

WRR

WETENSCHAPPELIJKE RAAD VOOR HET REGERINGSBELEID

Bart Stellinga

**EUROPESE
FINANCIËLE
REGULERING VOOR
EN NA DE CRISIS**

Europese financiële regulering voor en na de crisis

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

*Europese financiële
regulering voor en na de
crisis*

Bart Stellinga

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 15

ISBN 978-94-90186-24-1

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
1	Inleiding	9
1.1	Doelstelling, focus en afbakening	9
1.2	Strekking van het betoog	11
2	Het naoorlogse beleid (1945 – 1973)	15
2.1	Inleiding	15
2.2	Achterliggende denkkaders	17
2.3	De beleidspraktijk	19
2.4	Institutionele vormgeving	27
2.5	Samenvatting	30
3	Het pre-crisisbeleid (1979 – 2008)	31
3.1	Inleiding	31
3.2	Achterliggende denkkaders	34
3.3	De beleidspraktijk	37
3.4	Institutionele vormgeving	48
3.5	Samenvatting	51
4	De post-crisishervormingen (2008 – 2015)	53
4.1	Inleiding	53
4.2	Veranderingen in het denken	57
4.3	Hervormingen van de beleidspraktijk	60
4.4	Hervormingen van de institutionele vormgeving	75
4.5	Samenvatting	78
5	Conclusie	81
5.1	Het naoorlogse beleid en het pre-crisisbeleid vergeleken	81
5.2	De post-crisishervormingsagenda	82
Literatuur		89

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 grotere 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 vergroten?

In het voorliggende paper "Europese financiële regulering voor en na de crisis" gaat Bart Stellingma MA MSc in op de vraag in hoeverre de Europese beleids-hervormingen sinds de crisis een substantiële verschuiving vormen ten opzichte van het pre-crisisbeleid. De auteur concludeert dat de hervormingen weliswaar hebben geleid tot strengere regels, maar dat zij dicht bij de beleidskaders van voor de crisis zijn gebleven. Er is eerder sprake van een strengere versie van het pre-crisisbeleid, dan een fundamentele herziening ervan. Daarnaast concludeert de auteur dat de beleidshervormingen sinds de crisis vooral zijn gericht op het garanderen van financiële stabiliteit. De vraag hoe de financiële sector een positieve bijdrage kan leveren aan de reële economie, speelt een veel kleinere rol.

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 een aantal experts op dit terrein: dr. Paul Cavelaars (DNB); drs. Leo van Eerden (Vrije Universiteit); prof. dr. Paul Hilbers (DNB); dr. Daniel Mügge (Universiteit van Amsterdam); prof. dr. Marius van Nieuwkerk (Universiteit Nyenrode, voormalig DNB); drs. Pieter Welp (Tweede Kamer der Staten Generaal) en drs. Kees Vendrik (Algemene Rekenkamer). Vanuit de WRR heeft prof. dr. Arnoud Boot de studie van commentaar voorzien. De WRR wil de genoemde personen hartelijk danken voor hun nuttige commentaar. De verantwoordelijkheid voor de inhoud van de studie en de daarin ingenomen standpunten ligt vanzelfsprekend volledig bij de auteur.

Prof. dr. André Knottnerus
Voorzitter WRR

Dr. Frans Brom
Directeur WRR

1 INLEIDING

De financiële crisis heeft grote tekortkomingen blootgelegd in de mondiale, Europese en nationale regelgevings- en toezichtskaders voor de financiële sector. Tijdens bijeenkomsten van de G20 in 2008 en 2009 stelden wereldleiders dat de regels niet streng genoeg waren geweest, dat belangrijke delen van het financiële systeem waren ontsnapt aan regelgeving en toezicht, dat bepaalde regels hadden bijgedragen aan de crisis en dat er geen goed beleidskader was om in geval van financiële problemen daadkrachtig te kunnen ingrijpen (FSA 2009; High Level Group on Financial Supervision 2009; Commissie-De Wit 2010; Cavelaars et al. 2013). Politici en wetenschappers spraken hun verwachting uit dat de crisis het einde van een tijdperk zou markeren – een tijdperk waarin vooral werd vertrouwd op de heilzame werking van ‘de markt’. Zo zei de toenmalige Franse president Nicolas Sarkozy: “*Self-regulation, to fix all problems, is over. Laissez-faire is over*” (geciteerd in: Erlanger 2008). De Amerikaanse econoom Benjamin Cohen sprak over “*the end of an age of vast untrammelled market expansion and neoliberal deregulation*” en ook de bekende investeerder George Soros sprak van “*the end of an era*” (beiden geciteerd in: Helleiner 2014: 76). De verwachtingen van de post-crisishervormingsagenda waren dus hooggespannen.

Op het eerste gezicht heeft de crisis geleid tot ingrijpende veranderingen van het beleid. Regels werden op allerlei punten aangescherpt, de reikwijdte daarvan is uitgebreid naar financiële instellingen en instrumenten die voorheen niet of nauwelijks werden gereguleerd en het toezicht is strenger en breder in *scope*. Bovendien is er veel meer aandacht voor de financiële sector en de regulering daarvan, zowel in de politiek, de wetenschap als in de maatschappij. Financieel beleid is meer gepolitiseerd geraakt: parlementariërs spreken over het belang van *leverage ratio’s* alsof ze nooit anders hebben gedaan. Wet- en regelgeving op het gebied van de financiële sector is niet langer een hamerstuk, maar aanleiding voor opiniestukken in de krant en verhitte debatten tussen politici. Ondanks de hervormingen en de politisering van het beleid is de vraag of de hooggespannen verwachtingen van direct na de crisis zijn ingelost, daarmee natuurlijk niet beantwoord. Die vraag is immers niet zozeer te beantwoorden door te kijken in hoeverre de hervormingen hebben geleid tot strenger beleid, als wel door te kijken in hoeverre er sprake is van een fundamenteel andere beleidsaanpak dan voor de crisis.

1.1 DOELSTELLING, FOCUS EN AFBAKENING

Deze studie tracht licht te werpen op de vraag in hoeverre post-crisishervormingen van het beleid gericht op de financiële sector een substantiële verschuiving vormen ten opzichte van het pre-crisisbeleid. Meer specifiek wordt gekeken naar

de beleidsveranderingen in (lidstaten van) de Europese Unie. Hiertoe wordt allereerst het beleid in Europese landen beschreven zoals dat in twee periodes werd gevoerd: de ‘naoorlogse periode’ (grootweg 1945-1973; hoofdstuk 2) en de ‘pre-crisisperiode’ (grootweg 1979-2008; hoofdstuk 3).¹ Vervolgens wordt gekeken naar de Europese hervormingen die sinds de crisis zijn doorgevoerd (hoofdstuk 4). De studie sluit af met een overkoepelende conclusie over de mate waarin die hervormingen een radicale ommezwaai zijn te noemen (hoofdstuk 5).

Om het post-crisisbeleid met het pre-crisisbeleid te kunnen vergelijken is het in principe niet nodig ook het beleid in de naoorlogse periode te analyseren. Om een aantal redenen is er toch voor gekozen die periode in deze studie mee te nemen. Allereerst maakt een dergelijke beschrijving het pre-crisisbeleid minder ‘vanzelfsprekend’ – zoals we zullen zien was het Europese pre-crisisbeleid compleet anders dan het naoorlogse beleid. Ten tweede stelt het ons in staat om de claim op waarde te schatten dat de post-crisishervormingen dermate ingrijpend zijn dat we feitelijk zijn teruggekeerd naar de naoorlogse beleidsaanpak. Gerelateerd hieraan, laat de beschrijving van de naoorlogse periode ten slotte zien dat beleidsalternatieven die nu als vrij verregaand worden gezien – zoals het beïnvloeden van de allocatie en de groei van krediet –, in de naoorlogse periode heel normaal waren. Met andere woorden, de beschrijving laat zien dat er meer ‘rek’ in het beleid zit dan veelal wordt verondersteld.

Het beleid in de verschillende periodes wordt telkens geanalyseerd op drie aspecten:

1. de contouren van de achterliggende *denkkaders* over de financiële sector en de regulering daarvan;
2. de *beleidspraktijk*, oftewel de doelen die beleidsmakers nastreefden en de instrumenten die daartoe werden ingezet; en
3. de *institutionele vormgeving* van beleid, oftewel de manier waarop het beleid tot stand kwam en de spelers die daar invloed op uitoefenden.

Wat betreft het tweede punt is het alvast nuttig om aan te geven dat ervoor is gekozen de beleidspraktijk te analyseren aan de hand van de twee doelstellingen die doorgaans centraal staan bij financiële regulering: (1) het vergroten van de bijdrage van de financiële sector aan de economie; en (2) het streven naar financiële stabiliteit. Hoewel er vanzelfsprekend meerdere beleidsdoelstellingen zijn te identificeren – denk bijvoorbeeld aan de bescherming van consumenten, spaarders of investeerders, of aan het zorgdragen voor de financieringsdoelen van de overheid zelf – en er dus ook andere indelingen kunnen worden gemaakt, volstaat voor deze analyse een nadruk op de twee geïdentificeerde doelstellingen. Wat door de tijd heen scherper varieert, is de manier waarop beleidsmakers deze doelstellingen

operationaliseren, welk van beide doelen prioriteit krijgt en welke beleidsinstrumenten worden ingezet. Dat staat centraal in de analyse van de beleidspraktijk.

Om deze studie enigszins in te kaderen is een aantal keuzes gemaakt. Allereerst is ervoor gekozen om binnen het financiële beleid voornamelijk te kijken naar de regulering van het bankwezen. Hierdoor blijft de regulering van kapitaalmarkten en het verzekeringswezen enigszins onderbelicht. Deze keuze is gemaakt omdat banken van oudsher een dominante rol spelen binnen de (Europese) financiële sectoren en een belangrijk aandachtspunt zijn van het financiële sectorbeleid. Bovendien staat de regulering van banken ook centraal in de hervormingen sinds de crisis. Waar relevant, zal beleid op het gebied van kapitaalmarkten worden besproken. Ten tweede geeft deze studie eerder een karakterisering op hoofdlijnen dan een zeer gedetailleerde beschrijving van het gevoerde beleid. Wel worden bepaalde ontwikkelingen in tekstboxen uitgebreider besproken, waarbij het hoofaccent ligt op de ontwikkelingen in Nederland. Ten slotte is het nadrukkelijk niet de bedoeling om de beleidshervormingen in de verschillende tijdsperiodes te *verklaren*. Hoewel er in de hoofdstukken zeker aandacht wordt besteed aan de economische, technologische, maatschappelijke en politieke factoren die een belangrijke rol speelden in het beleid, is het niet onze doelstelling om causale verbanden te identificeren. Deze studie beoogt primair om meer inzicht te geven in de *aard* van het beleid in verschillende periodes, en niet zozeer de *oorzaken* te identificeren van (een gebrek aan) veranderingen daarin.

1.2 STREKKING VAN HET BETOOG

In de naoorlogse periode waren Europese overheden ervan overtuigd dat beleid voornamelijk zou moeten bijdragen aan het *indammen van concurrentie* tussen financiële instellingen. Dit zou de meest geëigende strategie zijn om de twee hoofddoelen van financieel beleid te behartigen: (1) het vergroten van de bijdrage van de sector aan economische ontwikkeling; en (2) het zorgdragen voor een stabiele financiële sector. De bijdrage aan economische ontwikkeling werd hoofdzakelijk gestimuleerd door de bancaire kredietverlening te reguleren. Beleidsmakers beïnvloedden de prijs, de allocatie en de groei van krediet: in sommige landen primair om de industriepolitiek te faciliteren, in andere landen vooral om het monetair beleid vorm te geven. Financiële stabiliteit zou zijn gegarandeerd door de *structuur van de sector* te reguleren. Specifiek werden scheidslijnen binnen de financiële sector (dus tussen banken, kapitaalmarktbedrijven en verzekeraars) en binnen het bankwezen (dus bijvoorbeeld tussen spaarbanken en commerciële banken) opgeworpen of gehandhaafd.

In de pre-crisisperiode ontwikkelden Europese beleidsmakers echter een compleet ander perspectief op het soort beleid dat nodig was om te zorgen voor een stabiele sector die zou bijdragen aan de economische ontwikkeling. Er werd vooral ingezet op het *versterken van concurrentie*. Het restrictieve, naoorlogse beleid werd grotendeels ontmanteld, met als doel financiële instellingen zo veel mogelijk bewegingsvrijheid te geven. Eventuele excessen daarvan – dus met gevaar voor financiële stabiliteit – dienden te worden tegengegaan met beleid gericht op *individuele instellingen*. De aandacht verschoof naar de ‘kapitaalpositie’ van banken (hoeveel eigen vermogen ze hadden), hun risicomangementssystemen en de mate waarin zij konden worden gecorrigeerd (‘gedisciplineerd’) door andere marktspelers (schuldverstrekkers, aandeelhouders, depositohouders, kredietbeoordelaars en marktanalisten). Opvallend genoeg ging deze pre-crisisperiode eerder gepaard met *meer* dan met *minder* regels: het stimuleren van marktwerking vereiste immers ook herregulering.

De post-crisisbeleidshervormingen zijn zeker een versterking en uitbreiding te noemen ten opzichte van de pre-crisisperiode. De regels en het toezicht daarop zijn strenger, de reikwijdte van de regulering is uitgebreid naar niet-bancaire spelers (zoals kredietbeoordelaars) en voorheen niet-gereguleerde aspecten (zoals bonussen), en er wordt meer dan voorheen gekeken naar systeemrisico’s. Desalniettemin zal in deze studie worden beargumenteerd dat het post-crisisbeleid op het gebied van financiële stabiliteit nog grotendeels binnen de oude kaders is gebleven. Hoewel er meer aandacht is voor de risico’s in het financiële systeem als geheel – in plaats van een exclusieve aandacht voor de risico’s voor individuele instellingen – zijn substantiële structuurmaatregelen vooralsnog uitgebleven. De aandacht ligt na de crisis nog steeds in belangrijke mate bij de eigen-vermogenpositie en risicomangementstechnieken van individuele financiële instellingen – een aandacht die überhaupt pas in de pre-crisisperiode was opgekomen. Ook is de uitbreiding van de reikwijdte van regulering en toezicht op bepaalde terreinen vooral een formalisering van reeds bestaande vormen van zelfregulering in plaats van een radicale koerswijziging.

Daarnaast zal worden aangestipt dat een positieve agenda op het gebied van de bijdrage van de financiële sector aan de economische ontwikkeling (de andere hoofddoelstelling van beleid) opvallend genoeg ontbreekt in het post-crisisbeleid. Sinds de crisis willen beleidsmakers vooral ‘geen last’ meer hebben van banken. Wanneer er wel wordt gesproken over de bijdrage van de sector aan de economie, wordt gedacht in termen van een uitruil tussen ‘financiële stabiliteit’ en ‘economische groei’. Met name financiële instellingen waarschuwen om niet te ver te gaan met de hervormingen, met als argument dat dit de economische groei zou schaden. Het is echter verre van vanzelfsprekend dat deze gesuggereerde ‘uitruil’ opgaat. Er is steeds meer wetenschappelijk bewijs dat de ‘financialisering’ van economie en samenleving – de sterke toename in de omvang van private schulden en de hoe-

veelheid kanalen waarlangs burgers en bedrijven verbonden zijn met de financiële sector – een remmende werking heeft op de economische groei. Beleidsmakers staan dus voor de belangrijke opgave om een positieve beleidsagenda te formuleren voor de bijdrage van de sector aan de economie. De uitdaging daarbij is om tot een genuanceerder perspectief te komen op de relatie tussen de stabiliteit van de sector en de bijdrage daarvan aan de economie dan te denken in termen van ‘communicerende vaten’.

2 HET NAOORLOGSE BELEID (1945 – 1973)

2.1 INLEIDING

De financieel-economische malaise van de jaren dertig ('De Grote Depressie') en de verwoestingen van de Tweede Wereldoorlog drukten een grote stempel op het naoorlogse beleid van Europese overheden. In de naoorlogse periode speelden overheden een veel grotere rol in de economie dan voorheen, daarbij voortbouwend op de grotere rol die zij daarvoor waren gaan spelen bij de bestrijding van de crisis van de jaren dertig en de voorbereiding op de Tweede Wereldoorlog (Goodhart 2010). Europese overheden namen de belangrijke taak op zich om de wederopbouw te leiden, en bij te dragen aan de modernisering van economieën en het uitbouwen van de verzorgingsstaat, daarbij geassisteerd door economische en financiële hulp van de Verenigde Staten (vs). De tijd van de 'Nachtwakersstaat' leek voorbij. Er bestond vanaf die tijd een groot vertrouwen dat overheden de economie en de markten konden aansturen en een wantrouwen dat *laissez faire*-beleid tot sociaal gewenste uitkomsten zou leiden (Hall 2013).

Het was ook de tijd dat macro-economisch beleid (fiscaal en monetair beleid) primair in het teken kwam te staan van het bevorderen van economische groei en het maximaliseren van werkgelegenheid. Op het gebied van monetair beleid kwam het beïnvloeden van inflatie en het balanceren van de betalingsbalans – voorheen de hoofdfocus van beleid – in veel Europese landen op een tweede plaats te staan (Forsyth en Notermans 1997: 40-48). Monetair beleid werd ook sterk gepolitiiseerd: centrale banken verloren in veel landen op dit terrein hun autonomie en ministeries van Financiën namen de taken over. Politici zagen de financiële en economische malaise van de jaren dertig als bewijs dat centrale banken spectaculair hadden gefaald in hun taken. Hoewel er uitzonderingen waren (zoals Duitsland vanaf de jaren vijftig), werd vanaf dat moment monetair beleid een expliciete taak van de ministeries, terwijl centrale banken de rol kregen van beleidsuitvoerder en -adviseur (Goodhart 2010). Zelfs in Nederland, waar De Nederlandse Bank (DNB) op dit gebied in principe een hoge mate van onafhankelijkheid had, lag de uiteindelijke politieke verantwoordelijkheid bij het ministerie van Financiën. De 'schaduw van hiërarchie' lag altijd over de werkwijze van DNB (De Greef et al. 1997).

De internationale financieel-economische verhoudingen werden op andere grondslagen geënt, om ervoor te zorgen dat landen genoeg beleidsautonomie hadden om dit nieuwe macro-economische beleid vorm te geven. Het Bretton Woods-akkoord (vernoemd naar de Amerikaanse plaats waar in 1944 een veertigtal landen dit akkoord sloten) speelde hierbij een zeer grote rol. Met dit akkoord beoogden regeringsleiders de internationale handel tussen de betrokken landen te stimule-

ren, en deze landen tegelijkertijd te beschermen tegen de volatiliteit van internationale kapitaalmarkten. Landen hadden binnen dit systeem toestemming om kapitaalcontroles te hanteren, waarmee zij internationale, niet aan handel gerelateerde, financiële transacties konden beperken. Dit werd gezien als een cruciale voorwaarde om de autonomie van landen op het gebied van macro-economisch beleid te garanderen. Op een aantal punten verschilde het nieuwe regime fundamenteel van de beleidsprincipes van voor de jaren dertig. Het internationale financieel-economisch systeem van voor de jaren dertig was gebaseerd op de zogeheten Gouden Standaard, waarbinnen vrij kapitaalverkeer de regel was. Na de Grote Depressie zag een nieuwe generatie beleidsmakers en economen dit oude regime als belangrijke oorzaak van de ontstane economische malaise (Ruggie 1982; Helleiner 1995; Kirshner 1999).

De financiële sector werd in veel landen gezien als een belangrijke schakel binnen het naoorlogse economische beleid. Direct na de Tweede Wereldoorlog was er sprake van grote schaarste. Europese overheden wilden voorkomen dat krediet naar 'niet-noodzakelijke' economische activiteiten stroomde of, omgekeerd, dat belangrijke economische activiteiten niet werden gefinancierd omdat de marktrentes te hoog lagen. Alle overheden maakten dan ook linksom of rechtsom beleid om de groei, de allocatie en de prijs van krediet te sturen (OECD 1992). Dit sturende beleid werd gefaciliteerd door de *aard* van de naoorlogse financiële spelers en sectoren. In deze periode hadden financiële instellingen en financiële stromen primair een nationaal karakter. Daarnaast waren Europese financiële sectoren veelal gesegmenteerd in verschillende deelgebieden: het bankwezen, het verzekeringswezen en de instellingen die actief waren op kapitaalmarkten. Binnen het bankwezen was er doorgaans ook sprake van specialisatie, met aparte handelsbanken, commerciële banken, agrarische banken, spaarbanken en hypotheekbanken (Borio en Filosa 1994). Nationale financiële sectoren verschilden echter zeer sterk van structuur en ook de manier waarop overheidsbeleid gericht op de financiële sector precies vorm kreeg, varieerde van land tot land (Zysman 1983).

Dit is de achtergrond waartegen het naoorlogse financiële sectorbeleid in Europese landen vorm kreeg. Hieronder wordt dit beleid op drie facetten geanalyseerd en gekarakteriseerd. Allereerst worden in vogelvlucht de contouren besproken van de achterliggende *denkkaders* op het gebied van de financiële sector en de regulering daarvan (paragraaf 2.2). Vervolgens wordt de *beleidspraktijk* geanalyseerd. Daarbij kijken we naar de beleidsinstrumenten die overheden hanteerden om de bijdrage van de sector aan de economie te vergroten en de financiële stabiliteit te garanderen (paragraaf 2.3). Vervolgens gaat het over de *institutionele vormgeving* van beleid. Met andere woorden: de verschillende manieren waarop het beleid in Europese landen tot stand kwam en werd geïmplementeerd (paragraaf 2.4). Het hoofdstuk sluit af met een samenvatting (paragraaf 2.5).

2.2 ACHTERLIGGENDE DENKKADERS

In de naoorlogse periode was er zeker geen sprake van een overkoepelende theorie over financiële regulering, laat staan dat alle Europese overheden er precies dezelfde denkkaders op nahielden. Overheidsbeleid was veelal pragmatisch tot stand gekomen en sterk ingegeven door de economische omstandigheden van die tijd – eerst de financieel-economische malaise van de jaren dertig en na de Tweede Wereldoorlog de noodzaak tot wederopbouw en economisch herstel (Forsyth en Notermans 1997: 54-56). Desondanks was er wel een aantal uitgangspunten die de Europese beleidsmakers min of meer deelden. Keynesiaanse economische ideeën die vanaf die tijd aan populariteit wonnen, hadden een belangrijke invloed op deze uitgangspunten (Hall 1989).

