crisis en de oorlog hadden niet alleen praktische consequenties gehad die ingrijpen onvermijdelijk hadden gemaakt, maar hadden ook het geloof in de stabiliserende werking van vrijelijk werkende markten en terughoudende overheden ondergraven. Geholpen door een tijdens de oorlog vergrote bureaucratie werd er door West-Europese overheden gepland, genationaliseerd en geïnvesteerd met als doel om de

economische wederopbouw te stimuleren. Tegelijkertijd werd de pensioen-wetgeving verplichtend uitgebreid, werd de verantwoordelijkheid voor werknemersverzekeringen bij de overheid gelegd, werden belastingtarieven progressiever gemaakt en ontstonden collectieve voorzieningen die aanzienlijk verder gingen dan noodhulp. En tot slot trachtte de overheid via budgettair beleid richting te geven aan de economische ontwikkeling, met als doel cyclische schommelingen te dempen.

Uiteindelijk zouden de economische crisis van de vroege jaren tachtig en de daarmee gepaard gaande overheidstekorten leiden tot een kentering in deze ontwikkeling. Door stagflatie bleek vraagsturing via de begroting niet langer stabiliserend te werken – de kern van het probleem bestond uit een lagere productiviteitsgroei en de door hoge loonkosten dalende competitiviteit. Daaraan gerelateerd was ook de verdere expansie van de welvaartsstaat onhoudbaar geworden en werd overheidsregulering in toenemende mate als belemmerend gezien. Bovendien speelden bij de dalende competitiviteit de als gevolg van het gevoerde monetaire beleid sterk stijgende reële wisselkoers, en de energie-intensiteit van de Nederlandse economie ook een rol (Van Zanden 1997: 218-27). Voor de financiële sector start daarmee een omkering in beleid. Die leidt niet alleen tot liberalisatie, maar draagt ook bij aan de internationale vervlechting van financiële stromen en aan de groeiende complexiteit van markten en producten. Vanaf de jaren tachtig ontstaat een samenspel van overheden en internationale markten dat het definitieve einde van het naoorlogse financieel systeem inluidt. Dat geldt niet alleen voor de al eerder (in 1971) onhoudbaar gebleken monetaire coördinatie, maar ook voor het daarmee verbonden protectionisme en voor de regulering van handels- en kapitaalstromen. In samenspel met technologische verandering in ICT en internationaal transport is het resultaat een proces van globalisering. Na de uiteenvallende economische en monetaire coördinatie van het Interbellum en de inhaalgroei van de wederopbouw brengt dat de omvang van handel en investeringen ten opzichte van het binnenlands product in de loop van de jaren tachtig terug tot het niveau van 1913.

Toch zou de suggestie van een scherp contrast tussen de naoorlogse situatie en de dynamiek sinds de jaren tachtig onder invloed van fundamentele beleidswijzigingen juist in het geval van de financiële sector op zijn minst een onvolledig beeld scheppen. Die waarneming gaat bovendien in twee richtingen. Direct na de oorlog is in de ordening van de financiële sector eerder sprake van continuïteit dan van een breukvlak: de scheidslijnen tussen de instituties en hun traditionele marktsegmenten zijn in tact gebleven (Barendregt en Visser 1997). Tegelijkertijd is er al ruim voor de jaren tachtig en de formele beëindiging van het ‘structuurbeleid’ ten aanzien van de financiële sector sprake van vergaande veranderingen in de vorm en het functioneren daarvan. Vanaf de late jaren vijftig verstreken banken middellange investeringskredieten en dat doen ze vooral op basis van verzamelde spaargelden in plaats van obligaties: de koppeling van bedrijfsfinanciering en een

scramble for savings van toenemende arbeidsinkomens is een essentieel onderdeel van de naoorlogse industrialisatie. Bovendien is vanaf de jaren zestig sprake van een hernieuwd concentratieproces, aanvankelijk op grond van binnenlandse schaaloverwegingen en daarna vooral door de openstelling van de Europese markt. En ook technologische veranderingen in betaalsystemen en financieel beheer leidden al eerder tot verandering. Kortom, lang niet alle aspecten van financialisering in Nederland zijn te herleiden tot de zwenking in denken en beleid ruwweg na 1980. Juist over die aspecten gaat dit laatste deel van deze historische beschouwing.

Aan het functioneren van de kapitaalmarkt in de vroege naoorlogse jaren werden vanuit macro-economische overwegingen vergaande beperkingen gesteld. Dat volgde ten eerste uit de gekozen vorm van de geldzuivering, die als gevolg van de door de bezetter opgeblazen geldhoeveelheid noodzakelijk was geworden. De kern daarvan bestond uit het onderbrengen in geblokkeerde rekeningen van het ingeleverde oude geld tegen de nieuwe waarde (in juli en september 1945 waren alle bankbiljetten in twee stappen uit circulatie genomen) en het deblokken daarvan nadat over de tegoeden belasting was betaald. Dat verminderde de geldhoeveelheid met de som van de achterstallige belasting, maakte de geldzuivering rechtvaardiger dan een omwisseling ineens (waarbij de verdeling van bezit tussen geld enerzijds en goederen, aandelen en schuldpapier anderzijds de effecten sterk beïnvloedt) en gaf de economie tijd om het aanbod van goederen te laten stijgen tot het vooroorlogse niveau (Barendregt 1993). Dat alles maakte echter ook dat, om een vlucht in andere activa te voorkomen en de belastingopbrengst veilig te stellen, de kapitaalmarkt en de beurs vergaand aan banden moesten worden gelegd. Die situatie zou duren tot de voltooiing van de deblokkering in 1952. Daarnaast was sprake van juridische maatregelen om tijdens de oorlog in rekeningen achtergebleven, vooral Joodse tegoeden tegen onteigening, te beschermen.

De tweede aanleiding voor het stellen van beperkingen aan het internationale kapitaalverkeer zoals dat samenhang met buitenlandse beleggingen en deviezenhandel kwam voort uit het naoorlogse tekort op de betalingsbalans. Direct na de oorlog werd niet meer dan 37 procent van de import gedekt door de export en besloeg het resulterende tekort op de betalingsbalans 14 tot 15 procent van het bbp (Van Zanden 1997: 174). Die omstandigheid leidde tot de verkoop van buitenlandse effecten, export-bevorderende maatregelen en het afsluiten van kortlopende Amerikaanse leningen. Ook zag de overheid aanleiding tot beperkende maatregelen ten aanzien van de kapitaaluitvoer. Zonder deze maatregelen zou het dollartekort oplopen en de economie worden afgeremd. Vanaf 1948 werd de druk verlicht door de Marshall hulp (die gemiddeld vijf procentpunten van het bbp-saldo zou opvangen), gevolgd door devaluatie. Als consequentie van de koppeling aan de dollar binnen het Bretton-Woods systeem en het tot op zekere hoogte willen voeren van een zelfstandig monetair beleid (tot de D-mark koppeling) zouden deze beperkingen een meer permanente vorm krijgen. Het monetair trilemma maakt vrijheid

van kapitaalverkeer onder die condities immers niet mogelijk: zelfstandig monetair beleid, een vaste wisselkoers en vrij kapitaalverkeer kunnen wel per twee maar niet tegelijk bestaan. Ook kunnen diezelfde beperkingen gezien worden als een reactie op de effecten van de kapitaalbewegingen van de jaren dertig. Niettemin vormen ze in de eerste jaren vooral een praktisch antwoord. Tot in de jaren zeventig houden zich bij DNB met de handhaving ervan honderden mensen bezig.

Tot slot werden, in weerwil van de traditioneel hoge spaarquote die later de drijvende kracht achter hernieuwde kapitaalexporten zou worden, de naoorlogse jaren gekenmerkt door een extreme kapitaalschaarste. Tegenover beperkte besparingen stond een grote kapitaalbehoefte van de overheid om het tekort te financieren, de schuld te consolideren en voor de reconstructie noodzakelijke uitgaven te doen. Het was deze vrees voor tekortschietende besparingen die bijvoorbeeld in de allereerste publicaties van het CPB een centrale plaats innamen (Passenier 1994). Vooral het inflatoire effect van de kortlopende schuld op de rente werd daarbij gevreesd. Binnen het 'goedkoop geld beleid' dat hierop van overheidswege de reactie vormde werd de kredietverlening gerantsoeneerd. Banken moesten vooraf toestemming vragen voor krediet hoger dan 50000 gulden en DNB moest erop toezien dat alleen leningen 'die essentieel waren voor de wederopbouw' werden verstrekt. Daarnaast konden houders van geblokkeerde tegoeden obligaties kopen met een rentevergoeding van 3 procent (Van Zanden 1997b, 178). Door de particuliere kredietvraag te rantsoeneren wist de overheid aldus de kapitaalmarkt te sturen. Het feit dat rentestijgingen uitbleven was aanvankelijk dan ook het resultaat van die vorm van 'financiële repressie'.

5.4 DE GOUDEN JAREN EN DE FINANCIËLE SECTOR

Vier ontwikkelingen zorgden ervoor dat in deze naoorlogse omstandigheden veranderingen optraden die de vorm en het functioneren van de financiële sector al voor de jaren tachtig vergaand zouden beïnvloeden: de spectaculaire groei van de economie en het effect daarvan op de omvang en spreiding van de besparingen, een proces van internationalisering dat in deze fase vooral nog bestond uit de totstandkoming van de Europese gemeenschappelijke markt, de in Nederland sterke institutionalisering van vermogensopbouw, en het effect van technologische verandering op de geautomatiseerde verwerking van financiële diensten. De met inflatie gepaard gaande groeivertraging van de jaren zeventig voegde aan die ontwikkeling nog een verdere wending toe.