Box 2.1 Neoklassieke denkkaders versus Keynesiaanse ideeën

De Grote Depressie had een zeer grote klap toegebracht aan de geloofwaardigheid van de neoklassieke economische denkkaders die tot die tijd dominant waren. In deze denkkaders – met wetenschappers als William Jevons, Léon Walras en Carl Menger als grondleggers – werden de positieve effecten van vrije marktwerking benadrukt. Ook werd aangenomen dat economieën zich doorgaans in een staat van evenwicht bevinden, die hooguit tijdelijk kan worden verstoord. Het idee dat economieën in een ongecontroleerde neerwaartse spiraal terecht zouden kunnen komen, was ondenkbaar (Chwieroth 2010). Precies dat gebeurde echter tijdens de Grote Depressie. De beleidsstrategie die voortvloeide uit de neoklassieke denkkaders – grofweg: deflatie via het verlagen van lonen, om zo de internationale concurrentiepositie van een land te verbeteren – leek de economische problemen alleen maar erger te maken. De desillusie wat betreft de neoklassieke beleidsrecepten werd in 1940 treffend verwoord door de toenmalige voorzitter van de *American Economic Association* Frederick Mills: “If we face the realities of economic life, and set against these realities our theories, our analytic tools, our ability to devise and direct instruments of control, we must confess to inadequacy” (geciteerd in Chwieroth 2010: 69). Gaandeweg steeg de populariteit van economische ideeën die waren gebaseerd op andere uitgangspunten en beleidsrecepten – ideeën die grofweg kunnen worden geschaard onder het label ‘Keynesianisme’, naar de zeer invloedrijke Engelse econoom John Maynard Keynes (1883-1946). Vanaf de jaren dertig en veertig kregen Keynesiaanse ideeën in zowel wetenschappelijke als politiek-bestuurlijke kring brede steun. Aanhangers van deze ideeën benadrukten dat vrije marktwerking ook destabiliserende effecten kan hebben. De acties van individuele marktpelers kunnen op macroniveau tot ongewenste uitkomsten leiden. Door zelfversterkende effecten kan de economie in een neerwaartse spiraal komen. De overheid heeft in dit perspectief een zeer belangrijke rol in de economie. Meer specifiek dient de overheid door middel van marktregulering te voorkomen dat ongebreidelde concurrentie destabiliserende effecten heeft (Kirshner 1999). Ook heeft de overheid in het geval van economische problemen een stimulerende taak: overheidsuitgaven tijdens economische neergang zouden tegenwicht bieden aan de neerwaartse spiraal die anders dreigde te ontstaan. Dat impliceert geen allesoverheersende, maar een regulerende en interveniërende overheid (Skidelsky 2011).²

Hieronder worden de facetten van deze nieuwe denkkaders op het gebied van financiële regulering besproken. We kunnen drie met elkaar samenhangende kern-ideeën onderscheiden:

1. de financiële sector speelt een *actieve* rol in economische processen;
2. een ongereguleerde financiële sector neigt naar instabiliteit;

3. overheden hebben een belangrijke rol bij het stabiliseren en sturen van de financiële sector.

Allereerst zagen economen en beleidsmakers de financiële sector als fundamentele pijler onder het functioneren van de moderne kapitalistische economie: de sector speelt een *actieve en sturende* rol in economische processen. Dit betekent dat het financiële systeem niet zomaar werd gezien als ‘doorgeefluik’, zoals in de neoklassieke denkkaders. De financiële sector kan namelijk een eigen dynamiek creëren, waardoor het investeringsgedrag van marktpelers niet noodzakelijkerwijs bijdraagt aan de ‘werkelijke’ behoeftes van de economie. De Grote Depressie had volgens velen aangetoond dat het investeringsgedrag van financiële spelers niet per se de economische cyclus *volgt*, maar deze kan *sturen*. Financiële spelers kunnen namelijk bepaalde economische activiteiten stimuleren die primair hun eigen (kortetermijn)belang dienen maar daarmee de economie zelf schade toebrengen, bijvoorbeeld omdat deze activiteiten leiden tot financiële ‘zeepbellen’. Tegelijkertijd werd onderkend dat een moderne economie niet zonder een moderne en ontwikkelde financiële sector kan; kredietverlening en betalingsverkeer werden noodzakelijk geacht voor het goed functioneren van de economie. De kunst was dus te zorgen voor een sector die niet uit de bocht zou vliegen, maar wel zou bijdragen aan economisch herstel en economische groei (Nesvetailova 2007; Chwieroth 2010).

Dit heeft te maken met het tweede kernidee: ongebreidelde marktwerking kan op collectief niveau tot ongewenste uitkomsten leiden. In belangrijke mate werd dit fenomeen verklaard door de kortetermijnoriëntatie van marktpartijen – specifiek op financiële markten. Investeerders hanteren een korte tijdshorizon vanwege fundamentele onzekerheid over de langetermijnontwikkeling van de reële economie. Deze fundamentele onzekerheid zorgt ervoor dat marktpartijen vooral oog hebben voor elkaars gedrag (*wisdom of the crowd*), zo was de gedachte. Dit leidt ertoe dat periodes van overoptimisme en uit de pan rijzende prijzen van financiële instrumenten worden afgewisseld met periodes van collectieve paniek en kelderende prijzen, zonder dat deze prijsfluctuaties te verklaren zijn door ontwikkelingen in de reële economie (cf. Akerlof en Shiller 2009; Skidelsky 2011).

Dit gedrag van marktpelers zorgt ervoor dat een ongereguleerde financiële sector neigt naar instabiliteit en kan falen in het overkoepelende doel, namelijk bijdragen aan economische ontwikkeling. Wetenschappers en beleidsmakers zagen de golf van financiële debacles in zowel de VS als Europa als bewijs dat deze markten niet grotendeels zelfregulerend waren – zoals in de neoklassieke denkkaders werd verondersteld – maar juist de neiging hadden te destabiliseren. In het geval van kortlopende internationale kapitaaltransacties kan deze geïdentificeerde dynamiek het internationale financieel-economische systeem significant verstoren, met alle nadelige gevolgen van dien voor de internationale goederenhandel. Daarnaast

kunnen instabiele financiële markten de nationale economie ontregelen, met negatieve effecten voor de werkgelegenheid en economische ontwikkeling (Helleiner 1995).

Uit dit alles trokken wetenschappers en beleidsmakers ten slotte de conclusie dat de overheid een belangrijke rol heeft bij het reguleren en stabiliseren van de financiële sector. Zij stelden dat zonder overheidsingrijpen de rente op leningen zich niet op een maatschappelijk wenselijk niveau zou stabiliseren, maar te hoog zou zijn (cf. Canova 1995: 1299). Ook zagen beleidsmakers en economen (waaronder Keynes) het aan banden leggen van internationale kapitaalstromen als een goede en noodzakelijke strategie – in direct contrast met de neoklassieke opvatting over de wenselijkheid van vrije kapitaalstromen. Juist de neiging van marktparticipanten om beslissingen te baseren op conventies en *wisdom of the crowd* – waardoor zichzelf versterkende en destabiliserende financiële trends konden ontstaan die nauwelijks waren verankerd in de reële economie – gaf overheden een bijzondere taak. De overheid kreeg de taak om de verwachtingen van marktparticipanten te beïnvloeden: voorspelbaar beleid en stevige controles op financiële transacties zouden bij marktpartijen onzekerheden wegnemen en hun verwachtingen stabiliseren, waarmee de desastreuze effecten van hun kuddegedrag kon worden voorkomen (Chwieroth 2010: 66-67).

Kortom, binnen de naoorlogse denkkaders was de financiële sector een cruciale pijler onder de economie. Beleidsmakers trokken – mede geïnspireerd door deze ideeën – de conclusie dat concurrentie tussen financiële spelers moest worden ingekaderd, zodat de sector zou kunnen bijdragen aan economische ontwikkeling en de negatieve effecten van financiële instabiliteit zouden kunnen worden voorkomen. Europese overheden namen daarmee een sturende rol op zich: de financiële sector moest zodanig worden gereguleerd dat die zou fungeren als de ‘dienaar’ en niet de ‘baas’ van de reële economie (Helleiner 1995).

2.3 DE BELEIDSPRAKTIJK

Zoals in hoofdstuk 1 werd aangestipt, trachten beleidsmakers met financiële regulering twee kerndoelstellingen te behartigen: (1) het maximaliseren van de bijdrage van de financiële sector aan economische ontwikkeling; en (2) het waarborgen van financiële stabiliteit. In de naoorlogse periode werd de eerste doelstelling behartigd door middel van maatregelen gericht op de prijs, de allocatie en de groei van bancair krediet. Daarnaast speelden controles op internationale kapitaaltransacties een belangrijke rol. Financiële stabiliteit werd primair behartigd door de structuur van de sector te reguleren, specifiek door schotten te plaatsen tussen banken, verzekeraars en beleggingsinstellingen en barrières op te werpen of te handhaven tussen verschillende type banken. Ook maakten beleidsmakers gebruik van vestigingsrestricties. Daarnaast werd met het oog op de financiële stabiliteit invloed uit-

geoefend op de hoogte van bancaire depositorentes, de hoogte van het eigen vermogen en de liquiditeitspositie, al speelden deze beleidsinstrumenten een minder grote rol dan het genoemde structuurbeleid.

Beleidsmakers zagen de beleidsinstrumenten die voor beide doelen werden ingezet in veel opzichten als complementair. Zo waren kapitaalcontroles een belangrijk onderdeel van het (macro)economische beleid gericht op het (bij)sturen van de allocatie van financiële middelen in de economie, maar hadden zij daarnaast belangrijke effecten op de financiële stabiliteit. Beleidsmakers vertrouwden er over het algemeen op dat beide doelstellingen waren gebaat bij het inperken van concurrentie tussen financiële instellingen – want dat is waar de meeste beleidsinstrumenten feitelijk op neerkwamen. Hieronder wordt het beleid, dat in figuur 2.1 op hoofdlijnen is weergegeven, verder toegelicht.

Figuur 2.1 Schematische weergave van het naoorlogse beleid



2.3.1 BELEID GERICHT OP ECONOMISCHE ONTWIKKELING

Financiële regulering in Europese landen was in zeer belangrijke mate gericht op het faciliteren van macro-economisch beleid (specifiek: monetair beleid) en/of het voeren van industriepolitiek (Busch 2001). De beleidsinstrumenten die hieraan moesten bijdragen, vielen grofweg in twee clusters uiteen:

1. de regulering van de prijs, allocatie en groei van krediet;
2. de regulering van grensoverschrijdende kapitaalstromen.

Hoewel overheden met veel van deze regels al voor de Tweede Wereldoorlog hadden geëxperimenteerd, werd dit beleid na de oorlog geformaliseerd en uitgebreid. Dit beleid was een belangrijk onderdeel van het naoorlogse ‘Keynesiaanse’ beleid gericht op economische ontwikkeling en modernisering (Hall 1989; Forsyth en Notermans 1997).

Kredietrestricties: prijs, allocatie en groei

Bancaire kredietverstrekking werd intensief gereguleerd. Beleidsmakers stelden over het algemeen een limiet aan de hoogte van de rente die banken op leningen mochten vragen. Overheden gaven banken zo de rol van verstrekker van goedkoop krediet aan bepaalde sectoren of specifieke bedrijven. Deze maatregelen werden ingezet in Scandinavische landen, continentale Europese landen en het Verenigd Koninkrijk (VK). Ook Nederland en Duitsland hanteerden regels op dit gebied, al werden deze vanaf de jaren zestig niet meer (of slechts bij hoge uitzondering) gebruikt (Hodgman 1973; Vittas 1991; Edey en Hviding 1995).

Overheden beïnvloedden niet alleen de *prijs* maar ook de *allocatie* van krediet. Overheden in landen als België, Italië, Spanje, Griekenland, Frankrijk en Zweden verplichtten banken om een bepaald aandeel van hun balans te reserveren voor overheidsobligaties. Deels werd dit ingegeven door financiële stabiliteits-overwegingen, maar het was voor overheden ook een manier om begrotings-tekorten goedkoop te financieren. Landen als het VK, Zweden, Italië, Spanje, Frankrijk en Griekenland hadden regels om de kredietverstrekking aan bepaalde sectoren te stimuleren (Borio en Filosa 1994). Doorgaans was dit formeel beleid, maar in bijvoorbeeld het VK verliep deze sturing subtieler. Daar kon de Bank of England via zogeheten ‘verzoeken’ het bankwezen aansturen om bepaalde sectoren (met name de exportsector, de scheepvaart, de industrie en de landbouw) voorrang te geven bij kredietverlening. Ook via het onderpandbeleid of door uitzonderingen te maken op kredietlimieten (zie hieronder) konden leningen aan bepaalde sectoren worden bevorderd (Hodgman 1973: 144). In deze landen werd via kredietallocatie-beleid dus industriepolitiek gevoerd (Zysman 1983).

In veel landen speelden overheidsbanken een belangrijke rol bij het financieren van economische activiteiten, zoals investeringen in bepaalde – opkomende, of juist in moeilijkheden verkerende – sectoren. Het was een stuk eenvoudiger om een ‘Keynesiaans’ economisch stimuleringsbeleid te implementeren als een (significant) deel van het bankwezen in handen was van de staat (Busch 2001: 312). Landen als Frankrijk, Spanje en Italië maakten hier gebruik van. De Italiaanse overheid richtte bijvoorbeeld in de jaren vijftig regionale investeringsbanken op (*Medio-crediti Regionali*), met name om de armere regio’s in Italië te ondersteunen en te ontwikkelen. Daarnaast richtte ze de *Mediobanca* op, die zich specifiek richtte op de industrialisering van Noord-Italië (Forsyth 1997). Niet alleen Zuid-Europese landen maakten gebruik van overheidsbanken om industriepolitiek te voeren, ook

landen als Duitsland en Nederland deden dit, zij het in beperktere mate. Zo voerde Duitsland een regionale industriepolitiek via de *Landesbanken*. En in Nederland verstrekte de overheid bedrijfsleningen met een lange looptijd via de *Maatschappij tot Financiering van het Nationaal Herstel N.V.* (beter bekend als de *Herstelbank*) en stimuleerde ze de export via de *Export Financieringsmaatschappij* (Visser 1993: 15).

Box 2.2 **Beïnvloeding van kredietallocatie in Frankrijk**

In Frankrijk zagen politici en beleidsmakers de financiële sector als een belangrijk kanaal om economisch herstel en de modernisering van de economie te stimuleren. De overheid zette kredietbeleid in om de maakindustrie, de landbouw, energiebedrijven, de transportsector en de huizenmarkt te stimuleren. De overheid gebruikte hiertoe grofweg drie strategieën. Ten eerste beïnvloedde de *Banque de France* (BdF) de kredietallocatie door een specifiek onderpandbeleid. Banken die bij de BdF aanklopten voor herfinanciering, konden alleen de leningen als onderpand aanbieden die waren bedoeld voor de ‘financiering van productieve investeringen’. Deze investeringscategorie werd bewust ‘vaag’ gehouden om de BdF veel vrijheid te geven bij de beïnvloeding van kredietallocatie. Ten tweede gebruikte de overheid vanaf 1955 een fonds (het *Fonds de Développement Economique et Social*) om leningen aan het bedrijfsleven te subsidiëren. Omdat het fonds werd gebruikt voor de subsidie van leningen (in plaats van voor directe financiering), kon het als ‘hefboom’ worden gebruikt. Ten slotte gebruikte de overheid het deel van het bankwezen dat in handen was van de staat, voor het voeren van industriepolitiek. Instellingen als het *Caisse de Dépôts et Consignations*, *Crédit National* en *Crédit Agricole* hadden expliciet de opdracht om aan specifieke sectoren goedkope leningen te verstrekken (Hodgman 1973: 147-152; Forsyth 1997: 116-120).

Ten slotte reguleerden overheden in zo goed als alle West-Europese landen (met Duitsland als belangrijkste uitzondering) de kredietgroei, in het bijzonder om monetair beleid vorm te geven. Omdat rentebeleid in het teken stond van het bevorderen van economische groei en werkgelegenheid, probeerden veel landen de inflatie (die het gevolg kon zijn van een al te sterke groei van kredietverlening) met kredietlimieten te beperken. Dit type beleid werd vooral ingezet als de vraag naar leningen te groot was en de inflatie daarmee – door de toename van kredietverlening – uit de hand dreigde te lopen. Dit was bijvoorbeeld in de jaren zestig het geval in Nederland, België en het VK (Hodgman 1973; Edey en Hviding 1995; Forsyth en Notermans 1997; Forsyth 1997; Van Eerden 2001).

Box 2.3 **Kredietrestricties in Nederland**

In Nederland legde DNB banken kredietlimieten op om de geldgroei te beïnvloeden die werd veroorzaakt door bancaire kredietverlening. Dit stond bekend als het ‘monetaire toezicht’ op banken (Van Eekelen 1987). Geldcreatie diende gelijk op te gaan met de toename van transacties in de reële economie. Tussen 1945 en 1960 werden verschillende vormen van kwalitatieve en kwantitatieve kredietrestricties gehanteerd, met het oog op economisch herstel en om de inflatie te beperken (De Greef et al. 1997). Vanaf het begin van de jaren zestig probeerde DNB de groei van kortetermijnbedrijfsleningen in te dammen. De sterke economische groei zorgde voor een zeer hoge vraag naar leningen, waardoor DNB het beleid verder aanscherpte (Van Eerden 2001). Vanaf medio jaren zestig breidde DNB deze restricties uit naar leningen aan regionale publieke instellingen en leningen

met een langere looptijd (Hodgman 1973). Deze beperkingen hadden als bijeffect dat banken geen agressief kredietbeleid konden voeren en daarmee ook minder grote risico's namen (Coljé 1988: 17).

Internationale kapitaalstromen

Kapitaalcontroles waren de tweede pijler van financiële regulering gericht op economische ontwikkeling, al hadden deze ook belangrijke effecten op de financiële stabiliteit (zie hieronder). Binnen het Bretton Woods-systeem legden overheden internationale kapitaalstromen aan banden, waarbij zij aangetekend dat die al sinds de jaren dertig (mede door kapitaalrestricties) grotendeels waren opgedroogd. Staten mochten binnen dit systeem kapitaalcontroles hanteren om internationale financiële transacties te beperken die niet aan handel waren gerelateerd. Keynes, een van de grondleggers van 'Bretton Woods', zag kapitaalcontroles als een essentiële component van het naoorlogse economische beleid. Hij stelde dat controle over de rentestanden een noodzakelijke component was van de nationale autonomie op het gebied van economisch beleid. Dit was in een systeem met vaste wisselkoersen alleen mogelijk met kapitaalcontroles. Overigens waren kapitaalcontroles ook bedoeld als een manier om het internationale financieel-economische systeem stabiel te houden (Helleiner 1995; Forsyth 1997). Meer specifiek waren kapitaalcontroles bedoeld om de (hierboven besproken) kredietrestricties te kunnen handhaven. Een grote uitstroom van kapitaal (als investeerders op zoek zouden gaan naar hogere rendementen) zou immers het op goedkoop krediet gerichte beleid kunnen ondermijnen. Een grote instroom van kapitaal zou inflatoire effecten kunnen hebben en de doelstellingen op het gebied van het monetaire beleid kunnen verstoren (OECD 1992).

Binnen de Europese Economische Gemeenschap (EEG) waren kapitaalcontroles dan ook de regel. In het EEG-Verdrag (1957) hadden lidstaten het recht om grensoverschrijdende kapitaalstromen te reguleren.³ Vrij verkeer van goederen, diensten en arbeid stond centraal, kapitaal had *de facto* een secundaire status. Sterker nog, kapitaalrestricties werden gezien als een cruciale voorwaarde voor het adequaat functioneren van de Europese interne markt, omdat stabiele wisselkoersen noodzakelijk werden geacht voor het stimuleren van de handel binnen Europa (Abdelal 2007). Van de zes landen die aan de basis stonden van het EEG-verdrag, was alleen Duitsland een voorstander van vrij kapitaalverkeer. Duitsland wees op het gevaar dat kapitaalcontroles overheden in staat stellen om (voor politieke gewin) onverantwoord monetair beleid te voeren. De overige landen benadrukten echter dat vrij kapitaalverkeer verlies van beleidsautonomie betekende en daarnaast speculanten in staat stelde om de financiële systemen van de landen te ontwrichten (Abdelal 2007: 48-49; cf. Bakker 1996: 80-85). In Nederland werd met het Deviezenbesluit 1945 het internationale betalingsverkeer geregeld. Dit was een negatief systeem: alles wat niet uitdrukkelijk was toegestaan, was verboden (Eijgenhuijsen et al. 1987: 38). Dat maakte het – net als in andere landen – een zeer

beleidsintensief proces. Overigens waren vanaf 1960/1961 wel alle transacties gerelateerd aan internationale handel (conform de Bretton Woods-doelstellingen) en waren ook directe buitenlandse investeringen toegestaan (Bakker 1996; National Institute for Economic and Social Research 1997).

2.3.2 BELEID GERICHT OP FINANCIËLE STABILITEIT

Beleid gericht op financiële stabiliteit (het tweede kerndoel) bestond ook uit grofweg twee clusters van maatregelen:

1. structuurmaatregelen;
2. maatregelen gericht op de financiële positie van instellingen.

Structuurmaatregelen hadden betrekking op de scheidslijnen tussen verschillende typen financiële instellingen en die tussen financiële instellingen en het niet-financiële bedrijfsleven. Het tweede cluster maatregelen had primair betrekking op de hoogte van depositorenten en (in mindere mate) op de eigen-vermogenpositie en liquiditeitspositie van banken (Borio en Filosa 1994; Busch 2001; Goodhart 2010).

Structuurmaatregelen: scheidslijnen en vestigingsbeleid

Structuurmaatregelen waren verreweg de belangrijkste set van maatregelen om financiële stabiliteit te bevorderen. Structuurmaatregelen hadden allereerst betrekking op het *type activiteiten* dat financiële instellingen konden ontplooiën, *direct* dan wel *indirect* (via aandeelhouderschap in andere bedrijven). Veel Europese overheden hadden in reactie op de financiële crises van de jaren dertig formeel dan wel informeel beleid ontwikkeld om barrières op te werpen of te handhaven tussen verschillende segmenten van de financiële sector, of tussen de financiële sector en het niet-financiële bedrijfsleven. Bepaalde scheidslijnen waren in aanloop naar die financiële crises namelijk vervaagd, wat naderhand werd gezien als een kernprobleem (Forsyth 1997: 101-103). Het in de jaren dertig geïntroduceerde structuurbeleid werd na de oorlog geformaliseerd dan wel gehandhaafd.

Vier scheidslijnen kunnen worden onderscheiden (zie Borio en Filosa 1994: 9-10):

1. tussen banken en niet-financiële instellingen;
2. tussen banken en verzekeraars;
3. tussen commerciële banken en instellingen actief op kapitaalmarkten (zakenbanken of beleggingsinstellingen);
4. tussen verschillende typen kredietverstrekkers (bijvoorbeeld banken gespecialiseerd in bedrijfsleningen versus hypotheekverstrekkers versus spaarbanken).

In zo goed als alle Europese landen hielden beleidsmakers de eerste twee scheidslijnen – dus die tussen banken en het niet-financiële bedrijfsleven en die tussen banken en verzekeraars – nauwlettend in de gaten. Veel Europese overheden waren ervan overtuigd dat het combineren van de verschillende activiteiten tot hoge risi-

co's zou leiden, in het bijzonder omdat dit banken te afhankelijk maakte van het wel en wee van andere bedrijfstakken. Daarnaast vreesden beleidsmakers dat het verwaarlozen van deze scheidslijnen zou kunnen leiden tot een ongewenste concentratie van macht en invloed bij de banken. Doorgaans was een substantiële vermenging van deze activiteiten (direct dan wel via aandeelhouderschap) dan ook niet toegestaan. Duitsland vormde de belangrijkste uitzondering – daar waren banken in principe vrij om eigenaar te zijn van verzekeraars en van niet-financiële instellingen; daar was dit ook staande praktijk. In Zwitserland en het VK waren er dan wel geen formele regels die deze connecties verboden, maar werd via andere regelgeving (in het geval van Zwitserland) of via druk van de toezichthouder (in het geval van het VK) voorkomen dat deze combinaties van de grond konden komen. In andere Europese landen (waaronder Nederland) was sprake van formele regelgeving om deze scheidslijnen te handhaven (Cumming en Sweet 1988; OECD 1992; Borio en Filosa 1994; Edey en Hviding 1995; Bröker 1989).

De derde scheidslijn heeft betrekking op de vraag of banken zogeheten kapitaal-marktdiensten mogen aanbieden, zoals de handel in financiële instrumenten, *market making*, het begeleiden van een beursgang, enzovoort. De meeste Europese landen (bijvoorbeeld Frankrijk, Italië en België) hanteerden formele restricties op dit terrein. Beleidsmakers zagen de vermenging van bancaire diensten en kapitaal-marktdiensten als te risicovol en een potentiële bedreiging voor de financiële stabiliteit. Hoewel sommige landen (zoals Nederland, Duitsland en het VK) op dit terrein niet of nauwelijks (wettelijke) barrières opwierpen, werd ook in die landen het combineren van de verschillende activiteiten *de facto* ontmoedigd of nagenoeg onmogelijk gemaakt. In het VK was bijvoorbeeld sprake van een kartel van instellingen die kapitaalmarktactiviteiten ontplooiden, waardoor het voor de *clearing banks* (de commerciële banken) erg moeilijk was om deze markten te bedienen (OECD 1992: 50). Duitsland hanteerde vrij gedetailleerde regels op het gebied van de structuur van bankbalansen. Met name door de strenge koppeling van de looptijden van de bancaire activa en de passiva bestonden er feitelijk beperkingen van de mate waarin banken verschillende activiteiten konden combineren (Baltensperger en Dermine 1987; Vittas 1991; Kregel 1992; Borio en Filosa 1994; Wyplosz 1999).

De vierde scheidslijn – die tussen verschillende typen kredietinstellingen – was van minder groot belang voor het beleid gericht op financiële stabiliteit. Hoewel in veel Europese landen het bankwezen was gesegmenteerd en uit verschillende gespecialiseerde kredietverleners bestond – zoals banken gericht op de agrarische sector, spaarbanken, hypotheekbanken en commerciële banken – was dit eerder het gevolg van de historische ontwikkeling van de sector dan van expliciet overheidsbeleid. Desalniettemin waren de verschillende typen kredietinstellingen vaak aan verschillende eisen onderhevig. Vooral spaarbanken waren doorgaans beperkt in hun investeringsmogelijkheden of in de diensten die zij mochten aanbieden. Ook

hypotheekbanken kenden doorgaans een ander beleidsregime dan de commerciële banken. In de naoorlogse periode vervaagden de scheidslijnen tussen de verschillende kredietverleners echter meer en meer, in de loop van de tijd ook gestimuleerd door overheidsbeleid (OECD 1992; zie hoofdstuk 3).

Box 2.4 **Structuurbeleid in Nederland**

Ook Nederland voerde een structuurbeleid om de scheidslijnen tussen financiële instellingen en tussen financiële instellingen en het bedrijfsleven te handhaven of te beïnvloeden. De Wet Toezicht Kredietinstellingen uit 1952 gaf DNB een rol bij het controleren van fusies en overnames op dit terrein. Alleen bij een 'verklaring van geen bezwaar' zouden fusies worden toegestaan. De doelstelling van het structuurbeleid gericht op financiële instellingen was tweeledig: enerzijds om de (markt)macht van banken te beperken, anderzijds om transparante eigendomsverhoudingen te waarborgen en zo effectief toezicht te kunnen blijven uitoefenen. Daarnaast vreesde men dat het aandeelhouderschap van banken in niet-financiële instellingen (zogeheten *banque d'affaires*) tot ongewenste prikkels zou leiden, zoals het verstrekken van dubieuze leningen (Coljé 1988: 141). In de praktijk belemmerde dit structuurbeleid de Nederlandse commerciële banken (de 'algemene banken') niet om in de jaren zestig door middel van fusies een proces van schaalvergroting in te zetten. DNB maakte namelijk een uitzondering bij de fusies die leidden tot de vorming van de Algemene Bank Nederland (ABN) en de Amsterdam-Rotterdam Bank (AMRO) in 1964. Dit maakte de weg vrij voor de volgende grote fusie – de vorming van Rabobank in 1972. De scheidslijnen tussen het bankwezen en de verzekeringsindustrie en de niet-financiële industrie bleven wel grotendeels intact. Ook bleven traditionele scheidslijnen tussen de algemene banken en de 'gespecialiseerde banken' (hypotheekbanken, spaarbanken en agrarische banken) lange tijd goeddeels overeind, al begonnen vanaf de jaren zestig de commerciële banken, mede door de fusies, steeds meer terrein te veroveren (Van Eerden 2001).

Structuurmaatregelen hadden ook betrekking op *de geografische reikwijdte* van de financiële dienstverlening. Hier ging het om restricties bij het opzetten van bijkantoren of vestigingen elders in het land, of in het buitenland. Ook ging het om het stellen van eisen aan buitenlandse banken die een vestiging wilden openen. Veel Europese overheden waren ervan overtuigd dat restricties op deze terreinen nodig waren om voldoende controle te kunnen uitoefenen op het bankwezen. De vrees bestond dat er bij een grote vrijheid op dit gebied een situatie kon ontstaan van *overbanking*, waarbij te veel banken een te klein gebied bedienen en er derhalve te sterke concurrentie zou ontstaan. Omgekeerd bestond er ook een vrees voor marktmacht: de situatie dat de grote banken de kleine, regionale banken zouden wegconcurreren (OECD 1992). In landen als Duitsland (tot 1961), Frankrijk, Oostenrijk en Zweden mochten banken niet zomaar een nieuw bijkantoor openen. Vaak moesten zij aantonen dat er behoefte was aan een nieuwe bancaire dienstverlener – de zogeheten *market need test*. In andere Europese landen – zoals Nederland, Luxemburg en het VK – werden op deze gebieden niet of nauwelijks restricties opgelegd, al werd ook in die landen de expansie van banken nauwlettend in de gaten gehouden, en waren er diverse barrières voor de toegang van buitenlandse uitdagers om de positie van binnenlandse instellingen te beschermen (Bröker 1989).

De financiële positie van instellingen

Een tweede set maatregelen om financiële stabiliteit te bevorderen was gericht op het stellen van grenzen aan de hoogte van depositorentes en (in mindere mate) regels op het gebied van het eigen vermogen en de liquiditeit van banken. Deze maatregelen waren in veel landen echter van secundair belang in vergelijking met de structuurmaatregelen. Met name op het gebied van eigen vermogen en liquiditeit was er in veel landen niet of nauwelijks sprake van formele regelgeving (Norton 1989; Vittas 1991; Borio en Filosa 1994).

Veel Europese landen hanteerden limieten voor de hoogte van rentes op deposito's (Baltenspercher en Dermine 1987; Bröker 1989).⁴ Voorbeelden zijn Frankrijk, België, het VK en Zwitserland. Ook Duitsland introduceerde in de jaren zestig restricties op dit gebied, maar stapte daar in 1967 van af (Hodgman 1973). Nederland was een uitzondering: daar werden geen formele restricties opgelegd aan de hoogte van depositorentes. De overkoepelende doelstelling van dit beleid was (wederom) het beperken van concurrentie tussen financiële instellingen. De overheden die voor dit instrument kozen, vreesden dat het vrijlaten van de depositorentes zou leiden tot sterke concurrentie tussen financiële instellingen om klanten, wat een drukkend effect zou kunnen hebben op de winsten van banken en daarmee de continuïteit van banken in gevaar zou kunnen brengen (Bröker 1989: 54).

Zoals gezegd bestonden er in Europa niet of nauwelijks formele regels op het gebied van het eigen vermogen en liquiditeit (ook wel 'microprudentiële regulering' genoemd). Wel gebruikten toezichthouders in veel landen een verslechtering van de eigen-vermogenpositie van banken als waarschuwingssignaal. In Nederland en Duitsland waren er wel specifieke en formele regels op dit terrein. In Nederland had DNB de taak om toe te zien op kapitaalratio's (dus de eigen-vermogenpositie) en liquiditeitsratio's (Van Eekelen 1987; Coljé 1988).⁵ In Duitsland was kapitaal- en liquiditeitsregulering een belangrijke poot van het beleid. Zo waren er regels om ervoor te zorgen dat de looptijd van uitgezette leningen enigszins overeenkwam met de looptijd van de bancaire verplichtingen. Ook was sprake van een minimumkapitaalratio, dus het eigen vermogen als ratio van het totaal aan uitstaande leningen (Kregel 1992). Duitsland en Nederland waren echter uitzonderingen. In het algemeen gold voor de naoorlogse periode: "[m]ost countries paid little attention to prudential (...) regulation" (Vittas 1991).

2.4 INSTITUTIONELE VORMGEVING

Financiële spelers en stromen hadden in de naoorlogse periode primair een nationale oriëntatie. Dit betekende dat er op dit terrein niet of nauwelijks aanleiding was voor Europese afstemming of harmonisering van wet- en regelgeving, hoewel er in de context van Bretton Woods-afspraken en OECD-afspraken vanzelfsprekend een bepaalde mate van afstemming was op het gebied van macro-econo-

misch beleid. Hoewel de EEG in principe streefde naar de liberalisering van diensten (en dus ook van financiële diensten), waren pogingen van de Europese Commissie om financiële regulering te harmoniseren tot aan de jaren tachtig gedoemd te mislukken. Financieel beleid was dus grotendeels een nationale aangelegenheid.

De totstandkoming en de implementatie van financiële regulering worden van oudsher gekarakteriseerd door een hechte samenwerking tussen de relevante ministeries (vaak primair het ministerie van Financiën), de centrale bank en vertegenwoordigers van de financiële sector (Moran 1991; Story en Walter 1997; Braithwaite en Drahos 2000; Van Eerden 2001; Mügge 2010). Het beleid in Europese landen werd dan ook veelal ontwikkeld in publiek-private samenwerkingsverbanden – in de woorden van Monnet et al. (2014) in ‘nationale financiële ecosystemen’. Beleid was dus zeker niet een product van de overheid alleen. Vanzelfsprekend waren er verschillen tussen landen in hoe de verantwoordelijkheden waren verdeeld binnen de zogeheten ‘beleidsdriehoek’ van (1) politiek en beleid; (2) de centrale bank en/of de toezichthouders; en (3) de financiële sector. Bovendien waren er verschillen in de formalisering van beleid en de mate van ‘politisering’ daarvan (Monnet et al. 2014).

In bijvoorbeeld Nederland en het VK lag het zwaartepunt van de beleidsimplementatie bij de centrale bank en de financiële instellingen. Politici en beleidsambtenaren speelden in deze landen vanzelfsprekend een belangrijke rol, maar veelal op de achtergrond (‘de schaduw van hiërarchie’). De relatie tussen sector en centrale bank was veelal gebaseerd op vertrouwen en op informele contacten. In het VK bestonden er geen formele wettelijke kaders en was er zelfs geen speciaal ingestelde toezichthouder voor het bankwezen. De *Bank of England* (BoE) fungeerde als de behartiger van sectorale wensen bij de overheid en omgekeerd als behartiger van politieke wensen bij de sector. De verstandhouding tussen *the City* en de BoE was informeel – op basis van ‘*gentleman’s agreements*’ –, wat betekende dat (bij wijze van spreken) een opgetrokken wenkbrauw van het hoofd van de BoE de ergste sanctie was die banken kon worden opgelegd (Busch 2002). In Nederland gaf vooral DNB, in samenspraak met de Nederlandse Bankiersvereniging (NBV; opgezet in 1948), vorm aan de beleidspraktijk van bankregulering. Hoewel politici direct na de oorlog streefden naar een meer sturende rol voor politiek en beleid, kozen zij uiteindelijk met de Bankwet (1948) en de Wet Toezicht Kredietwezen (1952) voor een model waarbij DNB, in afstemming met de sector, grote autonomie had om het bancaire beleid vorm te geven. Dit paste goed binnen de Nederlandse ‘poldertraditie’ van coördinatie op basis van overleg en consensus (Van Eerden 2001).

In andere landen – met name landen als Frankrijk en Italië, waar de financiële sector werd gezien als een belangrijk kanaal voor het implementeren van industriepolitiek – was het beleid meer geformaliseerd en waren politiek en beleid bovendien zeer nauw betrokken bij de vormgeving en uitvoering van beleid. In Italië speelde bijvoorbeeld het *Interdepartementale Comité voor Krediet en Besparingen* een belangrijke rol. In dit comité ontwikkelde het ministerie van Financiën in samenspraak met andere ministeries beleid op het gebied van depositorentes, rentes op leningen, de allocatie van krediet over verschillende economische sectoren, en het instellen van kredietlimieten. Ook de Franse overheid voerde in veel opzichten dirigistisch beleid, gefaciliteerd door het feit dat een groot deel van het bankwezen was genationaliseerd. Daar werd in 1945 een *Nationale Kredietraad* opgezet waarin de minister van Economie en Financiën in samenspraak met de *Banque de France* beleid ontwikkelde op het gebied van de allocatie van krediet en de hoogte van rentes. Kortom, in deze landen waren de ministeries zeer nauw betrokken bij de uitvoering en de vormgeving van het beleid, al hadden ook daar vertegenwoordigers van financiële instellingen goede toegang tot de besluitvormingsprocessen (Hodgman 1973).

Vaak speelden de gevestigde en grotere financiële spelers binnen de sectorvertegenwoordiging een zeer grote rol, waardoor zij een grote invloed op het beleid hadden (Story en Walter 1997). In Nederland speelde bijvoorbeeld de NBV een grote rol in de beleidsvorming, al waren hierin alleen de commerciële (algemene) banken vertegenwoordigd. De hypotheekbanken, de coöperatieve banken en de (publieke) spaarbanken waren wel vertegenwoordigd in het zogenoemde *College van Overleg*, maar dit speelde een minder grote rol bij de beleidsontwikkeling. Hierdoor luisterden beleidsmakers en de toezichthouder vooral naar de wensen van de algemene banken (Van Eerden 2001). In Europese landen waren de gevestigde spelers over het algemeen lange tijd voorstander van het handhaven van de status quo (Goodhart 2010). Het beleid was immers in essentie gericht op het inperken van concurrentie tussen de financiële spelers, waardoor deze instellingen een beschermde status hadden. Hun marges stonden veelal vast en de gemaakte winsten waren stabiel. De voorkeur voor het handhaven van de status quo veranderde pas echt in de loop van de jaren zestig, toen uiteenlopende ontwikkelingen ertoe leidden dat de concurrentie tussen financiële instellingen groter werd en instellingen de sturende regelgeving als beknellend gingen ervaren (OECD 1992; waarover meer in het volgende hoofdstuk).

Hoewel de vormgeving van de ‘beleidsdriehoek’ in Europese landen kon verschillen, waren de relaties tussen de verschillende betrokkenen vaak in zekere zin ‘in evenwicht’, waarbij publieke spelers in veel landen een sterk sturende en interveniërende rol hadden. Vanwege de nationale oriëntatie van nationale spelers en stromen was overheidsregulering over het algemeen lange tijd goed te handhaven (Busch 2001; Van Eerden 2001).

2.5 SAMENVATTING

In de naoorlogse periode streefden beleidsmakers in Europese landen ernaar de concurrentie tussen financiële instellingen in te kaderen. Zij meenden dat dit de beste strategie was om de twee hoofddoelstellingen van het beleid te realiseren: (1) het maximaliseren van de bijdrage van de sector aan de economie; en (2) het garanderen van de stabiliteit van de financiële sector. Dit beleid was mede geïnspireerd door het ‘Keynesiaanse’ denkkader dat in de jaren dertig was opgekomen. In dit denkkader was de financiële sector een fundamentele pijler van de economie – een pijler die echter veel beleidsaandacht en -controle behoeft omdat die anders de neiging heeft instabiel te worden. Beleid gericht op het vergroten van de bijdrage van de sector aan de economie bestond voornamelijk uit het reguleren van de prijs, de allocatie en de groei van bancaire krediet. Ook werden internationale kapitaaltransacties aan banden gelegd, opdat overheden genoeg autonomie zouden hebben om een zelfstandig monetair en financieel beleid te voeren.

Het stabiliteitsbeleid was primair gericht op de *structuur* van de sector: scheidslijnen binnen de sector werden opgeworpen of gehandhaafd en de vrijheid van banken om instellingen elders in het land of in het buitenland op te zetten was zeer beperkt. Daarnaast was het beleid gericht op de hoogte van depositorentes, op de liquiditeit en het eigen vermogen van banken, maar dit speelde een minder grote rol. Het dient te worden benadrukt dat de maatregelen gericht op financiële stabiliteit en die gericht op economische ontwikkeling niet werden gezien als conflicterend, maar juist als complementair. Veel maatregelen hadden effect op beide terreinen – denk bijvoorbeeld aan restricties op internationale financiële stromen. Beleidsvorming was grotendeels een nationale aangelegenheid en werd ontwikkeld in de driehoek van politiek en beleid, centrale banken en sectorale vertegenwoordigers, waarbij vaak sprake was van een consensuele verstandhouding tussen deze spelers.

3 HET PRE-CRISISBELEID (1979 – 2008)

3.1 INLEIDING

De naoorlogse periode was een tijd waarin financiële regulering was gericht op het indammen van de concurrentie tussen financiële spelers, gecombineerd met sturende maatregelen op het gebied van de financiële activiteiten en producten. Het was een periode zonder grote economische en/of financiële crises: “*the controlled, constrained financial system was just a safe, but dull place*” (Goodhart 2010: 8). Na verloop van tijd veranderden de omstandigheden echter zodanig dat overheden financiële wet- en regelgeving ingrijpend gingen herzien. Hoewel een aantal landen al in de jaren zestig en zeventig de eerste stappen daartoe zetten, vonden de meest ingrijpende hervormingen plaats vanaf de jaren tachtig en negentig. Een aantal meer algemene ontwikkelingen speelde hierbij een grote rol.

De periode tussen 1945 en 1973 wordt ook wel de ‘*golden age of capitalism*’ genoemd, vanwege de sterke economische groei in de westerse economieën en de afwezigheid van grote economische crises (cf. Glyn et al. 1990; Toniolo 2003; Eichengreen 2007). Naarmate economieën zich herstelden en het welvaartsniveau in Europese landen toenam, werd de sturende rol van overheden meer en meer als belemmerend en beklemmend ervaren. Daar waar deze rol direct na de Tweede Wereldoorlog als noodzakelijk werd gezien voor de wederopbouw, en dus kon rekenen op een brede maatschappelijke steun, brokkelde dit vertrouwen in de rol van de overheid langzamerhand af. De economische problemen van de jaren zeventig waren van fundamenteel belang voor de hervormingen van het (macro-)economische beleid van westerse overheden. De twee oliecrises van 1973-1974 en 1978-1979 brachten westerse economieën in stevige problemen. De resulterende ‘stagflatie’ (stagnatie in combinatie met inflatie) zorgde voor problemen in verschillende sectoren en voor een sterke toename van de werkloosheid. Het naoorlogse beleid, waarbij de overheid werd geacht de economie te stimuleren door de overheidsuitgaven te verhogen of rentes in geval van nood te verlagen (een anticyclisch macro-economisch beleid), bleek voor deze problemen niet goed te werken. Steeds meer wetenschappers, beleidsmakers en politici zagen dit beleid eerder als onderdeel van het probleem dan als onderdeel van de oplossing. Het grote vertrouwen in de mogelijkheden van overheden om economieën te managen liep een flinke deuk op. In plaats daarvan werd meer en meer gekeken naar marktmechanismen om economisch herstel en economische groei te bevorderen (Blyth 2002; Hall 2013).

Ondertussen was de internationale financieel-economische ordening ingrijpend veranderd. In de eerste decennia na de oorlog – toen sprake was van kleine internationale kapitaalstromen, Europees economisch herstel en een internationaal geori-

enteerd economisch beleid van de Verenigde Staten (vs) – kon het Bretton Woods-systeem redelijk goed functioneren. Naarmate de omvang van de internationale kapitaalstromen toenam (zie hieronder) en de vs bij zijn economisch beleid minder aandacht had voor de internationale gevolgen daarvan, bleek het systeem veel moeilijker handhaafbaar. De- of revaluaties werden geschuwd, uit angst voor kapitaalvlucht of het schaden van de exportposities. Het Amerikaanse monetaire en fiscale beleid was dermate ruim dat er twijfel ontstond of dollars wel konden ingewisseld in goud tegen de afgesproken prijs (35 *dollars per ounce*).⁶ Europese landen begonnen op grote schaal dollars om te zetten in goud, wat druk zette op de goudvoorraad van de vs. In 1971 zette de Amerikaanse president Richard Nixon deze inwisselbaarheid stop. Hoewel in de jaren daarna werd geprobeerd het systeem nieuw leven in te blazen, kwam het in 1973 definitief ten einde en gingen landen over op een stelsel van zwevende wisselkoersen ten opzichte van de dollar – al probeerden Europese landen vanaf dat moment via uiteenlopende beleidsregimes hun valuta's aan elkaar te koppelen (Eichengreen 2007).