Ondanks de vergaande beleidsingrepen zette de eerste van die ontwikkelingen – de sterke economische groei – al voor 1950 in. De industriële productie verdubbelde vanaf eind 1945 in twee jaar en lag al in 1950 40 procent boven het niveau van voor de oorlog. In 1948 passeerde het bbp dat van 1939 en in 1950 gebeurde datzelfde met het inkomen per hoofd. Door de aard van de maatregelen, maar ook

omdat dit als een voorwaarde voor de Marshallhulp gesteld was, werd de economie vanaf 1950 bovendien geliberaliseerd. Het distributiestelsel werd opgeheven, prijscontroles werden beperkt, een groot deel van de import werd vrijgegeven en restricties op kredietverlening werden teruggeschoefd. Door teruglopende uitgaven aan de wederopbouw en de erkenning van de Indonesische onafhankelijkheid daalde het tekort van de overheid en daarmee de druk op binnenlandse vraag naar kapitaal. Toch was de groei van de productie tot aan de jaren vijftig letterlijk een kwestie van herstel, zoals uit de geciteerde cijfers ook blijkt. In Nederland en elders begint pas daarna een periode van hernieuwde industrialisatie die tot de oliecrisis van 1973 zal duren. Het zijn deze jaren die internationaal gelden als *golden years* of de *vingt glorieuses*. Met een groei van 5 procent per jaar verdrievoudigt in Nederland het binnenlands product en verdubbelt het inkomen per hoofd van de bevolking terwijl de werkloosheid tot minder dan 2 procent terugvalt (waarmee de vraag naar arbeid effectief het aanbod overtreft). De oorzaken van die groei liggen in belangrijke mate in de groei van de wereldeconomie en een verkleining van het gat in de arbeidsproductiviteit ten opzichte van de VS, voornamelijk door middel van een vergrote kapitaalintensiteit (aangeduid als *catch-up*). Daarbij is Nederland aanvankelijk vooral succesvol door lage kosten als gevolg van de volgehouden loonmatiging. Op basis van een sterke productiviteitsgroei en een beperkte kostenstijging in ruil voor geloofwaardige afspraken over de bedrijfsinvesteringen groeit vooral de export sterk, gemiddeld 13 procent per jaar in de jaren vijftig en 8 procent daarna (Van Ark *et al.* 1996: 305). De balansproblemen van de jaren veertig zijn dan voltooid verleden tijd.

Deze spectaculaire groei had langs verschillende wegen invloed op het functioneren van de financiële sector. Door de beperkende maatregelen en voorzetting van het traditionele interne bankbeleid in de eerste jaren kwam die invloed echter pas in de jaren vijftig daadwerkelijk op gang. Direct na de oorlog bevonden de banken zich in een extreem liquide positie, iets waaraan het beschreven monetair beleid van Liefstinck weinig veranderde. Alleen door de fiscale afdrachten over geblokkeerde vermogens wijzigde het beeld geleidelijk. Omdat ook vele niet-financiële bedrijven door de vergrote geldhoeveelheid liquide uit de oorlog waren gekomen bestond er echter weinig vraag naar handelskrediet. Ook de beperkte export voegde daar weinig aan toe. Aangezien de banken nog altijd weinig voelden voor het verstrekken van investeringskrediet met een langere horizon (de eerder beschreven Herstelbank nam aanvankelijk ook die functie op zich), bleef er weinig anders over dan te investeren in publieke schuld. Pas in 1954 zou de omvang van het bankkrediet weer het niveau van voor de oorlog bereiken. En het duurde tot 1956 alvorens de private sector de overheid in de kredietportfolio's van de banken passeerde (Barendregt en Visser 1997: 170). In het effect dat deze ontwikkeling samen met de officiële beperkingen aan de kredietfunctie oplegde was Nederland uitzonderlijk. In geen van de 14 meest prominente OESO landen behalve Japan is de naoorlogse terugval in de verhouding tussen leningen en het bbp zo sterk (zie

figuur 5.1 hierna). Zelfs de specifiek op krediet aan het mkb gerichte Nederlandsche Middenstandbank (het product van de steunoperatie en reorganisatie in 1925) verleende slechts middellang krediet aan kleinere bedrijven als daar een overheids-garantie tegenover stond. Kortom, ook de risicoverdeling van het krediet was uitzonderlijk: het bedrijfskrediet van de jaren vijftig leunde direct of indirect in sterke mate op de overheid.

Net als in de jaren voor de Eerste Wereldoorlog veranderde die situatie onder invloed van de investeringsvraag. Maar ditmaal zou ook de groei van arbeidsinkomens en het effect daarvan op de private besparingen een grote rol spelen. In de loop van de jaren vijftig werd duidelijk dat de Herstelbank en de 1951 opgerichte Export Financieringsmaatschappij niet langer in staat waren om aan totale vraag naar investeringskrediet te voldoen. Toen door de definitieve deblokkering de beperkingen aan de uitgifte van aandelen en obligaties vervielen, vulden de banken dit tekort aan middellange bedrijfsfinanciering eerst aan via dochterondernemingen. Maar omdat die zich moesten financieren met de uitgifte van relatief dure obligaties namen de banken die taak uiteindelijk zelf ter hand. Zij maakten daarbij gebruik van hun goedkopere deposito's als basis – de aanhoudende groei van de economie had de risicoperceptie vergaand veranderd. Omdat met die stap wel de termijnstructuur van leningen veranderde maakte dit het echter ook noodzakelijk om meer besparingen aan te trekken; langere financiering maakte een bredere dekking noodzakelijk. Daar waren bovendien nog andere redenen voor. De inflatie en de loonstijgingen vanaf het midden van de jaren zestig vergrootten het nominaal bbp en de geldhoeveelheid, en zetten daarmee de balansen van de banken bij DNB onder druk. En de nog altijd relatief strikte kredietregels dwongen tot het versterkt aanhouden van deposito's of aandelenkapitaal en wekten zo de dorst naar besparingen op. En tot slot maakte de aanhoudende groei in de arbeidsinkomens de bredere bevolking op zichzelf interessant als potentiële klantenkring.

Dat alles vormde voor de banken een sterke prikkel tot het ontwikkelen van een netwerk van kantoren en het vergroten van de activiteiten in *retail banking* in het algemeen. Naarmate de omvang van de bedrijfsinvesteringen toenam en het relatief meer moeite kostte om deposito's bijeen te brengen, werd het succes daarbij steeds meer afhankelijk van het aanbieden van nieuwe diensten. Die ontwikkeling sloot op zijn beurt weer aan bij het ontginnen van de consumentenmarkt. Een aantal banken was daar in de jaren vijftig al voorzichtig mee begonnen, maar met name vanaf het midden van de jaren zestig brak die ontwikkeling door. Het belangrijkste daarbij was het mogelijk maken van salarisbetalingen op rekening (hetgeen mogelijk was door de nog te bespreken voortgang in de automatisering). Dat nam niet alleen de kosten weg van het uitbetalen van lonen in munt en papier, maar zette een groot volume aan betalingen en contant geld in banktegoeden om. Daarnaast begaven de banken zich op de markt voor hypotheekleningen (daarvoor het terrein van hypotheekbanken) en consumentenkrediet, en begonnen ze in 1967 met

het betalen van rente op opneembare tegoeden. Om klanten te trekken van de postgirodienst werd ook het gebruik van door de bank gegarandeerde cheques mogelijk gemaakt. In 1974 kwamen Eurocheques in gebruik waarmee directe betalingen in het buitenland mogelijk werden.

Het gevolg van deze concurrentieslag was dat de commerciële banken zich op het hoogtepunt van de industrialisatie structureel en uit eigen beweging met bedrijfsfinanciering bezig gingen houden, maar ook dat het aanbod van overige diensten diversifieerde. De druk op het achterliggende mechanisme (de competitie om deposito's) werd daarbij bovendien nog versterkt door twee andere factoren. Door het uiteenvallen van de gecoördineerde loonmatiging in de loop van de jaren zestig nam de vraag naar externe financiering toe. Tot dan hadden de bedrijven uitbreiding voornamelijk door herinvestering uit winsten gefinancierd, maar nu die door een stijgende arbeidsinkomensquote en hogere sociale zekerheidspremies onder druk kwamen te staan, veranderde dat. Meer algemeen reageerde de Nederlandse samenleving – burgers, bedrijven en overheid – op de trage groei van begin jaren zeventig door te trachten om met geleend geld door de recessie heen te komen (Van Zanden 1997a: 227-8). Gegeven de relatief hoge inflatie vormde de lage reële rente hiertoe een prikkel. Zo sterk was deze reactie dat die leidde tot een in comparatieve zin sterke stijging in de verhouding tussen krediet en het bbp (zie ook figuur 5.1). Hier ligt het begin van een procyclische gevoeligheid van de Nederlandse economie voor het niveau van de rente. Na de wending naar een restrictief monetair beleid in de VS vanaf 1979 werd die gevoeligheid scherp duidelijk. Met sterk stijgende internationale rentevoeten en lagere inflatie werd lenen aanzienlijk duurder en krompen de bestedingen. Daarnaast was door de groei van de sociale zekerheid en de uitbouw van het kapitaalgedekte pensioenstelsel in Nederland sprake van sterk geïnstitutionaliseerde fondsvorming en vermogensopbouw. De 'lange balansen' van de welvaartsstaat namen aldus besparingen uit de markt waardoor banken zich deels anders – vermoedelijk meer risicovol – moesten financieren. De prominente rol die vooral pensioenfondsen in die ontwikkeling speelden wordt geïllustreerd door het feit dat de investeringen uit die bron toenamen van 18 procent van het nationaal inkomen in 1951 naar meer dan 80 procent in de jaren tachtig (Barendregt en Visser 1997: 167).