Vanaf de jaren zeventig veranderde het monetaire beleid ingrijpend, zowel wat betreft het doel, de instrumenten als de institutionele vormgeving. Veel wetenschappers (met een prominente rol voor de econoom Milton Friedman), politici, beleidsmakers en vertegenwoordigers van het bedrijfsleven zagen de hoge en fluctuerende inflatie in die tijd als bewijs dat het monetaire beleid anders moest worden vormgegeven. De hoofddoelstelling van het beleid zou voortaan moeten liggen bij het zorgdragen voor prijsstabiliteit – doorgaans gedefinieerd als een lage inflatie van ongeveer 2 procent. De hoofddoelstellingen van voorheen – streven naar volledige werkgelegenheid en een zo hoog mogelijke groei – verdwenen naar de achtergrond. Monetaire autoriteiten stapten over van directe controlemechanismen van de financiële sector (zoals restricties op de kredietgroei) naar indirecte instrumenten, specifiek het aanpassen van het rentetarief voor kortlopende leningen aan banken, in combinatie met een 'communicatiestrategie' richting financiële marktspelers om beleid begrijpelijk en voorspelbaar te maken. Ten slotte ontstond de nieuwe consensus dat de verantwoordelijkheid voor niet alleen de *uitvoering* maar ook de *ontwikkeling* van monetair beleid zou moeten liggen bij een centrale bank die zo goed als volledig onafhankelijk is van de politiek. De politiek werd vanaf dat moment gezien als te grillig en opportunistisch om een degelijk en voorspelbaar monetair beleid te voeren en inflatie in de hand te houden (Forsyth en Notermans 1997; Hilbers 1998; Blyth 2002; Goodhart 2010; OECD 2011).

De financiële sectoren van Europese landen waren ook sterk aan het veranderen. De scheidslijnen tussen verschillende segmenten van de sectoren veranderden en vervaagden meer en meer. Dit was zowel de oorzaak als het gevolg van de toenemende concurrentie tussen financiële instellingen: een concurrentie die weer mede werd gestimuleerd door ontwikkelingen op het gebied van automatisering en ICT (Busch 2001; Dicken 2007). Deze concurrentie kon twee kanten op werken.

In sommige landen kregen de commerciële banken te maken met de concurrentie van minder streng gereguleerde financiële instellingen, in andere landen waren het juist de commerciële banken die hun territorium uitbreidden ten koste van gespecialiseerde financiële instellingen (OECD 1992).

Box 3.1 Concurrentie in de financiële sector

In het Verenigd Koninkrijk (VK) kwamen in de jaren zestig de zogenoemde *fringe banks* (of: *secondary banks*) op. In tegenstelling tot de *clearing banks* (de commerciële banken) hadden deze *fringe banks* geen restricties op het gebied van depositorentes. Ze trokken veel klanten weg bij de *clearing banks*. In 1971 introduceerden beleidsmakers de *Competition and Credit Control Act*, waarmee deze restricties werden ontmanteld. Het doel van deze wet was de concurrentie te stimuleren binnen het bankwezen en tussen banken en andere financiële instellingen (Kregel 1997; Davies et al. 2010). In de jaren tachtig begaven de *clearing banks* zich op het terrein van de hypotheekverstrekking, voorheen het exclusieve domein van de gespecialiseerde *building societies*. De laatstgenoemden drongen aan op versoepeling van beleid, zodat zij hun werkterrein konden verbreden (OECD 1992). In Nederland begaven de algemene banken zich in toenemende mate op het terrein van de gespecialiseerde instellingen. Vanaf de jaren zestig en zeventig ontplooiden zij relatief nieuwe activiteiten, zoals het verstrekken van consumentenkrediet en hypotheeklen en het aanbieden van spaarrekeningen. De banken begaven zich daarmee op de marktsegmenten die van oudsher door spaarbanken en hypotheekbanken werden gedomineerd. Traditionele grenzen tussen de werkgebieden van verschillende typen financiële instellingen vervaagden daarvoor (Barendrecht en Visser 1997).

Ten slotte was er in de naoorlogse periode sprake van een heropleving van internationale financiële markten. De ‘*eurodollar markets*’, die eind jaren vijftig in Londen werden ontwikkeld, speelden hierbij een belangrijke rol. Dit waren markten waar financiële transacties konden worden gedaan in buitenlandse valuta, zonder interventie van overheden. Deze markten werden vooral door de VS en het VK gestimuleerd: de VS omdat dit een middel bood voor multinationale financiële en niet-financiële bedrijven om de Amerikaanse kapitaalcontroles en rentelimiten te omzeilen, het VK omdat dit de positie van Londen als mondiaal financieel centrum zou kunnen herstellen. Ook op dit vlak speelden innovaties op het gebied van ICT een belangrijke rol – de globalisering van zowel financiële markten als niet-financiële bedrijven werd gefaciliteerd door betere en snellere communicatiemogelijkheden en lagere transactiekosten (Versluysen 1988). Een gevolg van deze *eurodollar markets* was dat internationale kapitaalstromen moeilijker te reguleren werden. Daarmee ging een belangrijke pijler onder het Bretton Woods-systeem barsten vertonen. Ook werd het sturende overheidsbeleid minder effectief, omdat zowel het bedrijfsleven als de financiële instellingen de regels konden omzeilen en hun financieringsbehoeften via de *eurodollar markets* konden regelen (Helleiner 1995; Abdelal 2007).

Al deze ontwikkelingen speelden in meer of mindere mate een rol bij de veranderingen van het beleid gericht op de financiële sector. Vanaf de jaren tachtig werd dit beleid in alle Europese landen ingrijpend herzien. De kenmerken van het nieuwe

beleid (dat hier het label ‘pre-crisisbeleid’ heeft) dat daarmee ontstond, worden in dit hoofdstuk besproken. We volgen daarbij dezelfde structuur als het vorige hoofdstuk: de (nieuwe) denkkaders op het gebied van financiële regulering (paragraaf 3.2), de beleidspraktijk (paragraaf 3.3), en de institutionele vormgeving van beleidsontwikkeling en -implementatie (paragraaf 3.4). In paragraaf 3.5 volgt de samenvatting.

3.2 ACHTERLIGGENDE DENKKADERS

Het naoorlogse perspectief op de financiële sector – zoals besproken in het vorige hoofdstuk – kan ongeveer als volgt worden samengevat: het financiële systeem is een cruciale schakel in economische processen, maar neigt naar instabiliteit wanneer een al te sterke concurrentie financiële marktspelers aanzet tot onverantwoord gedrag. Daarom dient de overheid via stevige regulering en aansturing de concurrentie binnen de financiële sector te beteugelen, om zo stabiliteit te garanderen en de bijdrage van de sector aan economische ontwikkeling te maximaliseren.

Vanaf de jaren zeventig en tachtig werd grotendeels gebroken met dit perspectief. Het nieuwe beleidsmatige denkkader dat toen ontstond op het gebied van de financiële sector, was bijna compleet tegenovergesteld aan het naoorlogse perspectief. Een drietal uitgangspunten stond hierbij centraal:

1. financiële markten en diensten verschillen niet fundamenteel van andere markten en diensten;
2. marktwerking en concurrentie zorgen voor een efficiënte allocatie van financiële middelen en daarmee voor economische groei;
3. de overheid dient zich te richten op het faciliteren van marktwerking en prievaat initiatief.

Financiële markten en dienstverlening werden niet langer gezien als fundamenteel verschillend van andere markten en diensten. Hoewel dit perspectief terugkwam binnen zowel de economische wetenschappen als de beleidswereld, kreeg het in deze twee domeinen een andere invulling. Macro-economische wetenschappers zagen de financiële sector als een grotendeels *passieve* schakel in economische processen – als een ‘doorgeefluik’. Banken en andere financiële instellingen spelen de rol van neutrale intermediair: ze koppelen besparingen aan investeringen, maar hebben geen zelfstandige rol in economische ontwikkeling. Ontwikkelingen in de reële economie bepalen de activiteiten van financiële marktspelers, niet andersom. De reële structuur (de *economic fundamentals*) van de economie bepaalt dus waar financiering heen stroomt. *Finance* werd dus meer en meer gezien als een sluier: als een factor die grotendeels kon worden genegeerd (Nesvetailova 2007). Een ander verschil met de naoorlogse denkkaders was dat financiële instabiliteit in het nieuwe perspectief werd gepresenteerd als uitzondering: competitieve markten

zouden doorgaans neigen naar stabiliteit. Instabiliteit was het gevolg van exogene verstoringen of was simpelweg een *manifestatie* van problemen in de reële economie. In het slechtste geval zouden financiële problemen de terugkeer van de reële economie naar een nieuw evenwicht enigszins vertragen (Chwieroth 2010; Borio 2012).

Beleidsmakers zagen financiële markten en diensten vanzelfsprekend als een belangrijk onderdeel van de economie, maar gingen de financiële sector ook meer een meer benaderen als ‘autonome sector’, die goeddeels losstaat van de rest van de economie. De financiële sector werd vanaf de jaren zeventig in veel Europese landen gezien als ‘groeisector’ en exportproduct. Beleidsmakers hadden dus meer aandacht voor de bijdrage van de sector aan het bruto binnenlands product (bbp), de werkgelegenheid die de sector creëerde en de winsten die in de sector werden gegenereerd. In tegenstelling tot het naoorlogse perspectief was in deze benadering de sector niet langer primair een fundamentele pijler onder de economie maar ook een eigenstandig domein (Mügge 2014a).

Ten tweede vertrouwden beleidsmakers veel meer dan voorheen op de positieve effecten van marktwerking. Dit vertrouwen beperkte zich niet tot de financiële sector: op tal van beleidsterreinen gingen Europese overheden zich richten op het versterken van marktmechanismen (Hall 2013). Beleidsmakers putten daarbij uit theorieën en scholen die vanaf dat moment meer populariteit kregen binnen de economische wetenschappen, zoals het monetarisme, de *rational expectations*-school, *new classical economics* en de aanbods-economische theorie. Deze theorieën waren weer in belangrijke mate beïnvloed door negentiende-eeuwse neoklassieke denkkaders (Forsyth en Notermans 1997; Blyth 2002). Geïnspireerd door deze nieuwe denkkaders benaderden beleidsmakers marktwerking steeds positiever: marktmechanismen zouden doorgaans leiden tot sociaal wenselijke uitkomsten, doordat concurrentie en vrije prijsvorming marktspelers aanzet tot een efficiëntere dienstverlening, een hogere kwaliteit van diensten en producten en meer innovatie. Zij veronderstelden dat marktparticipanten als doel hebben hun individuele welvaart te maximaliseren en dat marktmechanismen dit vertalen naar hogere welvaart op geaggregeerd niveau (Chwieroth 2010: 79-80).

Ten derde, en samenhangend met het vorige punt, kregen beleidsmakers andere ideeën over de rol van de overheid in de economie. Overheidsregulering diende in essentie te zijn gebaseerd op micro-economische theorieën over het functioneren van markten (Goodfriend en King 1988). Overheden moesten zich richten op het versterken van marktwerking. Dit betekende dus het liberaliseren van markten, het vrijgeven van prijzen, het privatiseren van overheidsbedrijven en het stimuleren van concurrentie. Daarnaast moesten beleidsmakers zich richten op het tegengaan van verstoringen van het marktmechanisme, dus het bestrijden van markt-

falen (zie box 3.2). De overheid zou dan moeten interveniëren om dit ‘falen’ te helpen, mits het ‘medicijn’ niet erger was dan de ‘kwaal’. De overheid kon immers ook op tal van manieren falen (cf. Stellinga 2012: 20-24).

Box 3.2 Vormen van marktfalen

In de economische theorie worden doorgaans vier vormen van marktfalen geïdentificeerd. Allereerst zijn er *externe effecten*: dit zijn positieve of negatieve effecten voor spelers die niet bij de markttransactie zijn betrokken en die niet in de prijs van de dienst of het goed zijn meegenomen. Een tweede vorm van marktfalen zijn *publieke goederen*: goederen waarbij het niet mogelijk is om mensen van consumptie uit te sluiten als het goed eenmaal is geproduceerd, en waarbij consumptie van het goed niet ten koste gaat van anderen (bijvoorbeeld de veiligheid die een dijk biedt). In jargon is het gebruik van het goed dan ‘niet-exclusief’ en ‘niet-rivaliserend’. Van *informatieproblemen* – een derde categorie – is sprake als een marktpartij over exclusieve informatie beschikt en hierdoor kan profiteren van de onwetendheid van consumenten. *Marktmacht*, ten slotte, leidt ertoe dat consumenten te hoge prijzen betalen dan wel slechte kwaliteit krijgen, omdat de aanbieder niet aan voldoende concurrentie onderhevig is.

Beleidsmakers hadden vooral op het gebied van financiële markten een optimistisch perspectief: die markten werden verondersteld doorgaans naar evenwicht te neigen (zie FSA 2009 en Turner 2011b voor een bespreking van deze pre-crisisbeleidsfilosofie). Vanaf de jaren tachtig maakten beleidsmakers dan ook veel werk van het liberaliseren van financiële markten. Bijzondere aandacht ging daarbij uit naar het belang van informatievoorziening voor het adequaat functioneren van die markten – daarbij deels geïnspireerd door theorieën uit de financieel-economische wetenschappen (zie box 3.3). Overigens was vanaf de jaren zeventig de beleidspraktijk – ondanks alle retoriek – niet zozeer ‘minder overheid’, maar vooral een ‘andere overheid’. Vaak vereiste het versterken van marktwerking (of het corrigeren van marktfalen) juist *meer* in plaats van *minder* regels (Vogel 1996).

Box 3.3 De Efficiënte-Markthypothese

De *Efficiënte-Markthypothese* (EMH) werd in de jaren zestig geïntroduceerd door Eugene Fama. Deze hypothese komt erop neer dat alle openbaar beschikbare informatie en toekomstverwachtingen zijn verwerkt in de prijs van effecten (zoals aandelen), ofwel, in de woorden van Sharpe (1970): “*in a well-functioning market, the prices of capital assets (securities) will reflect predictions based on all relevant and available information.*” Deze hypothese is sterk gerelateerd aan het idee dat prijzen in financiële markten een *random walk*-patroon volgen: aangezien alle openbaar beschikbare informatie zit verwerkt in de prijzen, kan alleen nieuwe openbaar beschikbare informatie een effect op de prijs hebben. Uit deze hypothese volgt dat het onmogelijk is voor marktspelers om de markt te slim af te zijn: zij kunnen op basis van openbaar beschikbare informatie (bijvoorbeeld de vroegere prijzen van financiële instrumenten) geen zinnige voorspellingen doen over de toekomstige ontwikkeling van die prijzen. Dergelijke inzichten waren – al dan niet correct geïnterpreteerd – een belangrijke inspiratiebron voor Europese beleidsmakers om meer en meer in te zetten op informatievoorziening en transparantie. Zij vertrouwden erop dat wanneer marktspelers zouden worden voorzien van voldoende en accurate informatie, dit tot betere marktuitskomsten zou leiden (FSA 2009; Kay 2012; zie paragraaf 3.3).

Natuurlijk werd deze nieuwe beleidsfilosofie geenszins consistent geïmplementeerd. Het nieuwe denkkader had echter wel een grote invloed op de richting van de beleidshervormingen, namelijk het zoveel mogelijk faciliteren van de bewegingsvrijheid van financiële spelers, het versterken van marktdiscipline en een groot vertrouwen dat aandacht voor individuele financiële instellingen afdoende zou zijn om de financiële stabiliteit te waarborgen (zie hieronder). Beleidsmakers en (grote) financiële instellingen vonden elkaar in dit nieuwe beleidsparadigma, dat met uiteenlopende *labels* kan worden aangeduid: “*regulatory liberalism*” (Gamble 2009), het “*market making paradigm*” (Quaglia 2012) of de “*market friendly regulatory approach*” (Helleiner 2014).

3.3 DE BELEIDSPRAKTIJK

In de pre-crisisperiode herzagen Europese beleidsmakers het beleid zeer ingrijpend. Zij stelden dat de bijdrage van de sector aan de economie (het eerste kern-doel van beleid) primair zou zijn behartigd door de ontmanteling van het naoorlogse beleid, om zo de bewegingsvrijheid van financiële instellingen te vergroten. Ook werd ingezet op de Europeanisering van de sector, in belangrijke mate gestimuleerd door de harmonisering van het nationaal beleid. De versterkte (inter)nationale concurrentie zou leiden tot hogere economische groei, zo was de verwachting.

Figuur 3.1 Schematische weergave van het pre-crisisbeleid



Beleid was niet alleen gericht op deregulering: de financiële stabiliteit (het tweede kerndoel) diende te worden gegarandeerd door in te zetten op microprudentiële regulering (met name in de vorm van de regulering van het eigen vermogen van banken) en door het versterken van de marktdiscipline. Financiële regulering kreeg dus een totaal ander gezicht (cf. OECD 1992; zie figuur 3.1).

3.3.1 BELEID GERICHT OP DE BIJDRAGE AAN DE ECONOMIE

Het belangrijkste kenmerk van het pre-crisisbeleid was het streven van beleidsmakers om financiële spelers en financiële stromen zo veel mogelijk bewegingsvrijheid te geven. Obstakels en barrières dienden grotendeels te worden ontmanteld. Een belangrijk onderdeel daarvan was om de Europeanisering van financiële sectoren te bevorderen. Daartoe moesten niet alleen de barrières tussen landen worden opgeheven ('negatieve integratie'), maar moesten Europese landen ook hun beleid harmoniseren ('positieve integratie') om zo te komen tot een Europees *level playing field*.

De belangrijkste motivering voor deze strategie was dat dit alles tot een efficiëntere en effectievere dienstverlening zou leiden en daarmee tot een hogere economische groei (cf. Cecchini 1988). Het zou echter naïef zijn te veronderstellen dat beleidsmakers daarbij geen aandacht hadden voor de positie van de 'nationale financiële sector' in het bredere internationale speelveld, namelijk dat alleen zo veel mogelijk concurrentie werd nagestreefd. Uit veel studies blijkt immers dat de 'internationale concurrentiepositie' van belangrijke financiële spelers een zeer belangrijk aandachtspunt was voor beleidsmakers (cf. Story en Walter 1997; Underhill 1997; Mügge 2010). Ook werd in die tijd de financiële sector in Europese beleidskringen steeds meer gezien als een 'gewone sector', waar boven alles geld mee kon worden verdiend. Een bloeiende financiële sector werd op zichzelf als positief gezien, aangezien die door veel westerse overheden werd aangewezen als 'groeisector'. Volgens beleidsmakers bewezen de hoogwaardige werkgelegenheid in de sector, de bijdrage aan het bbp en de vaak hoge winsten dat wat goed is voor de sector, ook goed is voor de economie (Mügge 2014a). Dat maakte weer dat overheden veel aandacht besteedden aan het internationale vestigingsklimaat van hun land. Een aantal beleidskeuzes dient daarbij specifiek te worden aangestipt:

1. de ontmanteling van kredietregulering;
2. de ontmanteling van restricties op grensoverschrijdende kapitaalstromen;
3. de ontmanteling van het structuurbeleid;
4. de introductie van 'Europese paspoorten' voor financiële instellingen;
5. de harmonisering van wet- en regelgeving.

Allereerst werden de naoorlogse sturende regels op het gebied van de kredietverstrekking en de hoogte van rentes al in de jaren zeventig en tachtig grotendeels ontmanteld. Duitsland en Nederland behoorden tot de voorlopers op dit terrein; andere Europese overheden volgden in hun kielzog. Regels die direct ingrepen op

kredietallocatie en -groei werden nu gezien als belemmerend. Banken en andere financiële instellingen moesten genoeg vrijheid krijgen om met elkaar te kunnen concurreren en zo tot de meest efficiënte allocatie van krediet en tot optimale rentehoogtes te komen (cf. Forsyth en Notermans 1997; Edey en Hviding 1995; OECD 1997; Van Eerden 2001).

Tabel 3.1 Ontmanteling van regulering van rentehoogtes in EU-15

EU-15-landen	1960	1980	1990	2000
België	X	X	X	-
Duitsland	X	-	-	-
Denemarken	X	X	-	-
Finland	X	X	-	-
Frankrijk	X	X	X	-
Griekenland	X	X	X	-
Ierland	X	X	-	-
Italië	X	-	-	-
Luxemburg	X	X	-	-
Nederland	X	-	-	-
Oostenrijk	X	X	-	-
Portugal	X	X	X	-
Spanje	X	X	-	-
Verenigd Koninkrijk	X	X	-	-
Zweden	X	X	-	-

X = het land reguleert rentehoogtes; - = het land heeft geen expliciete restricties op dit gebied

Bronnen: OECD (1992); European Commission (1996); Gual (1999).

Ten tweede werd het naoorlogse structuurbeleid herzien. De veronderstelling van weleer dat een gesegmenteerde sector zou bijdragen aan financiële stabiliteit werd afgedaan als onjuist. Juist instellingen met een *gediversifieerd* bedrijfsmodel zouden beter in staat zijn om risico's te spreiden en zouden door *economies of scale and scope* efficiënter opereren. Beleidsmakers raakten ervan overtuigd dat de veraging van sectorale grenzen – die overigens al in volle gang was – moest worden gefaciliteerd en gestimuleerd. Europese regelgeving die in de jaren negentig werd geïmplementeerd, stond toe dat banken de meer 'traditionele functies' (zoals leningen verstrekken en deposito's aanbieden) mochten combineren met veel andere financiële activiteiten. De scheidslijnen tussen commerciële banken en investeringsbanken die in veel landen nog bestonden, vervaagden mede hierdoor meer en meer (OECD 1992; Klein 1995).

Box 3.4 Ontmanteling van het Nederlandse structuurbeleid

Zoals in het vorige hoofdstuk toegelicht, gaf het naoorlogse structuurbeleid DNB een rol bij het controleren van fusies en overnames binnen de financiële sector en tussen financiële en niet-financiële instellingen. Dit beleid kwam in de loop der jaren steeds meer onder druk. Al vanaf de jaren zestig bleek het echter moeilijk te voorkomen dat er een proces van schaalvergroting plaatsvond – eerst met de vorming van ABN en AMRO in de jaren zestig, daarna met de vorming van Rabobank in de jaren zeventig. Begin jaren tachtig waren er grote problemen op de huizenmarkt en daarmee ook voor hypotheekbanken. Met het oog op deze problemen stond DNB toe dat verzekeraars en algemene banken de noodlijdende hypotheekbanken overnamen – wederom een versoepeling van het structuurbeleid. Alle hypotheekbanken verloren daarmee hun zelfstandige positie. Begin jaren negentig werd het structuurbeleid feitelijk opgeheven. Door de internationalisering en de Europeanisering van de financiële sectoren waren Nederlandse banken ervan overtuigd geraakt dat schaalvergroting de enige optie was om de internationaliseringslag in het Europese bankwezen het hoofd te kunnen bieden. Na een aantal minder geslaagde pogingen om zelf transnationale overnames te doen, gingen banken naar elkaar en naar verzekeringsbedrijven kijken. DNB en het ministerie van Financiën toonden zich opnieuw meegaand en pasten het structuurbeleid op het gebied van fusies tussen banken en verzekeraars soepel toe. Een nieuwe fusieslag eind jaren tachtig en begin jaren negentig werd hierdoor mogelijk gemaakt. ABN en AMRO fuseerden tot ABN AMRO in 1991, de ING Bank kwam in datzelfde jaar tot stand door fusies tussen Postbank, NMB en Nationale Nederlanden, en Fortis kwam voort uit VSB, AMEV en (het Belgische verzekeringsbedrijf) AG Groep. De soepele toepassing van het structuurbeleid was bedoeld om, in een periode van turbulente internationalisering en stevigere concurrentie, de concurrentiepositie van deze Nederlandse financiële instellingen te verbeteren (DNB 2010). Het Nederlandse structuurbeleid was hiermee *de facto* opgeheven (Van Eerden 2001).

Een gerelateerde ontwikkeling was dat beleidsmakers allerlei concurrentie- beperkende regels op het gebied van de binnenlandse geld- en kapitaalmarkten (aandelen- en obligatiemarkten) ontmantelden. Europese overheden dereguleerden kapitaalmarkten, om zo financiële spelers veel meer vrijheid te geven bij het aanbieden van ‘kapitaalmarktdiensten’. Hierbij kan worden gedacht aan dealeractiviteiten, *market-making*, de handel in effecten (waaronder staatsobligaties), het verstrekken van interbancaire leningen, emissies, het faciliteren van de beursgang van bedrijven en het verstrekken van adviezen. Belangrijk was dat het VK in 1986 met de zogeheten ‘Big Bang’ het kartel op het gebied van kapitaalmarktdiensten ontmantelde. Dit zou de positie van ‘de City’ als internationaal financieel handelscentrum nog verder versterken. Andere Europese landen (specifiek Duitsland en Frankrijk, maar ook Nederland) volgden spoedig, om de internationale concurrentiepositie van hun financiële sectoren te verbeteren. Ook kregen bedrijven, mede door deregulering van de kapitaalcontroles (zie hieronder), meer vrijheid om een beursnotering te zoeken in het buitenland. Ten slotte hervormden beleidsmakers veel regels op het gebied van het type financiële instrumenten dat op de beurs kon worden verhandeld (OECD 1992; OECD 1997; Story en Walter 1997).

Box 3.5 De deregulering van kapitaalmarkten in Nederland

In Nederland ontmantelde het ministerie van Financiën in 1986 ongeveer alle regels met betrekking tot de vorm en inhoud van de uitgifte van financiële instrumenten (Hilbers 1998). Het voornaamste doel hiervan was om de aantrekkelijkheid van de Amsterdamse Beurs ten opzichte van andere financiële centra – met name de London Stock Exchange – te vergroten (OECD 1986: 87). Zoals destijds beargumenteerd door de minister van Financiën:

het [is] wenselijk dat voorwaarden worden gecreëerd waaronder het concurrentievermogen zich goed kan ontwikkelen. Het algemene financiële beleid van de regering is hierop gericht. Voorts hebben de Nederlandsche Bank en [de minister van Financiën] per 1 januari 1986 maatregelen genomen ter verdere vrijmaking en deregulering van de kapitaalmarkt, waardoor de concurrentiemogelijkheden van Nederlandse banken en commissionairs worden verruimd. Verder is het belangrijk te ijveren voor een verdere liberalisatie van het kapitaal- en dienstenverkeer binnen de EG en de OESO. Ook is het wenselijk alert te zijn op overtredingen van EG-richtlijnen, opdat Amsterdam als financieel centrum geen oneerlijke concurrentie wordt aangedaan (Ministerie van Financiën 1986: 2).

Nederland hield hierbij nauwlettend ontwikkelingen in de Verenigde Staten (vs) en met name het VK in de gaten, waar de financiële markten verregaand werden gedereguleerd. In 1988 zag bovendien het *Amsterdam Financial Center* (AFC) initiatief het daglicht. Dit publiek-private initiatief – opgezet door de Amsterdamse Beurs, DNB, het ministerie van Financiën, de Gemeente Amsterdam, de Nederlandse Bankiersvereniging (NBV) en de grote Nederlandse banken en beleggingsfondsen – had als doel de internationale concurrentiepositie van de Amsterdamse beurs te verbeteren en was daarnaast bedoeld om te proberen de Europese Centrale Bank naar Amsterdam te halen (Fernandez 2011).⁷

Ten derde ontmantelden Europese beleidsmakers vanaf de jaren zeventig en tachtig alle naoorlogse beleidsmatige barrières voor grensoverschrijdende kapitaalstromen. OECD-leden en EU-lidstaten verplichtten zich om in principe geen restricties op de in- en uitstroom van kapitaal te hanteren. Dit was een vrij radicale breuk met het naoorlogse beleid. Na het VK en Duitsland (en Nederland) raakte Frankrijk in de jaren tachtig overtuigd van de voordelen van het ontmantelen van kapitaalrestricties. Dit opende de weg voor verandering in het Europees beleid. In juni 1985 verscheen het Witboek van Delors (toen voorzitter van de Europese Commissie), waarin werd gepleit voor verdere liberalisering van kapitaalcontroles. In 1988 werd de *Capital Liberalisation Directive* aangenomen, waarmee lidstaten zich verplichtten om kapitaalrestricties volledig te ontmantelen. Deze richtlijn was medio jaren negentig door alle lidstaten geïmplementeerd (Abdelal 2007).⁸ Nederland had alle restricties overigens al in 1986 opgeheven (cf. Eijgenhuijsen et al. 1987; Hilbers 1998; zie tabel 3.2).

Tabel 3.2 Ontmanteling van kapitaalrestricties in EU-15

EU-15-landen	Ontmanteling van (laatste) restricties op kapitaaluitstroom	Ontmanteling van (laatste) restricties op kapitaalinstroom
België	1990	1990
Duitsland	1958	1975
Denemarken	1988	1988
Finland	1985	1986
Frankrijk	1986	1986
Griekenland	1994	1994
Ierland	1992	1992
Italië	1990	1990
Luxemburg	1990	1990
Nederland	1986	1983
Oostenrijk	Eind jaren tachtig	Midden jaren tachtig
Portugal	1992	1992
Spanje	1992	1992
Verenigd Koninkrijk	1979	n.v.t.
Zweden	1989	Eind jaren tachtig

Bronnen: OECD (2002: 64); National Institute for Economic and Social Research (1997: 34).

Ten vierde kregen financiële instellingen meer vrijheid om hun (uiteenlopende) diensten in andere EU-lidstaten aan te bieden. Cruciaal hiervoor was het zogenoemde ‘paspoortstelsel’, dat begin jaren negentig was geïntroduceerd. Een financiële instelling mocht voortaan – eenmaal gevestigd in één van de lidstaten van de EU – in alle landen van de EU een branche opzetten, waarbij de toezichthouder in het eerste land de eindverantwoordelijkheid hield voor het toezicht op het geheel.⁹ Dit paspoortstelsel werd ingevoerd voor zowel banken, beleggingsinstellingen als verzekeringsbedrijven.¹⁰ Het paspoortstelsel was een uitwerking van het *mutual recognition*-principe dat vanaf de jaren negentig een grotere rol ging spelen in EU-beleid: een lidstaat accepteerde zo de kwaliteit van regelgeving en toezicht van andere lidstaten en legde niet of nauwelijks extra eisen of beperkingen op aan buitenlandse financiële instellingen die in dat land actief wilden worden (Lannoo en Levin 2004).

Ten slotte was er ook sprake van een poging om praktische belemmeringen voor financiële spelers en stromen weg te nemen door verschillen in financiële regelgeving van de EU-lidstaten te verminderen. De Europese harmonisering van regels – onder andere op het gebied van bankregulering, toezicht, kapitaalmarkten, verzekeraars, boekhoudregels, enzovoort – was onderdeel van het in goede banen leiden en het faciliteren van de internationalisering van financiële activiteiten (Kapstein 1994). Er moest een Europees *level playing field* worden gecreëerd. In de EU speelde op dit gebied vooral het Actieplan Financiële Diensten (*Financial Services Action Plan*; FSAP), dat in 1999 werd geïntroduceerd, een belangrijke rol. In de jaren voorafgaand aan de crisis van 2007/2008 leidde dit plan tot een groot

aantal richtlijnen, die de regelgeving in Europese landen moesten harmoniseren (zie box 3.6). Deze fase van harmonisering van regelgeving was vele malen succesvoller dan eerdere EU-pogingen (Verdier 2011; Moloney 2014). Desondanks hadden lidstaten nog genoeg vrijheden om in bepaalde mate van de regels af te wijken – wat ook vaak gebeurde. Nederland was over het algemeen van mening dat ‘nationale koppen’ op Europees beleid onwenselijk waren, gelet op de concurrentiepositie van de financiële sector (zie Commissie-De Wit 2010: 102-103).

Box 3.6 **Het Financial Services Action Plan**

Hoewel de Europese interne markt voor financiële diensten eind jaren tachtig een grote impuls kreeg, waren politici, beleidsmakers en financiële instellingen medio jaren negentig niet geheel tevreden over de voortgang van het proces. De Europese markt voor bancaire diensten kwam dankzij het paspoortstelsel goed van de grond, terwijl die voor beleggingsinstellingen en verzekeraars minder succesvol bleek te zijn. Dat kwam met name door aanhoudende nationale verschillen in wet- en regelgeving. In juni 1998 verzocht de Europese Raad de Europese Commissie (EC) met een plan te komen om die verschillen weg te nemen. De EC presenteerde hierop in 1999 het *Financial Services Action Plan*: een omvangrijke lijst met actiepunten om de Europese markt een verdere impuls te geven, met drie aandachtsgebieden: (1) de geld- en kapitaalmarkten; (2) de *retail*-markten; en (3) microprudentiële regelgeving en toezicht. Uit deze actiepunten is vervolgens een groot aantal richtlijnen voortgekomen, zoals de *Richtlijn Markten voor Financiële Diensten (MiFID)*, de *Overnamerichtlijn*, de *Transparantierichtlijn*, de *Prospectusrichtlijn*, en nog een twintigtal andere richtlijnen. Ook trachtten Europese beleidsmakers de harmonisering van het beleid te bevorderen door institutionele vernieuwingen. Zoals hieronder verder wordt besproken, besloten zij om het besluitvormingsproces op dit terrein te versnellen door de hoofdlijnen van het beleid te laten ontwikkelen door de Europese Commissie (gecontroleerd door de Europese Raad en het Europese Parlement), en de ‘technische’ aspecten van de regelgeving te laten uitwerken door experts in zogeheten *Lamfalussy committees* (cf. Posner 2010; Verdier 2011; Moloney 2014).

Kortom, Europese beleidsmakers wilden financiële instellingen en stromen zo veel mogelijk bewegingsvrijheid geven, omdat dit zou leiden tot meer concurrentie tussen financiële instellingen en daarmee tot een efficiëntere financiële dienstverlening. De grote financiële instellingen moedigden dit beleid ook aan, omdat zij veel voordelen verwachtten van een grotere bewegingsvrijheid. De instellingen die (verder) wilden internationaliseren, drongen erop aan dat internationale kapitaalbarrières en belemmeringen op directe buitenlandse investeringen zouden worden opgeheven. Ook klaagden zij met succes over te strenge regelgeving en oneerlijke concurrentie van minder zwaar gereguleerde financiële instellingen (cf. Helleiner 1995; Mügge 2010).

Het streven van beleidsmakers om financiële instellingen en stromen meer bewegingsvrijheid te geven ging in veel opzichten gepaard met een ‘terugtrekkende overheid’. De ontmanteling van kapitaalcontroles betekende veel minder overheidsbemoeienis met grensoverschrijdende kapitaalstromen. Ook kozen veel overheden ervoor staatsbanken te privatiseren. Het zou echter misleidend zijn om te stellen dat in deze periode alleen sprake was van ‘minder overheid’. Overheden

hebben ook nooit als doel gehad om financiële markten volledig te dereguleren. De pre-crisisperiode was ook een periode van herregulering. Het is een fictie dat het stimuleren van marktwerking alleen via deregulering tot stand kwam. Zoals Vogel (1996) terecht betoogt, ging het streven naar een vrijere markt juist gepaard met de introductie van méér regels: *freer markets, more rules*. Ook in de EU ging de totstandkoming van een Europe interne markt voor financiële diensten gepaard met een sterke toename van wet- en regelgeving. Deze regels waren niet alleen gericht op het stimuleren van marktwerking, maar ook op het garanderen van financiële stabiliteit.

3.3.2 BELEID GERICHT OP FINANCIËLE STABILITEIT

Beleidsmakers onderkenden dat een grotere vrijheid van financiële instellingen en stromen ook kon leiden tot grotere risico's voor de financiële stabiliteit. De vrees bestond dat instellingen uit concurrentieoverwegingen onverantwoord grote risico's zouden nemen. Europese overheden introduceerden vanaf de jaren zeventig en tachtig depositogarantiestelsels, om depositohouders te beschermen en eventuele *bank runs* te voorkomen (Baltensperger en Dermine 1987). Dit was echter niet de hoofdmoot van het beleid gericht op financiële stabiliteit. Het stabiliteitsbeleid was in essentie gericht op het waarborgen van de stabiliteit van *individuele* financiële instellingen. Dit beleid viel in twee delen uiteen:

1. microprudentieel beleid (gericht op het 'kapitaal' van financiële instellingen);
2. het versterken van marktdiscipline (door de transparantie te vergroten).

Microprudentieel beleid

Microprudentieel beleid vormde de kern van het beleid gericht op financiële stabiliteit. Dit beleid richt zich op de stabiliteit van individuele instellingen en heeft kapitaalregulering als hoofdpijler. Het doel hiervan is om te zorgen dat financiële instellingen in staat zijn om genoeg verliezen op te kunnen vangen. Het beleid richt zich op het 'kapitaal' van financiële instellingen, doorgaans gedefinieerd als het eigen vermogen van instellingen plus een beperkt aantal andere vormen van de bancaire passiva. Het legt eisen vast over de minimumhoogte daarvan, doorgaans uitgedrukt als percentage van (een risicogewogen schatting van) de omvang van de activa. Bij voldoende eigen vermogen heeft de bank immers een 'buffer' om verliezen te kunnen opvangen zonder gelijk failliet te gaan.

De Europese regels op het gebied van kapitaalstandaarden voor banken waren voor een belangrijk deel ontleend aan de standaarden die het Bazelse Comité had ontwikkeld. Het Bazelse Comité – dat bestaat uit banktoezichthouders uit een dozijn OECD-landen, waaronder Nederland – ontwikkelde regels voor de verhouding tussen het 'kapitaal' van banken en de risicogewogen omvang van de bankactiva. In jargon heet dit de 'minimum kapitaalratio'. Het eerste Bazelakkoord (Bazel I) stamt uit 1988. De toezichthouders spraken toen een minimumkapitaalratio van 8 procent af. De grootste controverses tussen beleidsmakers hadden betrekking op de

‘teller’ van deze ratio, namelijk de vraag welke instrumenten aan de passivakant wel en niet mochten meetellen als ‘kapitaal’. Uiteindelijk werden compromissen gesloten en was het akkoord een feit (Tarrullo 2008). In 1993 werd het via de *Capital Adequacy Directive* in de EU geïmplementeerd. Bazel I kwam tot stand in reactie op een overkoepelende neerwaartse trend in de bancaire kapitaalratio's, die deels werd veroorzaakt door toenemende internationalisering en concurrentie van financiële instellingen. Minimumeisen werden nodig geacht om een *race to the bottom* van de kapitaalratio's van banken tegen te gaan (Kapstein 1994).

Hoewel de controverses bij de onderhandelingen over Bazel I vooral betrekking hadden op de ‘teller’ van de kapitaalratio, verschoof na de implementatie de aandacht naar de ‘noemer’. De nieuwe regels waren namelijk tamelijk ‘grof’ op het gebied van de risicoweging van de activa. Grote, multinationale financiële instellingen drongen al medio jaren negentig aan op een herziening van de regels. Uiteindelijk presenteerde het Bazelse Comité in 2004 het nieuwe akkoord, ook wel bekend als Bazel II. De belangrijkste innovatie ten opzichte van Bazel I was dat het nieuwe akkoord banken met een geavanceerd risicomanagementsysteem meer vrijheid gaf om zelf in te schatten hoeveel risico's ze liepen. Zij kregen zo meer invloed op de vaststelling van de ‘noemer’ van de ratio – en dus ook op het eigen vermogen dat ze nodig hadden om aan de regels te voldoen. De EU implementeerde deze regels in 2006 via de *Richtlijn Kapitaalvereisten* (Tarullo 2008).

Hoewel microprudentiële regulering in een aantal landen al decennialang bestond, was ze in de naoorlogse periode nooit een heel belangrijke component van het beleid gericht op financiële stabiliteit. Europese overheden vonden het uit elkaar houden van verschillende segmenten van financiële sectoren een veel betere manier om financiële stabiliteit te garanderen. Met andere woorden, in de naoorlogse periode hanteerden beleidsmakers een systeemperspectief en in de precrisisperiode een microperspectief. Er was nog een ander verschil met de naoorlogse periode. Toen richtte het beleid zich in belangrijke mate op de *investeringsbeslissingen* en de *balansgroei* van financiële instellingen. Kapitaalregulering grijpt echter niet of slechts indirect in op deze twee elementen. De hoofdzorg in de precrisisperiode was dan ook of individuele instellingen voldoende eigen vermogen hadden ten opzichte van de aan de activakant van de balans genomen risico's – niet wat er precies aan die activakant gebeurde (Hellwig 2010; Mann 2013).

Marktdiscipline

Ten tweede zetten beleidsmakers meer en meer in op het versterken van de ‘tucht van de markt’. Het sleutelwoord hierbij was ‘transparantie’: als marktspelers (zoals investeerders en depositohouders) voldoende informatie hebben over het functioneren van financiële instellingen, zullen zij door hun investeringsbeslissingen de financiële instellingen die ‘uit koers waren geraakt’ of te grote risico's namen, dwingen het gevoerde beleid te herzien. Meer transparantie zou dus (via een

omweg) bijdragen aan verantwoord gedrag van individuele instellingen (Borio et al. 2004; Baker 2006; Stephanou 2010; Pagliari 2012). In de woorden van Knight (2004: 11), destijds directeur bij de Bank for International Settlements: “*By threatening the demise of enterprises with poor risk/return profiles, market discipline can deter the wasteful use of scarce resources and excessive risk-taking.*” Beleidsmakers eisten dus dat instellingen meer en betere informatie over hun financiële posities naar buiten brachten, zowel met het oog op allocatieve efficiëntie als met het oog op stabiliteit.

Regulering gericht op het versterken van marktdiscipline kwam in een aantal beleidsdomeinen specifiek terug. We bespreken twee belangrijke voorbeelden: kapitaalregulering en boekhoudregels. In het kader van Bazel II ondernamen beleidsmakers een poging om banken meer informatie te laten verstrekken over de door hen genomen risico's. In het jaar 2000, ten tijde van onderhandelingen over Bazel II, zei de hooggeplaatste Amerikaanse banktoezichthouder Lawrence Meyer daarover:

We have limited public policy choices for large and complex organisations. Choice 1: we can accept systemic risk as a cost of having large, global organisations in the market place; Choice 2: in order to limit systemic risk, we can adopt very detailed regulation and supervision programmes that include a growing list of prohibitions; Choice 3: we can rely more on market discipline to supplement capital reforms and can maintain a level of supervision similar to the one we have today. Given the choices, we simply must try market discipline. (Meyer 2000)

Met de zogenoemde ‘derde pijler’ van het Bazel II-akkoord wilde het Bazelse Comité financiële instellingen transparanter laten zijn over de door hen genomen risico's (de eerste pijler had betrekking op de details van de kapitaalvereisten; de tweede op de taken van de toezichthouder). Toezichthouders hoopten dat andere marktpartijen hen hierdoor zouden helpen de banken in het gareel te houden.

Ook op het gebied van boekhoudregels was transparantie het sleutelwoord. Europese beursgenoteerde bedrijven waren vanaf 2005 (financiële instellingen vanaf 2007) verplicht hun financiële verslagen op te stellen volgens de zogenoemde *International Financial Reporting Standards* (IFRS), die waren ontwikkeld door de private organisatie *International Accounting Standards Board* (IASB). In deze standaarden speelde *Fair Value Accounting* (FVA) een veel prominenter rol dan in de traditionele Europese boekhoudregels (Botzem 2012). Bij FVA wordt de waardering van de bezittingen van instellingen gebaseerd op (een inschatting van) de huidige marktwaarde. Banktoezichthouders zagen FVA als een noodzakelijk instrument om meer informatie te krijgen over de financiële positie van banken. Met name door de explosieve toename van de derivatenhandel en de groei van *off balance-sheet* posities was meer openheid en duidelijkheid gewenst. Derivaten kunnen bijvoorbeeld sterk in waarde fluctueren, wat met de meer traditionele boekhoudmethode (*Historical Cost Accounting*) grotendeels buiten zicht blijft.

De hoop was dat, wanneer financiële instellingen meer openheid zouden geven over de marktwaarde van hun financiële bezittingen en verplichtingen, toezichthouders en andere marktspelers, zoals financiers, analisten en kredietbeoordelaars, beter in staat zouden zijn de risico's bij die instellingen te beoordelen (Enria et al. 2004).

Beleidsmakers zagen deze maatregelen als een 'marktvriendelijke' manier om financiële instellingen in het gareel te houden. Ze sloten ook goed aan bij de problemen die beleidsmakers en toezichthouders zelf ondervonden bij het reguleren van en het toezichthouden op transnationale, complexe financiële instellingen. Zij twijfelden namelijk zelf zeer sterk aan hun vermogen om complexe en innovatieve financiële markten te reguleren en te controleren, en hoopten daarom op hulp van andere marktspelers (Tarullo 2008; Pagliari 2012). De inzet op marktdiscipline paste goed in het overkoepelende vertrouwen in de werking van het marktmechanisme. Achter deze beleidsoriëntatie zat de veronderstelling dat wanneer markten worden voorzien van voldoende en accurate informatie, individuele bedrijven door de 'tucht van de markt' de goede kant op worden gestuurd (Kay 2012). Zoals Baker (2013) het formuleert, waren beleidsmakers ervan overtuigd dat "*greater transparency, more disclosure and more effective risk management by financial firms based on market prices are all that is required for the regulation of efficient markets.*" Daarnaast grepen beide beleidsopties niet tot nauwelijks in op de specifieke activiteiten die financiële instellingen ontplooiden. En dat paste weer goed binnen het idee dat innovatie en initiatief in de sector niet moesten worden ontmoedigd (Avgouleas 2009; Turner 2011b).