Voor een laatste draai in deze ontwikkeling zorgde opnieuw de groeivertraging van de jaren zeventig, en wel langs twee wegen. Ten eerste: onder invloed van de scherp toenemende arbeidsinkomensquote was de vraag naar industriefinanciering aanvankelijk nog gestegen. Maar toen bleek dat de daling in de groei structureel was en daarbij vooral de industrie getroffen werd, nam de vraag naar het type bedrijfskrediet dat vanaf de jaren vijftig tot ontwikkeling was gekomen sterk af. Daarmee werd zowel de omvang van deze markt als een specifieke activiteit in de financiële sector getroffen. Die dalende investeringsvraag gold ook in bredere zin. De investeringsquote daalde van 28 procent van het bbp in 1970 in tien jaar tijd

naar rond 22 procent en sinds het eind van de jaren tachtig is sprake van een verdere daling tot rond 18 procent nu (CBS Statline). Met name grotere bedrijven doen daarbij een steeds kleiner beroep op geleend vermogen. Bij de Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen daalde het relatieve aandeel daarvan op de balans gemiddeld van rond 60 procent halverwege de jaren zeventig, tot 40 procent in de jaren voor de financiële crisis van 2008. Met name nu de dotcom crisis aan het begin van de jaren 2000 had hierin een scherpe daling op (Westerhuis en De Jong 2015). Tegen de achtergrond van de grotere vrijheid in kapitaalverkeer zoals die met het einde aan Bretton Woods op gang kwam, leidde deze verschuiving in de vraag naar binnenlandse bedrijfsfinanciering vanaf de tweede helft van de jaren zeventig tot een gewijzigde marktorientatie. Hoewel bij een gesloten Oostblok en een lage groei in brede delen van de wereldeconomie de opties nog beperkt waren verschoof de aandacht naar internationale activiteiten. De geleidelijke integratie van de Europese markt en de handelsfinanciering die daarmee samenging droegen daaraan verder bij.

Tot slot had ook de structureel hoge inflatie van de jaren zeventig blijvende gevolgen. Doordat deze de reële inkomsten uit deposito's verlaagde ontstond er druk op de rendementen. Deposito's werden op grote schaal opgenomen en ondergebracht bij beleggingsfondsen. Omdat banken in de meeste landen gebonden waren aan regels ten aanzien van de rente waartegen uitgezet kon worden leidde dit tot druk op het traditionele bedrijfsmodel, aangezien de tussenliggende marges hierdoor daalden. Die ontwikkeling vormde de aanleiding om tegelijkertijd deregulering en hogere rendementen na te streven, met de bijbehorende risico's (Admati en Hellwig 2014: 53-4). In Nederland droeg de vanaf de jaren tachtig nagestreefde vroegere uittreding hieraan verder bij. Doordat via de pensioenpremies een groter deel van de besparingen uit de markt werd genomen, werd deze prikkel verder versterkt.

5.5 CONCENTRATIE EN INTERNATIONALISERING

Al deze ontwikkelingen samen maakten dat tussen de late jaren vijftig en de industriële groeivertraging van de jaren zeventig het Nederlandse bankenlandschap op een ingrijpende manier veranderde. Er deed zich een verbreding voor in de producten en de functies van de commerciële banken, die daarmee de concurrentie met spaar- en hypotheekbanken aangingen. Het gevolg was dat de traditionele grenzen tussen de werkgebieden van deze verschillende typen banken vervaagden. De functie van de spaarbanken (inclusief de Rijkspostspaarbank (RPS), die de toegang tot de postkantoren als belangrijk voordeel had) bestond uit het aanbieden van spaar- en rekeningfaciliteiten, waarbij investeringen en kredietactiviteiten vergaand beperkt werd door de aanspraken op de balans. De Duitse lokale *Sparkassen* die, anders dan in Nederland, door hun sterke regionale wortels het proces van concentratie zouden overleven, functioneren nog altijd op deze manier. Veelal

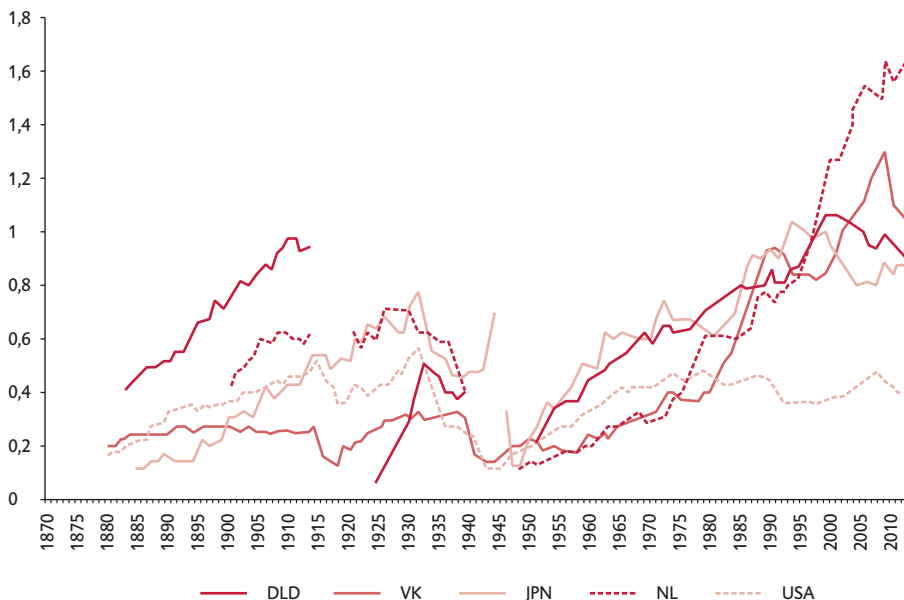
vormgegeven als stichtingen gedroegen de Nederlandse spaarbanken zich feitelijk als institutionele beleggers die, omdat ze geen winsttoogmerk hadden, ook vrijgesteld waren van winstbelasting. Hierdoor waren ze echter ook onderworpen aan strikte regels. Specifiek was bedrijfsfinanciering door gemengd bankieren verboden terrein. Bovendien betekende de concurrentie vanuit de grote banken dat deze effectief het niveau van de spaarrente bepaalden. In reactie poogden de spaarbanken om een vergelijkbaar pakket aan consumentendiensten aan te bieden. Eerst gebeurde dat nog op bescheiden schaal door spaarrekeningen in te zetten voor het voldoen van belastingen en nutsvoorzieningen en het uitbetalen van pensioenen, maar al spoedig functioneerden die als volledige betaalrekeningen. Met de afgesloten toegang tot bedrijfsfinanciering begaven de spaarbanken zich daarnaast ook op het terrein van de hypotheke.

Per saldo waren het echter de commerciële banken die terrein veroverden. Van niet meer dan 1 procent van de totale markt voor spaartegoeden in 1950 nam hun aandeel daarin toe tot 28 procent in 1980. Daartegenover halveerde dat van de spaarbanken en de RPS van 61 naar 32 procent (Bosman 1989). Nog pijnlijker was dit proces voor de hypotheekbanken. Deze hadden te maken met de achterhaalde regels van een gecompartmentaliseerde markt (zoals het verbod om, gezien hun functie, besparingen korter dan twee jaar aan te trekken en daarmee lang te financieren). Bovendien ontbeerden zij de voordelen van het rekeningstelsel van de spaarbanken. Met een stagnerende vastgoedmarkt zouden ze in de vroege jaren tachtig geen van alle nog een zelfstandige positie over hebben – ook bijvoorbeeld de nog onder die naam opererende Westland-Utrecht Hypotheekbank is onderdeel van ING. Tegelijk maakte dit dat de grote banken zelf ook verandering ondergingen. Zoals we zullen zien ontstond door fusies tussen met name banken en verzekeraars een nieuwe concentratie, waarbij nutsinstellingen zoals de agrarische coöperaties en de RPS uiteindelijk opgingen in nieuwe private systeembanken, die met uitzondering van Rabo door publiek verhandelbare aandelen gefinancierd worden.

De belangrijkste gevolgen van deze stille bankrevolutie van de jaren zestig tot en met tachtig waren drieledig. Ten eerste nam de kredietfunctie van het bankwezen sterk toe. Zoals we zagen was het Nederlandse bankwezen na de oorlog om uiteenlopende redenen – van geldzuivering tot een geïnstitutionaliseerde risicoperceptie en taakopvatting – opnieuw teruggekeerd naar een vergelijkenderwijs sterk restrictief kredietbeleid. Vanaf het begin van de jaren zeventig kwam echter een zeer sterke inhaalbeweging op gang. Uit figuur 5.1 blijkt dat de relatieve omvang van bankleningen tot de groeivertraging na 1970 kleiner was dan die in Duitsland, Frankrijk en de VS. Maar hierop volgde een groei die na 1994 zelfs die in het VK overtrof. Deze groeispurt is vanaf de jaren negentig het sterkst, maar gegeven het lage Nederlandse startpunt was ook de voorafgaande ontwikkeling opmerkelijk. Die verhoudt zich moeizaam tot het idee dat alle veranderingen die vorm gaven aan het proces van financialisering pas daarna door een expliciete beleidszwenking

in gang werden gezet. Wel verschoof – naast de omvang – de samenstelling van de kredietportefeuilles sindsdien sterk in de richting van internationale interbancaire activiteiten, hypotheekleningen en consumptief krediet.

Figuur 5.1 De vergelijkende ontwikkeling in de omvang van bankleningen ten opzichte van het bbp, 1870-2012



Bron: Jordà, Schularick en Taylor (2014); bewerking van ter beschikking gestelde data.

Het tweede gevolg was vooral door het omvattende karakter daarvan eveneens kenmerkend voor Nederland: het verdwijnen van kleine banken met een regionale binding, marktgerichte of nutsfunctie – van de RPS tot de agrarische coöperaties. Daarachter ging tot slot een derde dynamiek schuil: een proces van vergaande schaalvergroting. Anders dan in vooral grotere Europese landen stond er in Nederland tegenover een gedepolitiseerd structuurbeleid geen actieve steun voor het behoud van een gedifferentieerde bankstructuur gericht op de binnenlandse economie. Met een grotere vrijheid voor de commerciële banken schied de lang op compartmentalisering gerichte regulering in feite een ongelijk speelveld. Latere liberalisering veranderde daarbij niets meer aan de voldongen feiten van het ontstane bankenlandschap. Impliciet werden de daarmee opgebouwde systeemrisico's en het verlies aan diversificatie niet als problemen ervaren. De universele banken die overbleven – inmiddels niet meer dan vier – zijn internationaal gericht en binnen de Nederlandse verhoudingen *too big to fail*. Hoewel vergaand veranderd in

termen van omvang en producten vertoont het Nederlandse bankenlandschap daarmee structuurkenmerken zoals die ook voorafgaand aan de industrialisatie bestonden.