Ondanks de pogingen van beleidsmakers om via meer transparantie marktdiscipline te versterken, was er geenszins sprake van een coherente implementatie van dit beleid. Critici stelden dat de transparantie-eisen van het Bazel II-akkoord redelijk beperkt waren. Banken hadden zich fel (en met succes) verzet tegen meer openheid op een aantal risico-indicatoren (zie Tarullo 2008: 174-175). Ook hadden toezichthouders een zeer ambigue houding ten opzichte van FVA in het bankwezen. Op een aantal cruciale punten versoepelden Europese beleidsmakers de boekhoudregels al in aanloop naar de crisis, uit angst dat de vertaling van marktvolatiliteit naar de winst- en verliesrekening van banken wel eens tot ongewilde onzekerheid en mogelijk zelfs tot faillissementen zou kunnen leiden. Met andere woorden, beleidsmakers wilden meer marktdiscipline, maar vreesden tegelijkertijd de potentieel negatieve effecten daarvan. Hierdoor was het marktdisciplinebeleid op diverse beleidsterreinen halfslachtig te noemen (Mügge en Stellinga 2015).

Kortom, de kern van het pre-crisisbeleid gericht op financiële stabiliteit lag bij microprudentiële regelgeving (specifiek gericht op het 'kapitaal' van financiële instellingen), aangevuld met een inzet op marktdiscipline (door de transparantie te

vergroten). De nadruk van het beleid lag daarmee niet langer op de structuur van de financiële sector maar op het functioneren van individuele bedrijven. Beleidsmakers hanteerden dus een microperspectief op financiële stabiliteit: zij verwachtten dat als de stabiliteit van individuele spelers was gegarandeerd, daaruit ook de stabiliteit van het hele systeem zou volgen.

3.4 INSTITUTIONELE VORMGEVING

De sterke verandering van de beleidspraktijk kan niet los worden gezien van veranderingen in de institutionele vormgeving van beleidsontwikkeling en -implementatie. In de EU was sprake van een supranationalisering van beleidsvorming: beleid verplaatste zich dus ‘omhoog’. Daarnaast was er sprake van een depolitisering en technocratisering van beleid en werd beleid meer ontwikkeld in fora waarin expertise een belangrijker criterium was dan democratische controlemechanismen. Grote, transnationale financiële instellingen hadden binnen deze fora veel mogelijkheden om de beleidsontwikkeling te beïnvloeden – zij hadden de middelen en de kanalen om het beleid in samenspraak met de bovennationale beleidsmakers vorm te geven. In de woorden van Singer (2007: 124): *“the rules of global financial governance are increasingly the creation of international committees of regulators and private actors rather than heads of government acting in concert.”* Deze publiek-private beleidsfora waren over het algemeen groot voorstander van het hierboven beschreven beleid.

Allereerst de beleidsverplaatsing ‘omhoog’. Politici belegden steeds meer bevoegdheden op het gebied van de financiële regelgeving op bovennationaal niveau, in het bijzonder bij EU-instituten (Posner 2010; Mügge 2010). Beleidsmakers (en internationale financiële spelers) achtten het met het oog op de totstandkoming van een Europese interne markt noodzakelijk het beleid van de verschillende lidstaten te harmoniseren. Die nieuwe regels werden overigens lang niet altijd door EU-instituten maar in veel gevallen binnen internationale fora ontwikkeld (en in belangrijke mate door de VS beïnvloed) en vervolgens ‘gedownload’ en vertaald naar de Europese context (Quaglia 2014; Mügge 2014b). Op Europees niveau werd echter ook institutionele capaciteit ontwikkeld om wet- en regelgeving te creëren. Beleidsvorming was dus in veel opzichten een ‘internationale’ activiteit. Beleidsimplementatie bleef daarentegen in belangrijke mate een nationale aangelegenheid. Lidstaten weken in de praktijk dan ook regelmatig af van de Europese regels. Vaak konden deze regels echter nauwelijks op politieke aandacht rekenen, mede omdat kiezers financiële regulering geen interessant thema vonden (Gadinis 2013).

De supranationalisering van de beleidsontwikkeling ging, zoals gezegd, ook gepaard met een technocratisering en depolitisering daarvan (Best 2003; Cerny 2005; Mügge 2011). Politici benaderden financiële regulering meer en meer als een

technische en apolitieke activiteit, die het best kon worden overgelaten aan experts (Gadinis 2013). Zij belegden veel bevoegdheden bij beleidsfora met weinig democratische controlemechanismen. Zo hadden de zogenoemde Lamfalussy-comités een grote invloed op het beleid op het gebied van banken, kapitaalmarkten, verzekeringsinstellingen en pensioenfondsen (Posner 2010). Beleidsmakers hadden deze comités begin jaren tweeduizend opgezet om het Europese besluitvormingsproces op deze terreinen te versnellen. Het idee was dat de experts in deze comités de ‘technische aspecten’ van beleidskaders (die de Europese Commissie eerder had ontwikkeld) zouden uitwerken (Lannoo en Levin 2004). In de praktijk hadden deze comités een grote vrijheid om beleid op een specifieke manier uit te werken, vaak niet of nauwelijks gecontroleerd door politici op Europees – laat staan op nationaal – niveau (Mügge 2010).

Multinationale financiële instellingen hadden relatief makkelijk toegang tot deze beleidsfora. De traditionele publiek-private constellatie waarin financiële spelers op nationaal niveau invloed uitoefenden op beleidsmakers om nationaal beleid zo mede vorm te geven (of de internationale onderhandelingspositie te beïnvloeden), werd aangevuld met een strategie om direct invloed uit te oefenen op de internationale regelgeving (Mügge 2010; Monnet et al. 2014). Vaak was er op bovennationaal niveau sprake van hybride publiek-private beleidsfora, waarbij met name de grote multinationale financiële spelers samen met beleidsmakers de internationale regels ontwierpen. Niet voor niets hadden veel belangenorganisaties in de tien jaar voorafgaand aan de financiële crisis een belangrijk deel van hun lobbyinspanningen verplaatst naar Brussel, om zo de ontwikkeling van regels direct te beïnvloeden (Goldbach 2015). Voor veel andere stakeholders (dus ook de kleinere financiële instellingen) waren deze fora evenwel niet toegankelijk of belemmerde het technische gehalte van het beleidsdomein een adequate participatie. Ook hadden ze soms simpelweg te weinig middelen om een actieve stem te laten horen in de vele beleidsfora die werden opgezet (cf. Lall 2012).

Box 3.7 De invloed van financiële instellingen op Bazel II

De totstandkoming van het Bazel II-akkoord (2004) kan dit punt illustreren (cf. Tarullo 2008; Lall 2012). Daar waar Bazel I (1988) nog in essentie een ‘internationaal’ akkoord was, waarbij de internationale onderhandelingen plaatsvonden tussen nationale beleidsmakers, werden de onderhandelingen over Bazel II gekenmerkt door directe onderhandelingen tussen de leden van het Bazelcomité en de financiële industrie – vooral de grote spelers. Vertegenwoordigers van deze grote internationale spelers, zoals het *Institute of International Finance* (IIF) en de *International Swaps and Derivatives Association* (ISDA), speelden een grote rol. Zoals het IIF zelf aangaf over de totstandkoming van Bazel II (IIF 2008: 75): “*The unprecedented level of open and informal dialogue with the supervisory community has been both useful and successful. By bringing the collective experience of IIF’s members to the dialogue, the Institute has enriched the official debate, anchoring decisions on market realities and encouraging regulators to make reforms consistent with best market practices.*” De grote financiële instellingen slaagden erin de beleidsmakers ervan te overtuigen hun eigen risicomodellen te mogen gebruiken om in te schatten of zij voldoende eigen vermogen hadden om onverwachte verliezen op te kunnen vangen. Deze nieuwe methode kon na veel overleg uiteindelijk rekenen op steun van het Bazelse comité, maar alleen de financiële instellingen met

geavanceerde risicomanagementsystemen mochten deze methode gebruiken. Critici waarschuwden echter dat deze financiële instellingen hiermee te veel vrijheid kregen om meer risico's te nemen. Kleinere financiële instellingen klaagden dat zij concurrentienadelen ondervonden van de nieuwe regels, omdat de geavanceerde financiële instellingen hierdoor minder eigen vermogen hoefden te hebben (Tarullo 2008).

Een bijkomende ontwikkeling was een sterke verandering in de verhoudingen tussen de (in hoofdstuk 2 genoemde) nationale beleidsdriehoek van politiek en beleid, de centrale bank en de financiële sector (Monnet et al. 2014). De naoorlogse 'balans' in de driehoek werd verstoord door de zeer sterke groei en internationalisering van Europese financiële instellingen. Politiek, beleid en toezichthouders leunden steeds meer op de kennis en kunde van de grote financiële instellingen op het gebied van de technische en complexe aard van financiële markten en producten. De neiging van nationale beleidsmakers om de sectorbelangen te vereenzelvigen met maatschappelijke belangen werd hierdoor versterkt (Aalbers et al. 2011). Bovendien leidden de concentratie- en schaalvergrotingsprocessen tot een verschuiving van de machtsbalans *binnen* de sectorale vertegenwoordiging in de beleidsdriehoek: de grote financiële spelers domineerden steeds meer en de belangen van kleine financiële spelers sneeuwden onder (Van Eerden 2001; Lall 2012).

De experts die werkzaam waren bij deze publiek-private beleidsfora, waren over het algemeen betrekkelijk eensgezind in hun idee dat vooral veel moest worden overgelaten aan privaat initiatief (Mügge 2011). Dit had invloed op zowel de inhoud van het beleid als de reikwijdte daarvan. In aanloop naar de crisis bleven belangrijke delen van het financiële systeem grotendeels gevrijwaard van overheidsregulering of toezicht. Zo stonden hedgefondsen niet of nauwelijks onder overheidstoezicht en was ook een belangrijk deel van de derivatenmarkt ongeregeleerd – althans vanuit overheidswege (Helleiner 2014). Complementair aan deze afstandelijke houding was het feit dat veel gebruik werd gemaakt van zelfregulering. Zo controleerden beleidsmakers niet of kredietbeoordelaars de *Gedragscode Kredietbeoordelaars* wel naleefden, die de *International Organisation of Securities Commissions* (IOSCO) in 2004 had ontwikkeld (Pagliari 2012). De *Committee of European Securities Regulators* (CESR; een van de Lamfalussy-comités) had de Europese Commissie in 2005 geadviseerd om vooral geen bindende regels te introduceren voor kredietbeoordelaars, maar af te wachten of deze de *Gedragscode* vrijwillig zouden naleven (Quaglia 2009; Hiss en Nagel 2014). Deze relatief beperkte *scope* van het overheidsbeleid paste zeer goed binnen de gangbare filosofie die dit beleid doorgaans karakteriseerde als traag, inefficiënt en bureaucratisch en zelfregulering als snel, efficiënt en innovatief. Invloedrijke internationale organisaties als het *Internationaal Monetair Fonds* (IMF), het *Financial Stability Forum* (FSF) en de IOSCO droegen zelfregulering dan ook doorgaans uit als de meest wenselijke beleidsstrategie (Underhill 2014).

3.5 SAMENVATTING

De Europese beleidsaanpak in de pre-crisisperiode was in veel opzichten tegengesteld aan het naoorlogse beleid. In de naoorlogse periode veronderstelden beleidsmakers dat het indammen van concurrentie de bijdrage van de sector aan de economie zou maximaliseren. Vanaf de jaren tachtig werd vooral ingezet op zo veel mogelijk bewegingsvrijheid voor financiële instellingen. Beleidsmakers veronderstelden dat dit zou leiden tot meer concurrentie, en daarmee tot een efficiëntere allocatie van financiële middelen en financiële innovatie, en dus tot hogere economische groei. Daarnaast werd de sector meer gezien als een ‘groeisector’: een grotendeels van de rest van de economie losstaande sector waarmee geld kon worden verdiend. De afgeleide doelstelling was gericht op het tegengaan van eventuele risico’s van de grotere bewegingsvrijheid. De aandacht van het op stabiliteit gerichte beleid verschoof in deze periode van het reguleren van de *structuur van de sector* (‘macroperspectief’) naar het reguleren van het *gedrag van individuele instellingen* (‘microperspectief’). Beleidsmakers zagen microprudentiële regulering, microprudentieel toezicht en het versterken van marktdiscipline als de meest geëigende instrumenten om dit gedrag te sturen. Beleidsvorming raakte in deze periode grotendeels gedepolitiseerd en vond plaats op bovennationaal niveau, veelal in publiek-private expertfora. Grote, multinationale financiële instellingen konden zo grote invloed uitoefenen op de vormgeving van het beleid.

4 DE POST-CRISISHERVORMINGEN (2008 – 2015)

4.1 INLEIDING

In de aanloop naar de financiële crisis maakten Europese financiële sectoren – mede door de in het vorige hoofdstuk besproken beleidshervormingen – ingrijpende veranderingen door. De kredietverlening nam zeer sterk toe. In veel landen, waaronder Nederland, was sprake van een flinke toename van hypotheekfinanciering, die gepaard ging met sterk stijgende huizenprijzen. Mede door de groei van de kredietverlening nam ook het bankwezen sterk in omvang toe. De groei van de balansen van Europese banken in de aanloop naar de crisis was veel sterker dan die van het bruto binnenlands product (bbp). Deze groei ging gepaard met een toenemende concentratie en schaalvergroting: er ontstonden Europese megabanken. De totstandkoming van de Europese interne markt voor financiële dienstverlening was ook de totstandkoming van een Europese ‘*Champions League*’ van grote, transnationale banken – geholpen door het impliciete of expliciete overheidsbeleid om hun ‘*national champions*’ te helpen. Daarnaast ontstonden er steeds meer verwevenheden en verbindingen tussen (verschillende typen) financiële instellingen, zowel binnen de nationale grenzen als over de grens heen. Deze toenemende verwevenheden waren in belangrijke mate het gevolg van een fusie- en overnamegolf vanaf met name de jaren negentig en werden daarnaast gefaciliteerd door de ontmanteling van allerlei beleidsrestricties (zoals in het vorige hoofdstuk besproken) (FSA 2009; Liikanen 2012; ESRB ASC 2014).

Een zeer belangrijke ontwikkeling was de hoge vlucht van financiële innovaties, zowel in de vorm van nieuwe producten, nieuwe processen als de opkomst van (relatief) nieuwe spelers. Financiële instellingen werden steeds actiever in de handel in producten zoals kredietderivaten – die vaak niet op de beurs werden verhandeld en ook bekend staan als *over the counter*-derivaten. Daarnaast gingen banken in toenemende mate de leningen op hun balans ‘securitiseren’ – dat wil zeggen bundelen, opknippen en vervolgens doorverkopen aan andere financiële instellingen. Parallel aan deze ontwikkelingen kwamen nieuwe financiële spelers op zoals hedgefondsen, geldmarktfondsen en *private equity*-fondsen. Deze instellingen onttrokken zich grotendeels aan regelgeving en toezicht, terwijl zij wel een grote invloed hadden op het functioneren van het financiële systeem. Kortom, de sterke groei van de financiële sector bracht toenemende verwevenheden met zich mee: binnen instellingen, tussen instellingen, sectoroverstijgend en grensoverschrijdend (FSA 2009; High Level Group on Financial Supervision 2009).

Door de relatief positieve macro-economische omstandigheden – er werd gesproken van de *Great Moderation*: een periode van lage inflatie en hoge economische groei – en het grote vertrouwen dat het financiële systeem stabiel zou blijven, ble-

ven de systeemrisico's die zich opbouwden lange tijd onder de radar van beleidsmakers en toezichhouders. Monetaire autoriteiten richtten zich op de inflatiecijfers en zagen over het algemeen de opgeblazen bankbalansen niet als reden voor zorg. Banktoezichhouders hadden een groot vertrouwen in de risicomangement-systemen van financiële instellingen en veronderstelden dat deze instellingen – door het combineren van allerlei financiële activiteiten – risico's goed hadden gespreid. Daarnaast vertrouwden zij erop dat instellingen altijd toegang zouden hebben tot goed functionerende markten om (indien nodig) financiële bezittingen te verkopen en zo aan liquide middelen te komen (FSA 2009; IMF 2010; OECD 2011).

In de zomer van 2007 kwamen echter de eerste aanwijzingen dat het systeem minder stabiel was dan gehoopt. Europese en Amerikaanse financiële instellingen leden grote verliezen op zeer complexe financiële producten die waren gekoppeld aan de (inmiddels dalende) Amerikaanse huizenmarkten. Door de toenemende onzekerheid over de gezondheid van financiële instellingen droogden bepaalde internationale markten op, wat de problemen van veel instellingen vergrootte. De waarschuwingssignalen werden nog sterker door de val van *Northern Rock* in september 2007 en de redding van *Bear Stearns* door JP Morgan (op aandringen en met steun van de *Federal Reserve Bank of New York*) in maart 2008. Toen in september 2008 de Amerikaanse hypotheekgiganten *Fannie Mae* en *Freddie Mac* *de facto* werden genationaliseerd, wisten insiders dat het goed mis zat. De echte klap kwam na de val van *Lehman Brothers* op 15 september 2008. Op dat moment veranderde de toen al langer dan een jaar voortdurende 'kredietcrisis' in een crisis die het mondiale financiële systeem op het randje van instorten bracht. Slechts door ongekende overheidsinterventies kon het systeem worden behoed van implosie. De daaropvolgende crisis had zeer grote financiële, maatschappelijke en economische problemen als gevolg (FSA 2009; High Level Group on Financial Supervision 2009; ESRB ASC 2014).¹¹

Box 4.1 Hoe Nederland in een financieel-economische crisis terecht kwam

Nederland kwam langs drie kanalen in een financieel-economische crisis terecht. Allereerst was er sprake van een fragiele financiële sector, die hard werd geraakt door de problemen op de mondiale financiële markten en (later) op de binnenlandse huizenmarkt. Nederlandse banken werden aan de activakant van de balans significant blootgesteld aan de mondiale financiële problemen. Zo had ING Bank via een Amerikaanse dochter flink geïnvesteerd in Amerikaanse hypotheekpakketten. Nederlandse banken maakten aan de passivakant in significante mate gebruik van kortlopende leningen op de internationale kapitaalmarkten, waardoor er financieringsproblemen ontstonden toen deze markten ontwricht raakten. Bovendien waren banken zeer slecht gekapitaliseerd: het eigen vermogen van banken was zeer laag, waardoor ze slecht in staat waren de hoge verliezen op te vangen. Dit alles noodzaakte de overheid om de Nederlandse tak van Fortis en ABN AMRO te nationaliseren en andere instellingen omvangrijke financiële steun te geven. Vervolgens werden Nederlandse banken geraakt door de problemen op de huizenmarkt, aangezien hypotheekleningen een zeer groot deel vormden van de Nederlandse bankbalansen. Ten tweede werd Nederland als open economie hard getroffen door de sterke terugval van de mondiale vraag. In reactie op de financiële crisis viel de mondiale handel zeer sterk terug –

overigens mede doordat financiële instellingen een belangrijke rol spelen bij het faciliteren van handel, en problemen bij die instellingen dus een direct negatief gevolg hadden voor de export. Vanzelfsprekend had dit zeer negatieve gevolgen voor de Nederlandse export en economie. Ten slotte was er sprake van een sterke terugval van de binnenlandse consumptie. Redenen hiervoor waren een afnemend consumentenvertrouwen, relatief hoge private hypotheekschulden in combinatie met dalende huizenprijzen, toenemende werkloosheid en daarmee gepaard gaande afnemende inkomsten (Masselink en Van den Noord 2009; Commissie-De Wit 2010; Chang en Jones 2013; SER 2013).

Na de val van Lehman Brothers en de daaropvolgende financieel-economische crisis richtten wetenschappers en politici hun pijlen niet alleen op de financiële instellingen die door hun risicovolle activiteiten een systeemcrisis hadden veroorzaakt, maar ook op de beleidsmakers die dit hadden laten gebeuren. Velen stelden dat het pre-crisisbeleid niet alleen overduidelijk had tekortgeschoten om de crisis te voorkomen, maar dat het er ook in veel opzichten aan had bijgedragen (FSA 2009; High Level Group on Financial Supervision 2009). Grote vraagtekens werden geplaatst bij de beleidsuitgangspunten van voorheen: het streven naar zo veel mogelijk bewegingsvrijheid voor financiële instellingen, het stimuleren van de mondialisering van financiële diensten en instellingen, het vertrouwen op de risicomanagementsystemen van individuele instellingen, het geloof in de ‘tucht van de markt’ – de kern van het pre-crisisbeleid stond ter discussie. Wetenschappers, beleidsmakers en politici hadden dan ook hoge verwachtingen: het beleid gericht op de financiële sector zou ingrijpend worden gewijzigd. Zoals in hoofdstuk 1 werd aangestipt, geloofden velen dat de crisis het einde van een tijdperk van vertrouwen in marktwerking en zelfregulering zou betekenen (Helleiner 2014: 75-76). Wat is van die verwachting terechtgekomen?

De hoofdlijnen van de hervormingsagenda

Voor we de hervormingen in meer detail bespreken, is het nuttig eerst een korte schets te geven van de hoofdlijnen van de hervormingsagenda. Overheden zagen zich voor de taak gesteld om zowel de financieel-economische crisis te bestrijden als de post-crisishervormingsagenda te ontwikkelen. De mondiale post-crisishervormingsagenda werd in feite ontwikkeld door de G20. In november 2008 kwamen de leiders van de G20-landen voor het eerst in de geschiedenis bijeen om de mondiale problemen te bespreken en hiervoor oplossingen te formuleren (cf. G20 2008; Véron 2014). Tijdens deze G20-bijeenkomst in Washington, en die in 2009 in Londen (maart) en Pittsburg (september), werden de hoofdlijnen van de hervormingsagenda vastgelegd (Helleiner 2014; Véron 2014). Europese beleids-hervormingen zijn in significante mate beïnvloed door deze agenda (die op zijn beurt weer was beïnvloed door Europese overheden). De contouren van de latere beleidshervormingen in de Europese Unie zijn te ontwaren in het De Larosièreraapport (High Level Group on Financial Supervision 2009), dat rond de G20-top in Londen werd gepresenteerd en als basis diende voor de beleidsresponse van de EU (Council of the European Union 2009: 3).

Hoe zagen deze hervormingsagenda's er op hoofdlijnen uit? De voorgestelde maatregelen hadden grofweg betrekking op het verbeteren en aanscherpen van de regulering van financiële markten en het toezicht daarop. Wat betreft de regulering werd allereerst gesteld dat *regels veel strenger* moesten zijn. Beleidsmakers zetten vooral in op het aanscherpen van de kapitaalregels voor banken, en dan specifiek op het verhogen van de (kwaliteit van) eigen-vermogenbuffers van banken. Dit moest banken niet alleen veiliger maken, maar zou ook bijdragen aan het verlagen van de *leverage* (het schuldniveau) in het financiële systeem. Ten tweede zetten beleidsmakers in op het verminderen van *de procyclische effecten van regelgeving*. Zij onderkenden dat het beleid zelf procyclische effecten kan hebben en kan bijdragen aan de *boom-bust*-patronen van financiële markten. Hervormingen op het gebied van bijvoorbeeld boekhoudregels, kredietbeoordelingen (*credit ratings*), beloningsstructuren en kapitaalreizen moesten dit tegen gaan. Ten derde waren de hervormingen gericht op het *uitbreiden van de reikwijdte van regulering* naar instellingen, instrumenten en markten die voorheen niet of nauwelijks bloot stonden aan overheidscontrole. Deze hervormingen hadden bijvoorbeeld betrekking op de regulering van hedgefondsen, geldmarktfondsen, kredietbeoordelaars, de onderhandse derivatenmarkt en het schaduwbankwezen.

Op het gebied van toezicht werd allereerst gepleit voor *versterking van bovennationale toezichtsbevoegdheden* en een betere coördinatie en samenwerking tussen nationale toezichthouders. Op mondiaal niveau werd afgesproken om het *Financial Stability Forum* (een G7-organisatie, opgericht in 1999) om te dopen tot de *Financial Stability Board* (FSB), het lidmaatschap daarvan uit te breiden met de overige G20-landen en deze een centrale rol te geven bij de coördinatie van de implementatie van de post-crisisagenda. Op Europees niveau werd besloten tot de oprichting van het *European System of Financial Supervisors*, die het Europese toezicht op financiële markten en spelers moest verbeteren. Hiertoe werden de Lamfalussy-comités omgevormd tot de *European Banking Authority* (EBA), *European Securities Authority* (ESA) en de *European Insurance and Occupational Pensions Authority* (EIOPA) en werd de *European Systemic Risk Board* (ESRB) opgericht. In een later stadium van de crisis werd in het kader van de Bankenuïe besloten de Europese Centrale Bank banktoezichtsbevoegdheden te geven. Ten tweede werd ook de *reikwijdte* van het toezicht uitgebreid – te denken valt aan het monitoren van de totstandkoming van systeemrisico's door de FSB en de ESRB en de introductie van toezichtsbevoegdheden op onder andere hedgefondsen, kredietbeoordelaars en derivatenmarkten. Toezichthouders vertrouwden dus veel minder op zelfregulering. Ten derde werden maatregelen genomen om toezichthouders meer bevoegdheden te geven in het geval van financiële problemen bij instellingen. Hierbij valt bijvoorbeeld te denken aan de Europese *Directive for bank recovery and resolution* (BRRD).

Het is in het bestek van een hoofdstuk niet mogelijk de Europese en Nederlandse post-crisisbeleidshervormingen uitgebreid te beschrijven en te analyseren. In plaats daarvan bekijken we in hoeverre de doorgevoerde hervormingen een significante breuk vormen met het pre-crisisbeleid. Daartoe vergelijken we de genomen maatregelen met de belangrijkste kenmerken van het pre-crisisbeleid. Hieronder zal worden beargumenteerd dat de genomen maatregelen eerder moeten worden gezien als een strengere versie van het pre-crisisbeleid dan als een fundamentele transformatie daarvan, ondanks een in zekere zin ingrijpende hervormingsagenda (Moschella en Tsingou 2013; Helleiner 2014).

4.2 VERANDERINGEN IN HET DENKEN

De financiële crisis heeft overduidelijk gemaakt hoe fundamenteel een goed functionerend financieel systeem is voor het functioneren van de economie en de samenleving. Buitenstaanders waren hoogst verbaasd over het pre-crisisvertrouwen in het zelfregulerende vermogen van financiële markten. “*Why did nobody see this coming?*”, zo luidde de bekende vraag van de Britse Koningin Elisabeth tijdens een bijeenkomst van de *London School of Economics* in november 2008. De crisis heeft zeker geleid tot *soul searching* onder economen en beleidsmakers (zie bijvoorbeeld Blanchard et al. 2012). Waarom was het financiële systeem geen onderdeel van hun macro-economische voorspellingsmodellen? Waarom waren de factoren ‘krediet’ en ‘private schuld’ grotendeels buiten beschouwing gelaten bij theorieën over economische ontwikkeling? Werd niet te makkelijk aangenomen dat financiële spelers ‘rationeel handelen’ en dat markten naar stabiliteit neigen (cf. FSA 2009: 39-42)?

Het *soul searching* onder economen en beleidsmakers heeft (vooralsnog) niet geleid tot een uitgekristalliseerd nieuw denkkader op het gebied van het functioneren van financiële markten en de spelers die daarop actief zijn. Desondanks zijn er sinds de crisis belangrijke wetenschappelijke ontwikkelingen die invloed hebben op de denkkaders op het gebied van financiële stabiliteit en op het gebied van de bijdrage van de sector aan de economie. Het gaat hier specifiek om:

1. de toenemende populariteit van ‘macroprudentiële denkkaders’ op het gebied van financiële stabiliteit (Borio 2011);
2. het feit dat er steeds meer wetenschappelijk bewijs is dat te veel kredietverstrekking schadelijk kan zijn voor de economie (OECD 2015).

4.2.1 DE MACROPRUDENTIËLE BENADERING

Sinds de crisis heeft een nieuw perspectief op financiële stabiliteit aan populariteit gewonnen (zie Houben et al. 2014). Dit perspectief wordt ook wel de macroprudentiële benadering genoemd, omdat het specifiek kijkt naar de stabiliteit van het gehele systeem en daarmee breder is dan de pre-crisisnadruk op individuele instellingen (Haldane 2009; Borio 2012). Het denkkader bouwt in belangrijke mate

voort op de ideeën van economen als Kindleberger (1978) en Minsky (1986) – economen die voor de crisis werden genegeerd omdat hun werk niet paste binnen de dominante denkbeelden van stabiele financiële markten. In dit macroprudentiële denkkader worden financiële markten gekenmerkt door destructieve *boom-bust*-patronen: financiële instabiliteit is inherent aan het systeem. Zelfs als marktspelers individueel rationeel gedrag vertonen (wat in dit perspectief wordt betwijfeld), kunnen de marktmechanismen tot ongewenste uitkomsten leiden. Dit staat dus in scherp contrast met de pre-crisisfilosofie dat financiële markten naar evenwicht neigen (Baker 2013).

De kern van het macroprudentiële perspectief kan in vier uitgangspunten worden samengevat. Ten eerste volgt uit de stabiliteit van individuele spelers *niet* de stabiliteit van het systeem (*fallacy of composition*). De acties en strategieën van individuele spelers kunnen op collectief niveau tot ongewenste uitkomsten leiden. Ten tweede is het financiële systeem procyclisch: de prijzen van financiële activa worden eerst opgeblazen onder invloed van overoptimistische kredietverlening, onvermijdelijk gevolgd door een implosie van waardes en een zeer scherpe terugslag van de kredietverlening. Ten derde wordt het financiële systeem gekenmerkt door kuddegedrag: financiële spelers hanteren veelal vergelijkbare investerings- en risicomangementstrategieën. Dit kan echter leiden tot zelfversterkende effecten en een ontwrichting van het financiële systeem. Ten slotte is het financiële systeem zo complex dat kleine gebeurtenissen grote en onvoorspelbare gevolgen kunnen hebben: door de veelheid van afhankelijkheden en verbindingen ontstaan zogeheten ‘niet-lineaire effecten’ en kunnen omslagpunten (*tipping points*) optreden, waarna een plotselinge implosie van voorheen relatief stabiele evenwichten kan volgen (Borio 2011; Haldane 2012; Baker 2013).

In principe verschillen de beleidsimplicaties van dit perspectief dan ook sterk met die van het pre-crisisperspectief. Het macroprudentiële perspectief impliceert bijvoorbeeld een beleidsmatige bemoeienis met kredietgroei. Als kredietgroei zeer sterk afwijkt van bepaalde trends, zou er sprake kunnen zijn van de vorming van onhoudbare zeepbellen en zou de toezichthouder moeten ingrijpen. Ook staat de dominante pre-crisisnadruk op de risicomangementssystemen van individuele financiële instellingen en het vertrouwen in marktdiscipline (via de inzet op transparantie) in theorie op losse schroeven: als deze nieuwe inzichten worden gevolgd, zijn die beleidsprioriteiten in het beste geval onvolledig en in het slechtste geval dragen ze bij aan financiële instabiliteit – bijvoorbeeld omdat het versterken van marktdiscipline in de praktijk juist kan betekenen dat kuddegedrag wordt versterkt (Baker 2013; Gerding 2014).

Daarnaast plaatst dit perspectief zeer grote vraagtekens bij de beleidsaanpak van voor de crisis, waarin beleidsmakers ervan uit leken te gaan dat een complex systeem als de financiële sector ook vraagt om zeer gedetailleerde en specifieke regel-

geving. Eerder wijst het macroprudentiële perspectief op het belang van simpele regels, omdat deze meer duidelijkheid scheppen – voor zowel beleidsmaker als marktspeler – en omdat ze makkelijker zijn bij te stellen als het mis dreigt te gaan. Ook wijst dit perspectief op het belang van de weerbaarheid van het financiële systeem. Centraal staat de vraag of er voldoende buffers zijn om schokken op te vangen, of er voldoende ontkoppelingen ('brandgangen') zijn om te zorgen dat deze schokken zich niet door het hele systeem verspreiden en of bij het wegvallen van bepaalde schakels in het systeem andere delen de functie daarvan kunnen overnemen ('redundantie'). Niet het 'zo nauwkeurig mogelijk inschatten van risico's' staat centraal, maar juist de acceptatie dat het systeem wordt gekarakteriseerd door onzekerheid en dat er te allen tijde iets mis kan gaan. Buffers, brandgangen en 'redundantie' zijn nodig om met deze onzekerheid en inherente instabiliteit om te kunnen gaan (Haldane 2012).

Het is echter nog onduidelijk in hoeverre dit nieuwe perspectief breed wordt gedeeld onder beleidsmakers. Hoewel dit perspectief wordt uitgedragen door gezaghebbende beleidsmakers zoals Claudio Borio van de *Bank of International Settlements* en Andrew Haldane van de *Bank of England*, is het niet duidelijk in hoeverre het een groot draagvlak heeft. Het is maar de vraag in hoeverre toezicht-houders en beleidsmakers de hierboven genoemde macroprudentiële uitgangspunten omarmen en dus in hoeverre het huidige macroprudentiële beleid meer is dan alleen een beperkte 'add on' bij het oude microprudentiële beleid (Helleiner 2014; zie ook hieronder).

4.2.2 TOO MUCH FINANCE?

Een tweede belangrijke wetenschappelijke ontwikkeling heeft betrekking op de vraag wat de invloed is van kredietverstrekking op economische groei. De wetenschappelijke consensus voor de financiële crisis was grofweg dat een toename van kredietverlening als een positief teken moest worden gezien (Rajan en Zingales 2003). In veel empirische studies naar het effect van de ontwikkeling van een financieel systeem op economische groei werd de omvang van kredietverlening gebruikt als de belangrijkste indicator van de 'financiële ontwikkeling' van een land. Uit econometrische analyses werd geconcludeerd dat een toename van de 'financiële ontwikkeling' (lees: een toename van de kredietverlening) niet alleen was gecorreleerd met, maar ook oorzaak was van een toename van het bbp (Levine 2005). Deze conclusie kwam overeen met de theoretische veronderstelling dat financiële intermediatie een positieve bijdrage levert aan de efficiënte verdeling van financiële middelen in de economie en zo bijdraagt aan economische groei. De verleidelijke (beleids)conclusie leek dan ook te zijn: "the more, the better" (Bijlsma en Dubovik 2014).

Deze conclusie is echter recent flink onder druk komen te staan. Er is in toenemende mate overeenstemming dat er ook zoiets kan zijn als *too much finance* (Arcand et al. 2012). Er lijkt inmiddels zelfs sprake van een nieuwe wetenschappelijke consensus: de relatie tussen financiële ontwikkeling en economische groei is niet-lineair maar heeft een ‘omgekeerde U-vorm’. Dit betekent dat een land dat financieel onderontwikkeld is, is gebaat bij een toename van de kredietverlening, maar dat boven een zekere grens een toenemende kredietverlening een remmend effect heeft op de economische groei (zie: Rousseau en Wachtel 2011; Arcand et al. 2012; Beck et al. 2012; Cecchetti en Kharroubi 2013). Recent heeft de OECD (2015) dan ook op basis van uitgebreid onderzoek geconcludeerd dat de meeste OECD-landen *niet* zijn gebaat bij een verdere groei van de omvang van kredietverlening aan de private sector: door het zeer hoge niveau van de private schulden zou een nog verdere expansie de economische groei vertragen.

Er is een aantal redenen waarom *too much finance* dit remmende effect op de economie kan hebben. Twee daarvan lichten we eruit. Allereerst kan een toename van private schulden, en een daarmee gepaard gaande grotere financiële sector, kosten met zich meebrengen vanwege meer macro-economische volatiliteit, of een grotere kans op een bankencrisis (cf. Easterly et al. 2000; Alessi en Detken 2014). Een tweede verklaring is dat een (sterke) toename van kredietverlening hand in hand kan gaan met een misallocatie van krediet. In westerse landen was de toename van krediet in de afgelopen decennia vooral het gevolg van een sterke groei van de kredietverlening aan huishoudens – primair in de vorm van hypotheekleningen. Dat een sterke toename van hypotheekleningen leidt tot economische groei is niet vanzelfsprekend (cf. Arcand et al. 2012; Beck et al. 2012; Turner 2014; Cecchetti en Kharroubi 2015).

Deze nieuwe inzichten impliceren (net als de macroprudentiële ideeën) een beleidsmatige nadruk op zowel de groei als de allocatie van krediet. Een dergelijk beleid zou historisch gezien geen unicum zijn – een van de belangrijkste pijlers van het naoorlogse beleid bestond uit het beïnvloeden van de prijs, de allocatie en de groei van krediet (zoals in hoofdstuk 2 werd belicht). Deze nieuwe ideeën hebben dus potentieel significante beleidsimplicaties. Zoals in de volgende paragraaf wordt beargumenteerd, blijft de beleidspraktijk ondanks alle hervormingen echter dicht bij de pre-crisisbeleidskaders.

4.3 HERVORMINGEN VAN DE BELEIDSPRAKTIJK

Vóór de crisis was ‘het vergroten van bewegingsvrijheid van financiële instellingen en stromen’ de hoofddoelstelling en het ‘waarborgen van de stabiliteit van financiële instellingen’ een afgeleide doelstelling van beleid. Na de crisis is het behartigen van financiële stabiliteit nadrukkelijk de hoofddoelstelling. De vele maatregelen die sinds de crisis zijn genomen, zijn grotendeels gericht op dat doel. Het is

echter maar de vraag in hoeverre de nieuwe beleidsagenda afstand neemt van het pre-crisisbeleid. Hieronder wordt beargumenteerd dat het beleid grotendeels binnen de oude kaders blijft. Bovendien lijkt op dit moment een *positieve* beleidsagenda te ontbreken op het gebied van de bijdrage van de sector aan de economie. Op dat gebied is vooral sprake van een *negatieve* beleidsagenda, namelijk dat beleidsmakers niet te ver willen gaan met de beleidshervormingen gericht op financiële stabiliteit, uit vrees dat economisch herstel zal worden belemmerd. We bespreken achtereenvolgens:

1. de hervorming van het pre-crisisbeleid gericht op financiële stabiliteit;
2. de verbreding van het pre-crisisbeleid gericht op financiële stabiliteit;
3. de mate waarin de bewegingsvrijheid van financiële instellingen aan banden is gelegd;
4. het ontbreken van beleid op het gebied van de economische bijdrage van de sector.

4.3.1 HERVORMINGEN VAN HET PRE-CRISISBELEID GERICHT OP FINANCIËLE STABILITEIT

Al vrij vlot na de val van Lehman Brothers in september 2008 werd duidelijk dat het hoofddoel van de beleidshervormingen zou liggen bij het versterken van kapitaalregulering en het indammen van risico's genomen door financiële instellingen – met andere woorden, de 'corrigerende pijler' van het pre-crisisbeleid. Dit blijkt bijvoorbeeld uit een passage in de G20-verklaring na de Pittsburgtop in september 2009: "*Our reform is multifaceted but at its core must be stronger capital standards, complemented by clear incentives to mitigate excessive risk-taking practices*" (G20 2009). De belangrijkste wijzigingen bevinden zich op dat terrein.

Micro- en macroprudentiële regulering

De hervorming van 'kapitaalstandaarden' stond centraal in de post-crisisbeleidshervormingen. Met de totstandkoming van Bazel III (BCBS 2010) en de vertaling daarvan naar Europese regels (de *Capital Requirements Directive IV* en de *Capital Requirements Regulation* – kortweg het CRD IV pakket) zijn de kapitaaleisen voor banken zeker aangescherpt. In dit akkoord zijn de eisen op het gebied van zowel de *kwaliteit* van 'kapitaal' (dus de 'teller' van de breuk) als de *hoogte* van 'kapitaalratio' zelf strenger geworden. Bovendien hebben banken met de introductie van een *leverage ratio* – een ongewogen kapitaalratio, dus het eigen vermogen ten opzichte van het balanstotaal – van 3 procent een relatief hardere ondergrens voor het eigen vermogen dat ze minimaal moeten hebben dan voorheen (European Commission 2014a).

Een andere belangrijke verandering is dat beleidsmakers veel meer zijn gaan inzetten op de regulering van liquiditeit. Het pre-crisisvertrouwen dat financiële instellingen altijd genoeg mogelijkheden zouden hebben om financiële producten te verkopen om zo aan liquide middelen te komen, bleek immers ongegrond, zeker

toen het vertrouwen in bepaalde markten wegviel en er sprake was van *fire sales*. De nieuwe liquiditeitseisen in Bazel III verplichten banken om afdoende liquide activa te hebben om (al dan niet in tijden van stress) aan bepaalde verplichtingen te kunnen voldoen.¹² Dit heeft vanzelfsprekend invloed op de investeringsbeslissingen van banken en de manier waarop ze deze investeringen financieren: met deze maatregelen (die overigens gefaseerd worden ingevoerd) wordt sterker dan voorheen ingegrepen op de bankbalansen (European Commission 2014a; Véron 2014).

Deze eisen zijn in zekere zin een aanscherping en een verbreding van het al bestaande beleid, maar vormen nog geen fundamentele breuk daarmee. De introductie van macroprudentiële beleidsinstrumenten is dat in zekere zin wel. Twee daarvan verdienen nadere toelichting. De eerste is de anticyclische kapitaalbuffer, een onderdeel van het Bazel III-akkoord. Hiermee hebben nationale banktoezichthouders de mogelijkheid om banken in 'goede tijden' – wanneer kredietverlening (te) sterk stijgt – een extra (risicogewogen) kapitaalbuffer op te leggen. Omgekeerd kan deze extra buffereis in 'slechte tijden' worden versoepeld. De gedachte is dat kredietverlening hiermee minder procyclisch wordt (Brunnermeier et al. 2009). Het tweede instrument is het vaststellen van een maximale hoogte van bankleningen ten opzichte van het inkomen van de lener of de waarde van het onderpand: de *Loan To Income* (LTI)-ratio en *Loan To Value* (LTV)-ratio. Ook dit instrument is bedoeld om enigszins tegenwicht te bieden aan de procyclische aard van kredietverlening en om de kans op zeepbellen te verminderen. Op dit gebied zijn geen bindende internationale afspraken gemaakt: het vaststellen van maximum LTI- en LTV-ratio's is een zaak van nationale overheden. Aangezien deze maatregelen zich richten op de stabiliteit van het systeem als geheel en het mitigeren van systeemrisico's – en niet specifiek op de risico's voor de individuele banken – vormen zij in principe een significante verandering ten opzichte van het pre-crisisbeleid (Véron 2014).

Box 4.2 Macroprudentieel beleid in Nederland

Per 1 januari 2014 heeft DNB door een wijziging van de Bankwet een expliciet mandaat gekregen om financiële stabiliteit te bevorderen. DNB heeft een speciale afdeling opgericht om macroprudentieel toezicht te organiseren (DNB 2014). Daarnaast is het Financieel Stabiliteitscomité opgericht, dat bestaat uit vertegenwoordigers van DNB, AFM en het ministerie van Financiën. Dit comité komt twee maal per jaar bijeen en heeft als taak om risico's te signaleren voor de financiële stabiliteit en aanbevelingen te doen voor hoe deze kunnen worden aangepakt (Cavelaars et al. 2013). DNB heeft door het CRD IV-pakket de beschikking over een aantal macroprudentiële instrumenten, zoals de mogelijkheid om in tijden van snelle kredietgroei banken een extra kapitaalbuffer op te leggen (DNB 2014). Overigens heeft DNB geen mandaat gekregen om maxima te stellen op het gebied van 'loan-to-value'-ratio's; de verantwoordelijkheid op dat gebied ligt bij het ministerie van Financiën (FSB 2014a). Het kabinet heeft besloten de maximale hoogte van de LTV-ratio jaarlijks met 1 procentpunt te verlagen, van 106 procent in 2012 naar 100 procent in 2018. Hoewel het een verdere verlaging op termijn wenselijk acht vanuit het oogpunt van consumentenbescherming en gezonde bankbalansen, stelde het kabinet ook dat dit wel geleidelijk moet gebeuren om problemen op de woningmarkt te voorkomen (Ministerie van Financiën 2013).

Ondanks deze aangescherpte eisen is het maar de vraag in hoeverre dit nieuwe akkoord als geheel een significante breuk vormt met het pre-crisisbeleid. Zo zijn de eisen wel strenger, maar volgens critici ook weer niet *zo* streng dat ze in staat zijn een crisis als die van 2007/2008 te voorkomen (Turner 2011a). Veel politici en economen stelden na de crisis dat de ongewogen eigen-vermogenbuffers zeer scherp zouden moeten worden opgehoogd. In dat licht is een *leverage ratio* van 3 procent geen fundamentele verschuiving te noemen (Helleiner 2014). Ook is die ratio (vooralnog) niet bindend in de Europese regels die Bazel III implementeren (het CRD IV-pakket). Vooralnog is op het gebied van de risicoweging – dus het vaststellen van de ‘noemer’ van de ratio – weinig gebeurd. Pas eind 2014 presenteerde het Bazelse Comité een voorstel om de eisen op het gebied van risicoweging aan te scherpen, maar het is verre van zeker dat deze maatregelen zullen worden doorgevoerd. Dat betekent dat financiële instellingen vooralnog veel vrijheid behouden om met behulp van eigen risicomodellen in te schatten hoe hoog hun kapitaalbuffers dienen te zijn. In dat opzicht is het pre-crisisvertrouwen dat adequate risicomanagementsystemen op het niveau van individuele instellingen volstaan om genoeg buffers in het financiële systeem te creëren, niet veranderd (Carmassi en Micossi 2012).