Dat proces van schaalvergroting en concentratie was pas halverwege de jaren zestig op gang gekomen. Hoewel het aantal banken sinds het einde van de oorlog langzaam was gedaald, waren van de vooroorlogse grote spelers alleen de Amsterdamse Bank en de Incasso Bank in 1948 gefuseerd. De groeiende vraag naar langere investeringskredieten en het bijeenbrengen van de daarvoor benodigde deposito's versnelde die ontwikkeling. Daaraan gaf het begin van de Europese interne markt vanaf 1958 een extra impuls. Net als in de jaren na 1890 volgden de banken de reële economie, met verstrekkende gevolgen voor de financiële sector. Het volume aan uitstaand middellang-termijn krediet groeide van 114 miljoen gulden in 1960 naar 5513 miljoen gulden in 1970 – bedragen die gelijk stonden aan 0.6 en 9.4 procent van het bbp (Hoffmann 1971; CBS Statline). In 1964 leidde de druk op de schaal van bancaire activiteit tot het samengaan van de Amsterdamsche en de Rotterdamsche Bank en van de NHM en de Twentsche Bank, met als resultaat de Amsterdam-Rotterdam Bank (AMRO) en de Algemene Bank Nederland (ABN). In 1967 ging de Hollandse Bankunie op in ABN, in 1975 gevolgd door de verdere overname van de handelsbank Pierson en Heldring door AMRO, en van Mees en Hope door ABN (in 1997 als Mees-Pierson verkocht aan Fortis). Om de concurrentie aan te kunnen gingen ook kleinere banken onderlinge fusies aan of zochten ze aansluiting bij de grotere spelers. De belangrijkste ontwikkelingen in dit verband waren het in 1972 samengaan van de katholieke en protestante koepels van agrarische coöperaties in Rabo en het fuseren van diverse spaarbanken en verzekeraars tot eenheden die tijdens de tweede fusiegolf vanaf eind jaren tachtig weer zouden opgaan in SNS, VSB en Fortis. Per saldo leidde dat alles tot een sterke reductie van het aantal banken, waarbij de slag met name buiten de Randstad viel. Van de 126 banken die in 1946 bestonden en waarvan het hoofdkantoor niet in Amsterdam of Rotterdam gevestigd was, waren er in 1985 nog slechts 17 als zelfstandig bedrijf over (Van der Werf 1988).

Naast de zelfstandige effecten van de economische groei was de factor die aan dit proces het sterkst een impuls gaf dat van de internationalisering van de reële economie en van de financiële dienstverlening zelf. Het startschot wordt gegeven in 1958 met het in werking treden van het Verdrag van Rome en de daarop volgende geleidelijke totstandkoming van de Europese gemeenschappelijke markt. Die leidt niet alleen tot een versterkte groei in de afzet van bedrijven, maar ook tot een vergrote toegang tot internationale geld- en kapitaalmarkten. Daartoe dragen ook het ontstaan van de Eurobond en Eurodollar markten en de vorming van het ERM (in 1979) in reactie op het einde aan de goud-inwisselbaarheid van de dollar bij.⁵ Met de geleidelijke toename in de vrijheid van kapitaalverkeer waarvoor Nederland al ruim voor de jaren tachtig ijvert, ontstaat echter ook tot een vergrote mate van concurrentie. Het is deze combinatie van een toenemende internationale oriënta-

tie en concurrentie, en de conclusies die daaruit in beleid en bedrijfsstrategie al ruim voor de jaren tachtig worden getrokken, die binnenlandse bedrijfsfinanciering als het dominante mechanisme achter de ontwikkeling van de financiële sector zou afllossen. Ook het groeiende spaaroverschot en de daaruit resulterende kapitaalexport vanuit in hun beleggingen geliberaliseerde pensioenfondsen droeg aan die verandering bij. In het geval van Nederland was daarmee tot op zekere hoogte sprake van een terugkeer naar de situatie ten tijde van de eerste globalisering tussen 1870 en 1913. Pas met de sterke groei van de investeringen vanaf de jaren 1890 wist de binnenlandse vraag naar kapitaal daarop in te snijden en was een meer hybride situatie ontstaan.

De bredere internationale oriëntatie van banken uitte zich ook in meer transnationale samenwerking. Er vormden zich bijvoorbeeld internationale bankconsortia bij het verstrekken van leningen aan multinationale ondernemingen en ontwikkelingslanden (dat laatste in het Nederlandse geval in mindere mate).⁶ De oliecrisis van 1973, die er voor zorgde dat olie-exporterende landen omvangrijke financiële overschotten in handen kregen, stimuleerde dit patroon verder. Deze losse vormen van samenwerking leidden echter tot een gebrek aan risicobeheer en praktische problemen in de bedrijfsvoering. Bij de overvloed aan plaatsbaar kapitaal had dat overwaardering tot gevolg die in de financiële crisis van de vroege jaren tachtig tot uiting kwam. Dat maakte dat, als onderdeel van de internationalisering in bancaire activiteiten, bedrijfsstrategieën verschoven in de richting van fusies en overnames. In Europa werd die ontwikkeling kracht bijgezet door de politiek, die de evolutie in de richting van geïntegreerde markt voor financiële diensten ondersteunde.⁷ Dat leidde dan ook tot een breed proces van transnationale fusies en overnames.

Tegen die achtergrond raakten de Nederlandse financiële instellingen ervan overtuigd dat niet alleen voor de kleinere banken maar zelfs voor de groten schaalvergroting de enige optie was om in de internationaliseringsslag overeind te kunnen blijven. De overname van banken als Slavenburg (met 70 kantoren) en NCB (door *Crédit Lyonnais* en *Chase Manhattan* in 1980 en 1984, waarbij ook de laatste in 1987 naar CL ging) scherpte dat inzicht verder aan. Na een aantal minder geslaagde pogingen om zelf transnationale overnames te doen of fusies aan te gaan (zoals die tussen AMRO en de Belgische Generale Bank), begonnen Nederlandse banken naar elkaar, maar vooral ook naar de kapitaalkrachtige verzekeringsbedrijven te kijken. Een belangrijke belemmering daarbij was het nog op de naoorlogse verdeelde markt gerichte verbod op fusies tussen banken en verzekeraars. Met de opheffing daarvan verdween de laatste demarcatielijn in het naoorlogse bankenlandschap.

Een nieuwe fusieslag volgde dan ook vanaf het eind van de jaren tachtig. Daarvan had de totstandkoming van ING in 1991 de meeste voeten in de aarde (en de meest verreichende bredere gevolgen). Het ging hier immers om de omzetting van nog altijd publieke instellingen in een private bank met een volledig dienstenpakket. Hoewel de Postcheque- en Girodienst (PCGD) en de RPS een voorsprong hadden opgebouwd door automatisering en door het bieden van moderne betaalfaciliteiten vanaf de jaren zestig, was het beide niet toegestaan om een volledig pakket aan *retail* diensten te leveren. Tot 1970 was ook het aanbieden van rente op betaalrekeningen verboden, en tot 1982 mocht niet worden gehandeld in buitenlandse valuta. Na de opheffing van deze obstakels fuseerde in 1986 de PCGD (betalen) met de RPS (sparen) tot Postbank, in 1989 gevolgd door samenvoeging met de NMB. En tot slot kwam door de fusie tussen Postbank en verzekeraar Nationale Nederlanden in 1991 ING tot stand.⁸ In de bredere markt fuseerden een jaar eerder al VSB (dat weer het product was van spaarbanken uit Rotterdam en Breda), verzekeraar AMEV en de Belgische AG groep tot Fortis. En in 1991 ontstond uit de aparte onderdelen ABN-AMRO. Daarnaast deden de banken internationale overnames en zetten zij buitenlandse vestigingen op. Het voorlopige eindresultaat na de financiële crisis van 2008 is dat alle voormalige grote commerciële banken sinds 1948 zijn opgegaan in ABN-AMRO, terwijl de andere drie overgebleven systeembanken (na de ondergang van Fortis) de erfopvolgers zijn van de agrarische coöperaties (Rabo), de naoorlogse publieke nutsdiensten (ING) en een conglomeraat van lokale spaarbanken en verzekeraars (SNS).⁹

De invloed van internationalisering gold daarnaast niet alleen de banken maar ook de beurs. Hoewel Nederlandse bedrijven en nutsinstellingen al vanaf eind negentiende eeuw tot plaatsingen op de Londense beurs overgaan, zijn aandelenmarkten tot aan de jaren zeventig wereldwijd vooral op de nationale economieën gericht. Dat veranderde door de sterke toename van internationale financiële stromen, technologische ontwikkelingen op het gebied van telecom en ICT, de uitvinding van nieuwe financiële producten (zoals derivaten) en de sterke groei van institutionele investeerders. In een hoog tempo werden beurzen knooppunten en stuwende krachten in een internationaal financieel systeem. Ook de Nederlandse beurzen kregen hiermee te maken. In 1974 gingen de Rotterdamse en Haagse beurzen op in de Amsterdamse beurs en vormden samen de Amsterdam Stock Exchange. Die was in de jaren tachtig in een goede positie om de internationale concurrentie aan te gaan. Tussen 1980 en 1988 groeiden de transactievolumes sterk, werden internationale banken actief (met name Amerikaanse investeringsbanken) en trok de beurs internationale bedrijven aan. De Amsterdamse beurs kon echter de groei van andere belangrijke beurzen niet bijhouden (met name die van New York en Londen) en ging uiteindelijk in 2000 samen met de beurzen van Parijs en Brussel op in Euronext.

Box 4 Technologische ontwikkeling als factor op de achtergrond

De factor op de achtergrond bij de totstandkoming van de bankrevolutie zoals we die aan de hand van de belangrijkste binnenlandse fusies tussen 1964 en 1991 kunnen plaatsen is die van de technologische verandering. Vanaf het einde van de Tweede Wereldoorlog kreeg een steeds groter deel van de bevolking te maken met financiële dienstverlening van banken. Met de stijging van de algemene welvaart en de reële lonen deden steeds meer mensen en bedrijven een beroep op bancaire dienstverlening. Dat alles was alleen mogelijk door technologische vooruitgang, al ruim voor de komst van ICT. Salarisrekeningen, girobetaalkaarten en betaalcheques werden geïntroduceerd en vooral automatisering was cruciaal voor de verwerking van het groeiende girale geldverkeer (Van der Lugt 1999). De sterkste bedrijfseconomische invloed ging daarbij uit van de systemen voor de verwerking van betaalopdrachten. In de naoorlogse periode werd het geldverkeer door van vijf van zulke systemen afgewikkeld. Al vanaf 1937 waren pogingen waren ondernomen om door middel van een bankgirosysteem een goedkoper en sneller alternatief te ontwikkelen voor betalingen door middel van cheques. Met nog 25 clearing banken leverde dat echter nog nauwelijks tijd- of kostenvoordelen op. Na de oorlog hielden de verschillende partijen lang vast aan hun eigen systemen op grond van de koppeling tussen het verrichten van betalingen en het hebben van een rekening bij een specifieke instelling (Wolf 1983). Dat was vanaf de jaren zestig vooral het geval bij de Postcheque- en Girodienst, die door vroegtijdig gebruik van automatisch verwerkbaar, voorbewerkte girokaarten zowel kosten wist te besparen als toegevoegd gemak wist te leveren. Het aantal rekeninghouders van de PCGD groeide dan ook in tien jaar tijd van minder dan 800 duizend in 1960 naar 2.25 miljoen. In reactie werd in 1967 de BankGiroCentrale opgericht die het verkeer van de commerciële banken, de coöperaties en (na 1969) de spaarbanken afwikkelde. Inmiddels was de duur van het hele proces van afwikkeling teruggebracht tot een dag. De kosten van de systemen werden gedragen uit de rente op de uitstaande bedragen en bij aanvang was de concurrentieslag zo hevig dat de banken de PCGD volgden in het verstrekken van portovrije enveloppen. De groeiende kosten van de systemen en dalende opbrengsten van een steeds sneller verkeer leidden er echter toe dat juist de kostenfactor voor veel kleine banken de reden vormde om zich begin jaren negentig uit de retail markt terug te trekken. Door de daaropvolgende komst van ICT (dat de kosten van een betaalsysteem decimeerde) is dit een voorbeeld van een tijd-specifieke prikkel met structurele consequenties. Inmiddels leiden de sterk stijgende kosten van het beveiligen van elektronische bankdiensten daarin weer tot een bijstelling. Met de omvorming van ING tot een volledig geprivatiseerde bank en de komst van de ICT-revolutie zijn de twee overblijvende systemen (Postbank en BGC) vanaf de late jaren negentig volledig geharmoniseerd. Naast deze *back-office* revolutie leidde de vraag naar deposito's en consumentendiensten vanaf het midden van de jaren zestig ook tot een sterke prikkel voor het ontwikkelen van netwerken en het openen van branchekantoren (om zo via betaalrekeningen deposito's aan te trekken). Met de komst van het elektronisch bankieren en dienstverlening op afstand keert die ontwikkeling zich weer. Door de verlaging van de transactie- en informatiekosten en de vergrote mate van arbitrage is bovendien de oriëntatie op internationale rendementen sterk toegenomen.

5.6 HET HUIDIGE BANKENLANDSCHAP ALS BELEIDSERFENIS

Samenvattend is al ruim voor de jaren die we gewoonlijk identificeren met de globalisering van financiële markten en de financialisering van economie en samenleving sprake van fundamentele verandering in de vormen en functies van de financiële sector. Lang voordat bedrijfsfinanciering een sturende invloed op *corporate governance* krijgt en de waarderingsvraagstukken rond securitisatie risico en prijzen uiteen doet drijven, vindt een stille revolutie plaats waarvan de effecten nauwelijks als een publiek vraagstuk worden opgevat. Juist in Nederland is daarbij sprake van een vroegtijdige ontwikkeling in de richting van vergaande concentra-

tie en schaalvergroting. Deze strategieën vinden plaats binnen een model van universeel bankieren dat nutsfuncties eerst aan lange bedrijfsfinanciering en later aan internationale en interbancaire activa koppelt. Sterke naoorlogse economische groei en technologische verandering doen zich als drijvende krachten daarin ook elders voor, maar het zijn openheid, relatieve omvang, beleidsopvattingen, institutionele factoren en het spaaroverschot als product van de exportgroei die Nederland daarin voorop doen lopen – en kwetsbaar maken.

In het verlengde hiervan worden onder druk van de toenemende competitie voor deposito's vanaf de jaren zestig de demarcatielijnen tussen de verschillende marktsegmenten feitelijk geslecht. Juist door vast te houden aan de notie van het voorkomen van ongelijke concurrentie in een nog gesegmenteerde markt draagt de regulering daaraan bij. Het gevolg was een eerste golf aan fusies vanaf 1964. Een tweede golf, ditmaal actief begeleid door beleid zoals dat vooral onder invloed van Europese ontwikkelingen door de toezichthouder en de sector zelf werd ingefluisterd, zette vanaf de late jaren tachtig in en bereikte in 1991 zijn hoogtepunt met de totstandkoming van ABN-AMRO en ING. Daarbij hadden het opheffen van het verbod op fusies tussen banken en verzekeraars en de voor de privatisering van de Postbank noodzakelijke verwijdering van de schotten tussen publieke en private bankfuncties de meest verreikende consequenties. In getalsmatig opzicht was vooral het verdwijnen van het netwerk van zelfstandige spaarbanken van belang. Van de 266 zoals die in 1960 bestonden waren er eind jaren tachtig nog slechts enkele over – bovenregionale koepels die in SNS op zouden gaan, en de VSB die de basis voor Fortis zou vormen (Barendregt en Visser 1997: 177).

Lange tijd werden de effecten van de tweede concentratiegolf vooral gezien in termen van de groei van de financiële sector zelf en het belang daarvan voor werkgelegenheid en welvaart. Het is de financiële crisis geweest die dat perspectief heeft bijgesteld. Niet alleen stabiliteitsrisico's maar ook de primaire rol van de financiële sector als dienstverlener aan de reële economie vraagt daarbij om aandacht. De concentratie in vier systeembanken zoals die na de ondergang van Fortis is overgebleven vergroot op meerdere manieren de financiële kwetsbaarheid. Dat is in de eerste plaats het gevolg van *too big to fail*, de implicaties daarvan voor de rol van de overheid en de gevolgen daar weer van voor *moral hazard*. Dat geldt niet alleen het risicoprofiel van bankportfolio's maar schept ook een zelfbevestigende prikkel voor schaalvergroting en leidt tot impliciete subsidies en concurrentievoordelen op basis van lagere financieringskosten (IMF 2011; OESO 2015; expliciet voor Nederland in OESO 2014). Ook het uniforme karakter en detailniveau van de toetredingsregels lijken op systeemrisico gebouwd. Deze benadelen daarmee de competitieve efficiëntie van de Nederlandse markt. Voor kleine financiële instellingen met een beoogde specifieke functie wegen de eisen op bijvoorbeeld het gebied van eigen vermogen zo zwaar dat er nauwelijks bestaansmogelijkheden zijn: er is sprake van 'too small to comply' (EY 2015). En terwijl de participatie van Nederlandse banken

in grote delen van de westerse en opkomende economieën zeer hoog is, is de door-dringing van de thuismarkt door buitenlandse partijen onveranderd laag. Gegeven de openheid van de economie en de door het hoge welvaartsniveau brede markt voor financiële diensten, kan die situatie alleen door institutionele belemmeringen worden verklaard.

Zoals het adviserend wetenschappelijk comité van de Europese *Systemic Risk Board* recent heeft beschreven vormt ook de dominantie van het model van universeel bankieren op zich een stabiliteitsrisico. De vergaande verknoping tussen het streven naar capital gains en het risico voor private vermogens leidt tot potentiële cascade effecten (ESRB 2014). Tegelijk is er sprake van een dalende effectiviteit in de ondersteuning van de reële economie en bij voortgaande groei van de financiële sector zelfs van een expliciet schadelijk effect op de groei (CPB 2014; Philippon 2012; IMF 2012; OESO 2015). Onder de radar van de gemeten geldhoeveelheid is de omvang van bankkrediet ten opzichte van die van de reële economie tot een uitzonderlijk niveau gestegen. De aanspraken op de toekomstige reële productie zijn nog nooit zo hoog geweest en juist die lijdt onder de daardoor veroorzaakte onzekerheid.

Met de ontwikkelingen sinds de jaren tachtig zijn de structuur en markt oriëntatie van de Nederlands financiële sector in belangrijke mate terug bij de situatie zoals die aan het begin van de industrialisatie bestond – maar dan in overdrive. Het resultaat van het omschreven proces van concentratie en schaalvergroting tussen 1964 en 2008 is een structuur die nog sterker gedomineerd wordt door vier grote instellingen. Elke concentratiemaatstaf wijst op een gezamenlijk marktaandeel van boven 80 procent en een balansomvang die varieert tussen 60 (ABN-AMRO) en 180 (ING) procent van het bbp. De daarbij tot ontwikkeling gekomen consumentenmarkt is bovendien juist in Nederland tot een stabiliteitsrisico geworden, met name in de vorm van hoge hypothecaire schulden. De keerzijde van deze zelfde ontwikkeling is bovendien een achteruitgang in de diversiteit van financiële instellingen. Daarnaast valt de allocatiefunctie van de banken – het voorzien in investeringskrediet voor de reële economie – ook onder het strakke regime van het streven naar *return on equity*. Het ligt dan ook in de rede dat het bedrijfsleven daar door beperkingen in het aanbod en marktfalen nadelige effecten van ondervindt (SER 2014).

Dit roept de vraag op of niet juist het bankenlandschap van de industrialisatie uitzonderlijk was. En als dat zo is, hoe zich die vaststelling verhoudt tot de gewenste rol van de financiële sector in het bedienen van de binnenlandse economie. Voor die zorg bestaat ook vanuit een macro-economisch perspectief aanleiding. In Nederland is de investeringsquote, zoals eerder vermeld, na de val van de jaren zeventig ook in de laatste kwart eeuw trendmatig gedaald. Die ontwikkeling wordt zonder twijfel niet alleen verklaard door de efficiëntie waarmee banken in de

externe financiering van bedrijven voorzien; naast het effect van dalende relatieve kosten richt de discussie richt zich vooral op de hoge besparingen bij grote bedrijven, waarmee de bal vooral aan de kant van de investeringsvraag ligt. De bestaande problemen op het gebied van kredietverlening maken de structurele ontwikkeling op dit vlak niettemin tot een aangelegen punt.

In een situatie waarbij vanaf de jaren tachtig sprake is van een structureel toegenomen frequentie van financiële crises wereldwijd, geldt die zorg ook de financiële stabiliteit (Taylor 2012). Vanaf de jaren twintig is de overheid steeds bereid gebleven om slechte risico's over te nemen of als *lender of last resort* op te treden. Die opstelling in combinatie met de bestaande ordening maakt de Nederlandse financiële sector kwetsbaar en suboptimaal functioneel, waarbij de lusten en lasten scheef zijn verdeeld. Het maakt ook dat een buitengewoon zwaar gewicht wordt gelegd op de rol van preventief toezicht. Daarbij staat de pretentie van *regulatory oversight* bovendien op gespannen voet met de complexiteit en snelheid van de financiële markten en de daardoor ontstane verknoopte risico's en eventuele cascade effecten. In plaats van een benadering die is gebaseerd op beheersbaarheid, wordt in de literatuur om die reden dan ook gepleit voor simpele regels gebaseerd op onzekerheid. Dat schept ruimte voor gelimiteerde incidenten, maar leidt om dezelfde reden ook tot marktgedragen correcties (Haldane 2012).

In de gangbare modellen voor beleidsanalyse en in de uitgangspunten van gedelegeerd toezicht werden de problemen die aanleiding gaven tot de financiële crisis vanaf 2008 tot voor kort vergaand gesimplificeerd of afwezig verondersteld. De systeemrol van banken, periodieke crises, waarderingsvraagstukken, schulddeflatie, ongedekte kredietgroei en zelfs geld als zodanig waren onder buitengewoon specifieke theoretische aannames buiten de orde van de analyse verklaard. Voor historici zijn dit echter geen randfenomenen maar hebben ze door de eeuwen heen vorm gegeven aan de functies, instituties en effecten van de financiële sector en de rol die de overheid daarin steeds heeft gespeeld. Juist het onder invloed van beleid ontbreken van financiële crises tussen 1950 en 1973, en de reactie op de knelende regulering die daarmee samenging zijn daarin uitzonderlijk. Vanuit een langer perspectief beredeneerd is dan ook moeilijk in te zien hoe deze aspecten terzijde geschoven konden worden. Als er iets goeds kan komen uit de financiële crisis dan zou dat het inzicht moeten zijn om de uitzonderlijke aannames waarop het beleid in de richting van de financiële sector gebaseerd is geweest te herstellen tot meer empirisch en historisch geïnformeerde uitgangspunten. In de kern zijn die simpel samen te vatten: financiële intermediaatiedoet er toe, maar dat geldt ook voor de invloed van de instituties, de omstandigheden en de regels waaronder die functioneert.

NOTEN

- 1 Hoewel er uitvoerig onderzoek is verricht naar vooral overheidsfinanciën vanaf de zestiende eeuw en naar bancaire intermediatie vanaf de negentiende eeuw bestaat er geen omvattende financiële geschiedenis van Nederland. Deelstudies, geordend naar tijdvak, zijn verzameld in 't Hart *et al.* (1997), en Korthals Altes (1996) beschrijft de monetaire geschiedenis. Oudere studies gericht op de negentiende en twintigste eeuw zijn die van Hirschfeld (1922, bankwezen), de Jong (1967, Nederlandsche Bank), Klein en De Vries (kapitaalmarkt, 1973 en 1982). Het internationaal meest omvattende werk is dat van Charles Kindleberger (1984), terwijl Neal (1990) en Riley (1980) de integratie van internationale kapitaalmarkten in de zeventiende en achttiende eeuw analyseren, Atack en Neal (2011) een verzameling van studies over de ontwikkeling van financiële instituties bieden, en comparatieve analyses van bankieren vooral door Cameron (1967, 1973) en Sylla (1991) zijn geschreven en samengebracht.
- 2 Cijfers ontleend aan de reconstructie van de beroepstellingen in de genoemde jaren door het Project Reconstructie Nationale Rekeningen 1800-1913, verzameld in Smits *et al.* (2000: 112-4).
- 3 Aldus een brief van de directie van DNB aan minister van Financiën Vrolik, herdrukt in De Jong (1967: 1180) en Hirschfeld (1922: 118).
- 4 De term *freshwater economists* is gemunt door Robert Hall in 1976 om het contrast aan te geven tussen Amerikaanse economen die een macro-economische analyse voorstaan gebaseerd op rationele verwachtingen, efficiënte markten en een veronderstelde neutraliteit van geld, en die welke uitgaan van bestedingseffecten, kortzichtigheid en een afruil tussen output en discretionaire monetaire politiek. De term refereert aan het feit dat de universiteiten waar de eerstgenoemde groep werkzaam was in de nabijheid liggen van de Grote Meren (Chicago, Minnesota, Rochester en Carnegie-Mellon). Daar tegenover staan de *saltwater economists* van de universiteiten aan de oostkust.
- 5 Op de voorafgaande geschiedenis van het Werner-rapport, het wisselkoersarrangement van de 'slang in de tunnel' tot 1973 (de Europese uitwerking van het Smithsonian akkoord) en de reductie daarvan na 1977 tot een effectieve D-mark zone met daarin Nederland, België, Luxemburg en Denemarken gaan we hier niet verder in.
- 6 Zoals beschreven was de NHM het in 1964 in ABN opgegangene bancaire restant van de door Willem I in 1824 gestichte, op aandeelhouderschap gebaseerde Nederlandsche Handelmaatschappij, gericht op de ontwikkeling van de koloniale handel en scheepvaart.
- 7 In het Verdrag van Rome uit 1958 was opgenomen dat beperkingen aan de vrijheid van kapitaalverkeer zouden worden tegengegaan 'in een mate noodzakelijk voor het goede functioneren van de gemeenschappelijke markt.' Ondanks aanpassingen in die richting bleven wisselcontroles in de vorm van autorisatie vooraf echter in diverse landen bestaan. Dit leidde in 1988 tot een door de Raad aangenomen Richtlijn waarin deze – met inachtneming van een transitieperiode – werden weggenomen. Vanaf 1 januari 1994 zijn alle restricties op kapitaalbewegingen tussen EU lidstaten in principe verboden.

- 8 Als gevolg van de vanaf 2010 genoten staatssteun is ING inmiddels onder de Europese mededingingsregels gedwongen om verzekeraar Nationale-Nederlanden weer af te splitsen. Op dezelfde wijze is SNS gedwongen om Reaal te verzelfstandigen en is ASR los komen te staan van Fortis bank (toen dit opging in ABN-AMRO). Deze *reset* en de gebleken instabiliteit van de betreffende instituties roepen vragen op ten aanzien van het publieke belang bij het eerdere besluit om de betreffende ontschotting toe te staan met het oog op concurrentie en schaalvergroting. Concreet is de vraag of een hernieuwd structuurbeleid kan bijdragen aan een differentiatie in het bankenlandschap. Dit is in essentie een genuanceerde versie van de Glass-Steagall discussie.
- 9 Zie voor een schematisch overzicht van de fusiegeschiedenis van de huidige Nederlandse systeembanken sinds 1948 bijlage 1.

LITERATUUR

- Admati, A. en M. Hellwig (2014) *The Bankers New Clothes. What's Wrong with Banking and What to Do about it*, Princeton University Press, Princeton.
- Albers, R. (1998) *Machinery Investment and Economic Growth: the Dynamics of Dutch Development 1800-1913*, diss. Groningen.
- Ark, van B. en H. de Jong (1996) 'Accounting for Economic Growth in the Netherlands since 1913', *Economic and Social History in the Netherlands* 7: 199-242.
- Ark, van B., J. de Haan en H. de Jong (1996) 'Characteristics of Economic Growth in the Netherlands during the Postwar Period', N.F.R Crafts en G. Toniolo, *Economic Growth in Europe Since 1945*, Cambridge, Cambridge University Press.
- Atack J. en L. Neal (2011) *The Origins and Development of Financial Markets and Institutions from the Seventeenth Century to the Present*, Cambridge, UK: Cambridge University Press.
- Bagehot, W. (1873) *Lombard Street. A Description of the Money Market*, Londen.
- Barendregt, J. (1993) *The Dutch Money Purge. The Monetary Consequences of German Occupation and their Redress after Liberation, 1940-1952*, diss.
- Barendregt, J. en H. Visser (1997) 'Towards a new maturity', blz. 152-194 in Hart, M. 't, J. Jonker en J.L. van Zanden (red.) *A Financial History of The Netherlands*, Cambridge, UK: Cambridge University Press.
- Barth J.R., G. Caprio en R. Levine (2008) 'Reassessing the Rationale and Practice of Bank Regulation and Supervision After Basel II', blz. 41-67 in *Current Developments in Monetary and Financial Law* 5.
- Bertrand. M., A. Schoar en D. Thesmar (2007) 'Banking Deregulation and Industry Structure: Evidence from the French Banking Reforms of 1985', *Journal of Finance* 62, 2: 597-628.
- Bie, R. van der (1997) *Een doorlopende groote roes. De economische ontwikkeling van Nederland, 1913-1921*, diss. Vrije Universiteit Amsterdam.
- Bordo, M., B. Eichengreen, D. Klingebiel en M. Soledad Martinez-Peria (2001) 'Is the Crisis Problem Growing More Severe?' *Economic Policy* 16, 32: 51-82.
- Bosman, H.W.J. (1989) *Het Nederlandse bankwezen*, Amsterdam, NIBE.
- Brown, C.O. en S. Dinç, (2005) 'The Politics of Bank Failures: Evidence from Emerging Markets', *The Quarterly Journal of Economics*, 120, 4: 1413-1444.
- Buchinsky M. en B. Polak (1993) 'The Emergence of a National Capital Market in England, 1710-1880', *Journal of Economic History* 53: 1-24.
- Calomiris, C.W. en S.H. Haber (2014), *Fragile by Design. The Political Origins of Banking Crises and Scarce Credit*, Princeton, Princeton University Press.
- Cameron, R. (1953) 'The Crédit Mobilier and the Economic Development of Europe', *Journal of Political Economy* LXI: 461-88.
- Cameron, R. (1967) *Banking in the Early Stages of Industrialization. A Study in Comparative Economic History*, New York, Oxford University Press.

- Cameron, R. (1972) *Banking and industrialization. Some Lessons of History*, New York, Oxford University Press.
- CBS (1987) *Macro-economische ontwikkelingen 1921-1939 en 1960-1985*, Den Haag, CBS.
- CPB (2014) M. Bijlsma en A. Dubovik 'Banks, Financial Markets, and Growth in Developed Countries: a Survey of the Empirical Literature', CPB Discussion Paper 266.
- CPB (2015a) N. van Beers, M. Bijlsma, S. Van Veldhuizen, B. Vogt, 'De Nederlandse financieringsstructuur in perspectief', *CPB Achtergronddocument*, 27 augustus 2015.
- CPB (2015b) M. Bijlsma, S. Van Veldhuizen, B. Vogt, 'Een wereld zonder banken? Marktfinanciering en bankfinanciering in Perspectief', *CPB Policy Brief 2015/14*, augustus 2015.
- Crafts, N.F.R. (1985) *British Economic Growth during the Industrial Revolution*, Oxford University Press, Oxford.
- Deheija, R. en A. Lleras-Muney (2007) 'Financial Development and Pathways of Growth: State Branching and Deposit Insurance Laws in the United States from 1900 to 1940', *Journal of Law and Economics* 50, 2: 239-72.
- Dickson, P.G.M. (1967) *The Financial Revolution in England, a Study in the Development of Public Credit 1688-1756*, Oxford, Oxford University Press.
- Dillen, J.G. van (1964) 'Ondergang van de Amsterdamse Wisselbank, 1782-1820' in: J.G. Van Dillen (red.) *Mensen en achtergronden*, Groningen.
- DNB (2010a) *In het spoor van de crisis*. Amsterdam: DNB.
- DNB (2010b) *Kwartaalbericht juni 2010*. Amsterdam: DNB.
- Eichengreen, B. (1995) *Golden Fetters. The Gold Standard and the Great Depression, 1919-1939*, Oxford University Press, 1992.
- Eichengreen, B. en J. Sachs (1985) 'Exchange Rates and Economic Recovery in the 1930s', *The Journal of Economic History* 45, 4: 925-946.
- Eichengreen, B. en P. Temin (2000) 'The Gold Standard and the Great Depression', *Contemporary European History* 9, 2: 183-207.
- ESRB (2014) 'Is Europe Overbanked?' *Reports of the Scientific Advisory Committee*, nr. 4.
- Feinstein, C., P. Temin en G. Toniolo (1997), *The European Economy Between the Wars*, Oxford, Oxford University Press.
- Ferguson, N. (2008) *The Ascent of Money. A Financial History of the World*, Basingstoke: Penguin.
- Fernandez, R. (2011) *Explaining the Decline of the Amsterdam Financial Centre. Globalizing Finance and the Rise of a Hierarchical Inter-city Network*, PHD-thesis, University of Amsterdam.
- Friedman, M. en A.J. Schwartz (1963) *A Monetary History of the United States, 1867-1960*, Princeton, Princeton University Press.
- Fritschy, W. (2003) 'A Financial Revolution Reconsidered: Public Finance in Holland during the Dutch Revolt, 1568-1648', *Economic History Review* LVI 1: 57-89.
- Gennaioli, N., A. Shleifer en R. Vishny (2014) 'Finance and the Preservation of Wealth', *Quarterly Journal of Economics* 129 3: 1221-1254.
- Gerschenkron, A. (1962) *Economic backwardness in historical perspective, a book of essays*, Cambridge, Massachusetts: Harvard University Press.

- Goldsmith R.W. (1969) *Financial Structure and Development*, New Haven, Yale University Press.
- Guiso, L., P. Sapienza en L. Zingales (2004) 'Does Local Financial Development Matter?', *Quarterly Journal of Economics* 119 3: 929-69.
- Guiso, L., T. Japelli, M. Padula en M. Pagano (2004) 'Financial Market Integration and Economic Growth in the EU', *Economic Policy* 19, 40: 523-77.
- Haldane, A. (2012) *The Dog and the Frisbee Speech* at the Federal Reserve Bank of Kansas 36 th Economic Policy Symposium, *The Changing Policy Landscape* Jackson Hole, Wyoming.
- Hart, M.C. 't (1993) *The Making of a Bourgeois State. War, Politics and Finance during the Dutch Revolt*, Manchester, Manchester University Press.
- Hart, M.C. 't, J. Jonker en J.L. van Zanden (1997) *A Financial History of The Netherlands*, Cambridge, UK: Cambridge University Press.
- Hen, de P.E. (1980) *Actieve en re-actieve industriepolitiek in Nederland*. Amsterdam: De Arbeiderpers.
- Hirschfeld, H.M. (1922) *Het Ontstaan van het Moderne Bankwezen in Nederland*, Rotterdam: Nijgh en van Ditmar.
- Hoffmann, H. (1971) 'Het Nederlandse Bankwezen, 1960-1970', *Bank- en Effectenbedrijf* 20, 12: 477-88.
- IMF (2011) I. Ötker-Robe, A. Narain, A. Llyina en J. Surti (2011) *The Too-Important to Fail Conundrum : Impossible to Ignore and Difficult to Resolve*.
- IMF (2012) Arcand, J.L., E. Berkes en U. Panizza (2012) *Too Much Finance ?* IMF Working Paper 12/161.
- Jayarathne J. en P. Strahan (1996) 'The Finance-growth Nexus: Evidence from Bank Branch Deregulation', *Quarterly Journal of Economics* 111, 3: 639-70.
- Jong, A.M. de (1967), *Geschiedenis van de Nederlandsche Bank*, vol I-III, Haarlem: Joh. Enschedé.
- Jong, H. de (1999) *De Nederlandse Industrie, 1913-1965*, Amsterdam.
- Jonge, J.A. de (1968) *De Industrialisatie van Nederland tussen 1850 en 1914*, Amsterdam: SUN.
- Jonker, J. (1996) *Merchants, Bankers, Middlemen. The Amsterdam Money Market during the First Half of the Nineteenth Century*, Amsterdam: NEHA.
- Jonker, J. (1997) 'The Alternative Road to Modernity. Banking and Currency', 1814-1914, in 't Hart, M., J. Jonker en J.L. van Zanden (red.) *A Financial History of The Netherlands*, Cambridge, UK: Cambridge University Press.
- Jordà, O., M. Schularick en A.M. Taylor (2011), 'Financial Crises, Credit Booms, and External Imbalances: 140 Years of Lessons' *IMF Economic Review*.
- Jordà, O.M., M. Schularick en A.M. Taylor (2014) *The Great Mortgaging: Housing Finance, Crises, and Business Cycles*. NBER Working Paper No. 20501.
- Kindleberger, C. (1978) *Manias, Panics and Crashes*, New York: Basic Books.
- Kindleberger, C. (1984) *A Financial History of Western Europe*, Londen en New York: Routledge.

- King, R. en R. Levine (1993) 'Finance and Growth: Schumpeter might be Right', *Quarterly Journal of Economics* 108: 717-727.
- Klein P.W. (1973) 'Het bankwezen en de modernisering van de Nederlandse volkshuishouding tijdens de tweede helft van de Negentiende Eeuw', *Economisch en Sociaal- Historisch Jaarboek* 36, Den Haag, Martinus Nijhoff.
- Korthals Altes, W. (1996) *Van Hollands pond tot Nederlandse gulden*, Amsterdam, NEHA.
- Kuné, J.B. en M. van Nieuwkerk (1974) 'De Ontwikkeling van de Geldquote in Nederland, 1900-1970' *Maandschrift Economie* 39: 1-15.
- Kuznets, S.S. (1966) *Modern Economic Growth. Rate, Structure and Spread*. Yale University Press, New Haven.
- Landes D.S. (1969) *The Unbound Prometheus. Technological Change and Economic Development in Western Europe from 1750 to the Present*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Levine, R. (1995) 'Finance and Growth: Theory and Evidence', *NBER Working Paper No. 10766*, National Bureau of Economic Research.
- Levine, R. en S. Zervos (1998) 'Stock Markets, Banks and Economic Growth', *The American Economic Review* 88, 3: 537-558.
- Levine, R., N. Loayza en Th. Beck (2000) 'Financial Intermediation and Growth. Causality and Causes', *Journal of Monetary Economics* 46: 31-77.
- Lucas, R.E. (1972), 'Expectations and the Neutrality of Money', *Journal of Economic Theory* 4, april: 103-24.
- Lugt, J.A. van der (1999) 'Het commerciële bankwezen in Nederland in de Twintigste Eeuw – een historiografisch overzicht'. *NEHA-jaarboek voor economische, bedrijfs- en techniekgeschiedenis* 62: 388-421.
- Merton, R. en Z. Bodie (2004) 'The Design of Financial Systems. Towards a Synthesis of Function and Structure', *NBER working paper 10620*, Cambridge Mass., NBER.
- Neal, L. (1990) *The Rise of Financial Capitalism. Capital Markets in the Age of Reason*, Cambridge VK, Cambridge University Press.
- North, D.C. en B.W. Weingast (1989) 'The Evolution of Institutions Governing Public Choice in 17th Century England', *Journal of Economic History* 49: 803-832.
- OESO (2014), Kierzenkowski, R., O. Havrylchyk en P. Beynet (2014) 'Making the Banking Sector More Resilient and Reducing Household Debt in the Netherlands' *OESO Economics Department Working Papers, No. 1156*.
- OESO (2015), 'How to restore a healthy financial sector that supports long-lasting, inclusive growth?', *OECD Economics Department Policy Notes, No. 27*, June 2015.
- Oppers S.E. (1993) 'The Interest Rate Effect of Dutch Money in Eighteenth Century Britain', *Journal of Economic History* 53, 1: 25-43.
- Pagan, A. (2001) 'The Getting of Macroeconomic Wisdom', in: *Advances in Macroeconomic Theory*, J. Drèze (red.). International Economic Association, Basingstoke: Palgrave Macmillan.
- Paşali S.P. (2013) 'Where is the Cheese? Synthesizing a Giant Literature on Causes and Consequences of Financial Sector Development', *Policy Research Paper 6655*, The Worldbank.

- Passenier, J. (1994) *Van planning naar scanning. Een halve eeuw planbureau in Nederland*, Groningen: Wolters Noordhoff.
- Philippon, Th. (2012) 'Has the U.S. Finance Industry Become Less Efficient? On the Theory and Measurement of Financial Intermediation', *NBER Working Papers 18077*, National Bureau of Economic Research.
- Piketty, Th. en G. Zucman (2014) 'Capital is Back: Wealth-Income Ratios in Rich Countries, 1700-2010', *Quarterly Journal of Economics* 129, 3.
- Posthuma, J.E. (1955) 'Tien Jaar Herstelbank', in: *Tien jaar economisch leven in Nederland*, 's Gravenhage, 1-45.
- Rajan, R. (2005) 'Has Financial Development made the World Riskier?', *Proceedings of the Federal Reserve Bank of Kansas City*: 313-369.
- Rajan, R. en L. Zingales (1998) 'Financial Dependence and Growth', *American Economic Review* 88, 3: 559-86.
- Reinhardt, C. en K. Rogoff (2009) *This Time is Different. Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton: Princeton University Press.
- Riley, J. (1980) *International Government Finance and the Amsterdam Capital Market, 1740-1815*, Cambridge, VK: Cambridge University Press.
- Roine, J. en D. Walderström (2014) 'Long-run Trends in the Distribution of Income and Wealth' in: Atkinson en Bourguignon (red.) *Handbook in Income Distribution* vol. 2, Amsterdam: Noord-Holland.
- Roos, de F. en W.J. Wieringa (1953) *Een halve eeuw rente in Nederland*, Schiedam, N.V. Levensverzekering-Maatschappij HAV Bank.
- Rousseau, P. L., Sylla, R., (2003) 'Financial Systems, Economic Growth, and Globalization' in Bordo, M. D., Taylor, A. M., Williamson, J. G. (red.), *Globalization in Historical Perspective*, Chicago IL: University of Chicago Press.
- Rousseau, P. en P. Wachtel (1998). 'Financial Intermediation and Economic Performance: Historical Evidence from Five Industrialized Countries', *Journal of Money, Credit, and Banking* 30: 657-678.
- Schularick, M. (2010) *140 Years of Financial Crises. Old Dog, New Tricks*, Berlijn, Freie Universität Berlin.
- Schularick, M. en A.M. Taylor (2012) 'Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles, and Financial Crises, 1870-2008', *American Economic Review* 102, 2: 1029-61.
- SER (2014) *Verbreding en Versterking Financiering mkb*, Den Haag.
- Sims, Ch. (1980) 'Macroeconomics and Reality', *Econometrica* 48, 1: 1-48.
- Smits, J.P., E. Horlings en J.L. Van Zanden (2000) *Dutch GNP and its Components, 1800-1913*, Groningen: Groningen Growth and Development Centre, Monograph Series nr. 5.
- Stoffer, J. (1986) *Het ontstaan van de NMB*, Deventer, Kluwer.
- Sylla, R. en G. Toniolo (1991) *Patterns of European Industrialization : the Nineteenth Century*, Routledge, Londen en New York.
- Sylla, R., Tilly, C. en G. Tortella (1999) *The State, the Financial System and Economic Modernisation*, Cambridge VK, Cambridge University Press.

- Taylor, A. (2012) 'The Great Leveraging', *NBER Working Paper No. 18290*, Cambridge Mass.: NBER.
- Tilly, R. (1967) 'Germany, 1815-1870' in: Cameron, R (red.) *Banking in the early Stages of Industrialization. A Study in Comparative Economic History*, New York: Oxford University Press.
- Tilly, R. (1991) 'The Role of Banks' in: R. Sylla en G. Toniolo (red.) *Patterns of European Industrialization; The Nineteenth Century*, Londen: Routledge.
- Tortella, G. (1997), 'Banking and Economic Development in Spain' in: Teichova, Kurgan-Van Hentenryk en Ziegler (red.) *Banking, Trade and Industry: Europe, America and Asia from the Thirteenth to the Twentieth Century*, Cambridge VK, Cambridge University Press.
- Tracy J.D. (1986) *A Financial Revolution in the Habsburg Netherlands: 'renten' and 'renteniers' in the county of Holland, 1515-1565*, Berkeley.
- Uittenbogaard, R. (2014) *Evolution of Central Banking. De Nederlandsche Bank 1814-1852*, diss. Utrecht.
- Veenendaal, A.J. (1996) *Slow Train to Paradise*, Stanford.
- Visser, H. (1993) 'Investerings en externe financiering in Nederland in de Negentiende en Twintigste eeuw', *Vrije Universiteit, Faculteit der Economische Wetenschappen en Econometrie, Research Memorandum 1993-34*.
- Vries, de J. en A. Van der Woude (1995) *Nederland 1500-1815. De Eerste Ronde van Moderne Economisch Groei*, Amsterdam: Balans.
- Vries, de Joh. (1982) 'Kapitaalmarkt, Industrialisatie en Opinie in Nederland, 1770-1940', in: P.W. Klein et al. *De Factor Kapitaal. Economische Ontwikkeling en Kapitaalmarkt in Nederland*, Rotterdamse Monetair Studies No. 4, Rotterdam.
- Vries, de Joh. (1989) *Geschiedenis van de Nederlandsche Bank V. Visserings Tijdvak, 1914-1931*, Amsterdam: NIBE.
- Wee, H. van der en K. Tavenier (1975) *De Nationale Bank van België en het Monetair Gebeuren tussen de Twee Wereldoorlogen*, Brussel: s.n.
- Werf, D.C.J. van der (1988) *De Bond, de bank en de beurzen*, Amsterdam: NIBE.
- Westerhuis, G. en A. de Jong (2015) *Over geld en macht. De financiering en corporate governance van het Nederlands bedrijfsleven*, Amsterdam: Boom.
- White, E.N. (1995) 'The French Revolution and the Politics of Government Finance, 1770-1815', *Journal of Economic History* 55: 250-72.
- Wolf, H. (1983) *Betalen via de Bank – van Verleden tot Heden*, Deventer: Kluwer.
- Zanden, J.L. van (1987) 'De Economie van Holland in de Periode 1650-1805: Groei of Achteruitgang?', *Bijdragen en Mededelingen Betreffende de Geschiedenis der Nederlanden* 102: 562-609.
- Zanden, J.L. van (1993) 'Economic Growth in the Golden Age: The Development of the Economy of Holland, 1500-1650', *Economic and Social History in the Netherlands* 4: 5-26.
- Zanden, J.L. van (1997a) 'Old rules, new conditions, 1914-1940', in: 't Hart, M., J. Jonker and J.L. van Zanden (eds.) *A financial history of The Netherlands*, Cambridge, VK: Cambridge University Press, 124-151.

- Zanden, J.L. van (1997b) *Een klein land in de twintigste eeuw. Economische Geschiedenis van Nederland 1914-1995*, Utrecht: Het Spectrum.
- Zanden, J.L. van en A. van Riel (2004) *The Strictures of Inheritance. The Dutch Economy in the Nineteenth Century*, Princeton: Princeton University Press.

BIJLAGE 1 DE FUSIEGESCHIEDENIS VAN DE NEDERLANDSE SYSTEEMBANKEN NA 1945 OP HOOFDLIJNEN (EXCLUSIEF BUITENLANDSE OVERNAMES)



Toelichting:

- a Bestaat oorspronkelijk voornamelijk uit verzamelde Friese spaarbanken.
- b Als Mees-Pierson in 1997 gezamenlijk naar Fortis.
- c 1980 Slavenburg naar *Crédit Lyonnais* (Frankrijk), 1984 Nederlandsche Credietbank naar *Chase Manhattan* (vs), NCB in 1987 eveneens naar CL, CL in 1995 naar Generale Bank (België), Generale Bank in 1998 naar Fortis. In 1993 meerderheidsbelang in ASLK (België), overname Mees-Pierson in 1997, verdere overname verzekeraars Amersfoortse, ASR stad Rotterdam en Woudsend.
- d Westland-Utrecht bank in 1982 aan Nationale Nederlanden.
- e Samengesteld uit de Spaarbank Limburg, de Gelders-Utrechtse Spaarbank, de Bondsspaarbank voor Noord Nederland, de Bondsspaarbank voor Centraal en Oostelijk Nederland, de Bondsspaarbank voor Twente en Oost Gelderland, Spaarbank St. Pancratius, Spaarbank Centrale Volksbank Utrecht en verdere lokale spaarbanken die zich na 1990 hebben aangesloten. De genoemde regionale spaarbanken zijn op hun beurt eveneens eerder tot stand gekomen aggregaten. In 1992 overname CVB bank, in 1992 overname NOG verzekeringen.
- f Ontstaan uit De Centrale, Concordia, de Hollandse Koopmansbank en Algemene Spaarbank Nederland. In 1992 overname van Proteq verzekeringen van het Bouwfonds Nederlandse Gemeenten, in 1995 overname Helvetia- en Hooge Huys verzekeringen (naamsaanpassing tot REAAL in 2004).
- g 2007 overname Regiobank van ING.