Bovendien is onduidelijk in hoeverre het macroprudentiële perspectief echt een grote rol speelt in het nieuwe beleid. Zoals hierboven aangegeven, kunnen toezichthouders banken verplichten tot hogere buffers bij een sterke kredietgroei. Het is echter de vraag of toezichthouders de kennis en capaciteit hebben om deze kredietgroei tijdig te identificeren en hierop actie te ondernemen – laat staan of een extra risicogewogen buffer de vorming van zeepbellen kan afremmen (Turner 2011b). Onderzoek wijst er ook op dat risicogewogen buffers ongeschikt lijken voor het tegengaan van systeemrisico's, omdat risico's juist tijdens goede tijden (dus wanneer extra buffers nodig zijn) te laag worden ingeschat (Carmassi en Micossi 2012; Danielsson et al. 2012). Bovendien worden systeemrisico's niet alleen veroorzaakt door de groei van *leverage* binnen het bankwezen. Een belangrijk aspect van de financiële crisis was ook dat de *leverage* zich in het zogeheten schaduwbankwezen opbouwde (FSA 2009).

Marktdiscipline

Hoe zit het dan met het vertrouwen op de ‘tucht van de markt’ om financiële instellingen te disciplineren en zo stabiliteit te bevorderen? Beleids hervormingen op dit gebied hebben een sterk ambigu karakter. Aan de ene kant is getracht om de ‘marktdiscipline’ af te zwakken, met name wanneer die zou kunnen leiden tot zelfversterkende effecten en procyclisch gedrag. De aanpassing van boekhoudregels na de crisis is een voorbeeld hiervan. In directe reactie op de crisis heeft de Europese Commissie de IASB (de ontwikkelaar van de regels) min of meer gedwongen de boekhoudregels te versoepelen. Door deze versoepeling kregen banken toestemming bepaalde bezittingen tegen historische kostprijs te waarderen in plaats van

tegen marktwaarde (en ze mochten daarbij de prijzen van voor de crisis als uitgangspunt nemen, wat dus betekende dat de grote verliezen die zij op die bezittingen leden niet hoefden te worden erkend). Daarnaast heeft de IASB op aandringen van EU-landen een nieuwe standaard voor financiële instrumenten ontwikkeld, waarin ‘marktwaarde’ een kleinere rol speelt dan in de oude standaard (Mügge en Stellinga 2015).

Aan de andere kant hebben beleidsmakers ook geprobeerd om marktdiscipline juist te versterken door de informatievoorziening te verbeteren. Een belangrijke verklaring van de financiële crisis was dat de informatievoorziening op tal van gebieden tekort had geschoten (High Level Group on Financial Supervision 2009; European Commission 2010). In deze lezing hadden investeerders bij de aanschaf van derivaatproducten en complexe hypotheekpakketten geen goede en betrouwbare informatie gehad om de risico’s daarvan te kunnen inschatten. Financiële instellingen konden ongestraft zeer grote risico’s nemen doordat ze hun aandeelhouders en kredietverschaffers niet van voldoende (juiste) informatie hadden voorzien. De Europese Commissie noemde het vergroten van ‘transparantie’ dan ook een belangrijke beleidsprioriteit in diens *Roadmap for Financial Reform*: “*Current rules should be strengthened to ensure proper and reliable information is provided to supervisors, investors and the general public on the way financial markets operate*” (European Commission 2010). Niet voor niets zijn er tal van initiatieven om de informatievoorziening door financiële instellingen te verbeteren (zie bijvoorbeeld FSB 2012).

Beleidsmakers verwachten meer dan voorheen dat informatievoorziening en transparantiebevordering Europese toezichthouders en andere publieke autoriteiten beter in staat stellen hun taken uit te voeren. Het De Larosière-rapport – dat zoals gezegd een belangrijk kader vormde voor de Europese hervormingen – stelde dat het in de pre-crisisperiode had ontbroken aan een overkoepelend perspectief op systeemrisico’s:

financial supervisors frequently did not have and in some cases did not insist on getting, or received too late, all the relevant information on the global magnitude of the excess leveraging; (...) they did not fully understand or evaluate the size of the risks; and (...) they did not seem to share their information properly with their counterparts in other Member States or with the US (High Level Group on Financial Supervision 2009: 10-11).

De na de crisis opgezette *European Systemic Risk Board* (ESRB) diende dit gat op te vullen: die zou goed in staat moeten zijn om uit de veelheid aan informatie tot een overkoepelend beeld van systeemrisico’s te komen. Dit zou dan weer kunnen worden gecommuniceerd naar de afzonderlijke nationale toezichthouders, die vervolgens gerichte actie dienen te ondernemen. Er is sinds de crisis dus meer aandacht voor de noodzaak dat toezichthouders met een systeembril naar financiële stabiliteit kijken, in plaats van alleen naar de risico’s die individuele instellingen lopen.

Al met al hebben beleidsmakers sinds de crisis niet hun vertrouwen verloren dat de inzet op transparantie en marktdiscipline de financiële stabiliteit zal bevorderen. Door de oogharen bezien is er weinig veranderd aan het pre-crisisidee dat meer informatie en meer transparantie leiden tot betere besluitvormingsprocessen – zij het dat het nu meer dan voorheen gaat om de besluitvormingsprocessen van toezichthouders, en in mindere mate om die van andere marktspelers. Critici van het pre-crisisbeleid stelden dat er niet zozeer sprake was van *te veel* maar eerder van *te weinig* tucht van de markt. Zij stelden dat beleidsmakers de complexiteit en ondoorzichtigheid van financiële producten en spelers moesten tegengaan, zodat investeerders risico's beter kunnen inschatten en individuele instellingen beter kunnen aansturen. De ambigue houding van banktoezichthouders ten opzichte van marktdiscipline is daarmee echter niet opgelost. Toezichthouders staan nog steeds voor het dilemma dat de inzet op marktdiscipline (door het vergroten van transparantie) twee kanten op kan werken: het kan de stabiliteit van het systeem in theorie vergroten, maar wanneer marktdiscipline ervoor zorgt dat (systeemrelevante) financiële instellingen failliet dreigen te gaan kan het ook juist het systeem ontwrichten (Gerding 2014; Mügge en Stellinga 2015).

4.3.2 DE VERBREDING VAN HET PRE-CRISISBELEID GERICHT OP FINANCIËLE STABILITEIT

Op het gebied van kapitaalregulering en marktdiscipline hebben beleidsmakers dus meer aandacht voor systeemrisico's, maar blijven de doorgevoerde hervormingen in veel opzichten binnen de kaders van het oude beleid. Vanzelfsprekend is er meer gebeurd op het gebied van beleid gericht op financiële stabiliteit. Drie beleidsontwikkelingen zijn in dat opzicht bijzonder relevant:

1. de poging om nieuwe structuurmaatregelen te introduceren;
2. het adresseren van het *Too Big To Fail* (TBTf)-probleem;
3. de uitbreiding van de reikwijdte van overheidstoezicht en -regulering.

Dat er op deze terreinen maatregelen zijn genomen, impliceert een verbreding van het beleid gericht op financiële stabiliteit. De hervormingen die tot nu toe op deze terreinen zijn doorgevoerd, zijn echter bescheiden te noemen.

Structuurmaatregelen

In de naoorlogse periode stond de segmentatie van de financiële sector centraal in het beleid gericht op financiële stabiliteit. Beleidsmakers handhaafden of introduceerden scheidslijnen tussen banken, kapitaalmarktinstellingen en verzekeraars en ook binnen het bankwezen wierpen zij barrières op. Na de crisis stelden critici dat de vervaging van deze grenzen in aanloop naar de crisis van 2007/2008 een belangrijke oorzaak was van het financiële debacle. Zij stelden dat het spaargeld van burgers en de publieke functies van het financiële systeem in gevaar waren gebracht doordat banken tal van verschillende financiële activiteiten combineer-

den. Met andere woorden, was de branchevervaging niet te ver gegaan? Zij wierpen de vraag op of niet moest worden gestreefd naar een situatie waarin scherpere grenzen bestaan tussen financiële instellingen (cf. Kay 2011).

Het debat binnen de EU op het gebied van nieuwe structuurmaatregelen richtte zich primair op de vraag of – en, zo ja, in welke mate – banken die deposito's aan nemen ook kapitaalmarktactiviteiten mogen ontplooiën, en dan met name handel in effecten (derivaten, aandelen en obligaties). Het kernbegrip in de debatten was 'ring fencing', oftewel de mogelijkheid om de verschillende onderdelen van een financieel conglomeraat zodanig van elkaar af te scheiden dat problemen van het ene bedrijfsonderdeel zich niet (direct) vertalen naar andere bedrijfsonderdelen. Meer specifiek zou in het geval van problemen binnen het financieel conglomeraat de depositehoudende instelling makkelijker moeten kunnen worden afgescheiden van de rest van de groep, om zo het spaargeld van burgers niet in gevaar te laten komen (Viñals et al. 2013).

In oktober 2012 publiceerde een High-level Expert Group onder leiding van Liikanen een rapport met daarin voorstellen voor hoe een dergelijke 'omheining' bij Europese banken vorm kon krijgen. Het gepresenteerde plan hield in dat de handelsactiviteiten van financiële instellingen in een aparte afgeschermd entiteit moeten worden ondergebracht wanneer die meer dan 100 miljard euro bedragen (of meer dan 15-25 procent van de totale balans). In januari 2014 presenteerde de Europese Commissie een voorstel voor een verordening. Dit voorstel was deels gebaseerd op het Liikanen-voorstel, maar met twee belangrijke verschillen. Allereerst wordt er op het gebied van *ring fencing* van de handelsactiviteiten meer overgelaten aan de afwegingen van (nationale) autoriteiten of in een specifiek geval moet worden overgegaan op omheining. Ten tweede wordt – net als in de Verenigde Staten (vs) bij de zogenoemde *Volcker rule* – gekozen voor een verbod op 'handel voor eigen rekening'. Dit betekent dat er in dat opzicht niet wordt gekozen voor een omheining maar voor een verbod: handel voor eigen rekening mag simpelweg niet plaatsvinden binnen een financieel conglomeraat dat deposito's aantrekt.

Op EU-niveau blijkt het vooralsnog echter bijzonder ingewikkeld om tot een akkoord te komen op het gebied van *ring fencing*. Op het moment van schrijven is het onduidelijk of het voorstel van de Europese Commissie zal worden aangenomen. Het Europese Parlement heeft nog geen positie ingenomen. De voorgestelde maatregelen hebben weerstand opgeroepen bij vertegenwoordigers van het bankwezen, zoals de *European Banking Federation*. Banken verzetten zich met het argument dat de 'omheining' hen belemmert in een adequate risicospreiding en dat dit ten koste kan gaan van de financiering van de economie (European Banking Federation 2013). Ook hebben verschillende landen kritiek geleverd op de maat-

regelen: niet alleen Frankrijk en Duitsland, maar ook een tiental andere EU-landen (Szczerpanski 2014). Vooralsnog zijn er dan ook geen Europese regels op dit gebied aangenomen.

Diverse Europese landen hebben ervoor gekozen zelf stappen te zetten op dit gebied. De Britse regering heeft positief gereageerd op de aanbeveling van de *Vickers Committee* om de ‘retail-tak’ van de bank in een specifieke entiteit binnen de instelling onder te brengen. Deze entiteit mag bepaalde activiteiten niet ontplooiën, zoals handel in effecten en derivaten, investeringen in hedgefondsen en *private equity* en het ontplooiën van *market making*-activiteiten. Deze hervormingen worden echter pas in 2019 van toepassing (Viñals et al. 2013: 15). Frankrijk en Duitsland hebben er juist voor gekozen de omheining toe te passen op de entiteit die specifiek risicovolle activiteiten ontplooit, zoals handel voor eigen rekening en *high frequency trading*. Het groepsonderdeel dat deposito’s aantrekt mag in die landen nog steeds andere handelsactiviteiten (zoals *market making*) blijven ontplooiën. Veel andere landen – waaronder Nederland, Spanje en Italië – hebben er echter voor gekozen Europees beleid af te wachten en vooralsnog geen eigen koers te varen (FSB 2014b).

Box 4.3 Geen structuurmaatregelen in Nederland

De Nederlandse regering heeft besloten geen eigen koers te varen op het gebied van structuurmaatregelen, maar Europese regelgeving af te wachten. Vanzelfsprekend zijn er wel maatschappelijke en politieke debatten over gevoerd. De Commissie-de Wit (2010: 18-19) bepleitte het afschermen van de ‘nutsbankactiviteiten’ (betalen, sparen en lenen) van de meer speculatieve activiteiten, door middel van een omheining. Het kabinet stelde in reactie hierop echter dat een dergelijke scheiding niet alleen moeilijk te realiseren was, maar ook negatieve gevolgen zou hebben voor Nederlandse consumenten, het bedrijfsleven en de banken zelf (Ministerie van Financiën 2010: §2.12). Omdat de maatschappelijke discussie hierover bleef aanhouden, besloot het kabinet om een aparte commissie in te stellen die zou onderzoeken of structuurmaatregelen nodig waren. Die commissie (onder leiding van Herman Wijffels) stelde voor het Liikenen-voorstel te volgen wat betreft het ‘omheinen’ van handelsactiviteiten en (indien nodig) ook banken te verbieden om te handelen voor eigen rekening (Commissie-Structuur Nederlandse Banken 2013: 24-25). Het kabinet besloot echter om de Europese vertaling van de Liikenen-voorstellen af te wachten en geen eigen koers te varen (Ministerie van Financiën 2014b). Ook de Nederlandse Vereniging van Banken (NVB), VNO-NCW en MKB Nederland hebben aangegeven tegen structuurmaatregelen te zijn. Zij gaven aan dat dit de kredietverlening aan het Nederlandse bedrijfsleven in gevaar zou brengen (VNO-NCW en MKB Nederland 2012; NVB 2013).

Op dit moment is het zeer onzeker wat er gaat gebeuren met de Europese structuurmaatregelen. Het lijkt wel zeker dat *als* er al Europese maatregelen worden doorgevoerd, er een grote mate van bewegingsvrijheid zal zijn voor de lidstaten om de regels naar eigen inzicht te implementeren. Ook is het duidelijk dat deze regels zeker geen terugkeer zullen impliceren van de naoorlogse segmentering van financiële sectoren. Beleidsmakers hebben een dergelijke terugkeer dan ook nooit

(echt) overwogen. De pre-crisisbeleidspraktijk dat instellingen in uiteenlopende financiële segmenten actief moeten kunnen zijn, lijkt daarmee op EU-niveau niet fundamenteel te zijn veranderd.

Het 'too-big-to-fail'-probleem

Sinds de crisis hebben beleidsmakers ook geprobeerd de zogeheten 'Too Big To Fail' problematiek te lijf te gaan. De TBTF-problematiek verwijst naar de situatie waarin een individuele instelling dermate groot of systeemrelevant is dat problemen bij die instelling de stabiliteit van het hele systeem kunnen ondermijnen – en daarmee de overheid dwingen de instelling te redden. Hoewel deze problematiek ook raakt aan de kwestie van oneigenlijke concurrentievoordelen door impliciete staatsgaranties, ligt de grootste zorg op het gebied van systeemrisico's. In principe lagen drie wegen open om deze problematiek te adresseren: (1) het stellen van (absolute) grenzen aan de omvang van banken en andere financiële instellingen; (2) door middel van heffingen of belastingen een grote omvang ontmoedigen; en (3) zorgen dat instellingen en autoriteiten adequaat zijn voorbereid in het geval van problemen (cf. Goldstein en Veron 2011).

In het kader van het mededingingsbeleid heeft de Europese Commissie diverse financiële instellingen die overheidshulp kregen, opgedragen om bepaalde bedrijfsonderdelen af te stoten. Dit waren echter reactieve maatregelen. Europese beleidsmakers hebben echter niet overwogen om absolute grenzen te stellen aan de omvang van financiële instellingen. Zij hebben gekozen voor een 'ontmoedigingsbeleid', door het voor instellingen minder aantrekkelijk te maken een grote omvang te hebben. De belangrijkste maatregel in dit verband tot nu toe staat in het nieuwe Bazelakkoord, waarin is opgenomen dat *Systemically Important Financial Institutions* (SIFI's, ofwel systeemrelevante instellingen) bovenop de voor andere instellingen geldende verplichtingen een extra hoge buffer moeten aanhouden. Daarmee wordt de TBTF-problematiek dus 'indirect geadresseerd': het zou de risico's op falen van deze instellingen verminderen en (door de hogere buffereisen) de status 'systeemrelevant' minder aantrekkelijk maken, maar van absolute grenzen is geen sprake.

Er zijn ook maatregelen genomen om in geval van problemen adequaat te kunnen handelen. De *Financial Stability Board* heeft systeemrelevante banken opgedragen zogenoemde 'living wills' op te stellen. In deze 'testamenten' dient uiteen te worden gezet hoe een bank in geval van problemen kan worden ontbonden zonder dat de belastingbetaler te hulp moet schieten. Ook zijn er maatregelen getroffen om autoriteiten meer instrumenten in handen te geven om proactief te kunnen handelen in het geval van problemen. In de Europese Unie is de *Directive for bank recovery and resolution* (BRRD) aangenomen, die een betere omgang met falende financiële instellingen mogelijk moet maken (Mackintosh 2014; European Com-

mission 2014a). De zogenoemde ‘*bail in*’-clausules van deze Richtlijn proberen de rekening van het falen van financiële instellingen bij de financiers te leggen, in plaats van bij de belastingbetaler.

Het is echter de vraag of deze maatregelen het TBTF-probleem echt kunnen oplossen. Een *bail in* is een maatregel die waarschijnlijk alleen werkt als slechts één instelling in de problemen is. Als er sprake is van een systeemcrisis, zou een *bail in* deze juist kunnen versterken omdat het kan bijdragen aan de onrust op markten. Bovendien: als de verliezen bij een systeemrelevante instelling hoog genoeg zijn, is de verwachting dat linksom of rechtsom de overheid de instelling toch zal redden (Mackintosh 2014). Het is echter moeilijk hierover een definitief oordeel te vellen, omdat er vooralsnog geen situatie is geweest waarin de BRRD zijn waarde kon bewijzen bij een systeeminstelling die in de problemen verkeert (DNB 2015: 4).

Kortom, op het gebied van de TBTF-problematiek lijken de veranderingen in de EU vooralsnog bescheiden. Het Europese financiële systeem wordt nog steeds gekenmerkt door financiële mega-instellingen die (naar verwachting) de stabiliteit van dat systeem zouden bedreigen wanneer zij in problemen komen. Het is twijfelachtig of het ‘ontmoedigingsbeleid’ toereikend zal zijn om de vele concurrentievoordelen die grote financiële instellingen hebben, te mitigeren en instellingen ervoor te laten kiezen om ‘vrijwillig’ kleiner te worden. En ondanks het verbeterde beleid op het gebied van herstel en afwikkeling zal geen beleidsmaker het na de val van Lehman Brothers meer in zijn of haar hoofd halen een systeeminstelling uiteindelijk failliet te laten gaan. In de woorden van G30-directeur Mackintosh (2014: 410): “*the truth of the matter is that in 2014, if a major international bank once again teeters on the brink of collapse, no one in finance believes they would be allowed to fail.*”

Uitbreiding van reikwijdte van regulering

In vergelijking met de pre-crisisperiode is een belangrijke ontwikkeling dat de reikwijdte van toezicht en regulering is uitgebreid (Véron 2014; European Commission 2014a). Na de crisis was een veelgehoord kritiekpunt dat tal van instellingen en activiteiten buiten de *scope* van regulering en toezicht vielen (cf. FSA 2009; High Level Group on Financial Supervision 2009). Hoewel uitgebreide regelgeving bestond voor banken, gold dat niet voor hedgefondsen, *private equity*-partijen, kredietbeoordelaars en veel instellingen die in het zogenoemde ‘schaduwbankwezen’ opereerden (onder andere geldmarktfondsen). Ook wezen critici op het beperkte zicht van toezichthouders op de handel in zogenoemde ‘onderhandse (*over-the-counter*) derivaten’ (Helleiner 2014).

Na de crisis hebben beleidsmakers in Europa en elders er veel werk van gemaakt om de reikwijdte van toezicht en regelgeving uit te breiden. Voorheen was de controle van deze instellingen of activiteiten vooral een kwestie van vertrouwen op

zelfregulering, maar de touwtjes zijn nu strakker aangetrokken (Pagliari 2012). Ook hebben beleidsmakers de ‘prikkelstructuren’ in financiële instellingen binnen de *scope* van regelgeving en toezicht gehaald – specifiek hebben zij beleid ontwikkeld om grenzen te stellen aan de hoogte van bonussen en zijn er nu mogelijkheden om ‘ten onrechte’ uitgekeerde bonussen later terug te vorderen (*claw back*-regels). Daarnaast hebben toezichthouders meer aandacht voor ‘zachte’ indicatoren van potentiële problemen bij financiële bedrijven, zoals de bedrijfs-cultuur en de *corporate governance*-structuren (cf. Cavelaars et al. 2013). Tabel 4.1 geeft een indicatie van de wijzigingen op een aantal beleidsterreinen.

Tabel 4.1 Voorbeelden van uitbreiding van de reikwijdte van EU-regulering

	Relevante post-crisis-EU-regels	Kern van de regels
Hedgefondsen en private equity-fondsen	<i>Alternative Investment Funds Managers Directive</i> (AIFMD)	Nationaal toezicht op <i>governance</i> van de fondsen; rapportage-eisen op het gebied van <i>leverage</i> en omvang activa; introductie EU-paspoort.
Krediet-beoordelaars	<i>Credit Rating Agency Regulation</i> (CRAR) I; II; en III.	Registratieverplichting voor CRA's bij ESMA. ESMA kijkt naar <i>corporate governance</i> , integriteit, transparantie en perverse prikkels. Verder: tegengaan van mechanisch gebruik van <i>ratings</i> door marktpartijen.
Geldmarkt-fondsen	<i>Regulation on Money Market Funds</i> (in 2013 door de EC voorgesteld; nog niet aangenomen door Europese Raad en EUP)	Stelt eisen op het gebied van liquiditeitsbuffers. Daarnaast minimum aan eigen-vermogenbuffer van 3% van het balanstotaal.
Derivatenhandel	<i>European Market Infrastructure Regulation</i> (EMIR); <i>Markets in Financial Instruments Regulation II</i> (MIFID II) en <i>Regulation on Central Securities Depositories</i> (CSDR)	Gestandaardiseerde derivaten moeten via de beurs of elektronische handelsplatforms worden afgehandeld en door centrale tegenpartijen worden afgewikkeld. Over <i>The Counter</i> -derivaten moeten worden gerapporteerd bij handelsdepots
Bonussen	<i>Capital Requirements Directive IV Package</i>	Bonussen van bankbestuurders en zogeheten <i>Material Risk Takers</i> (MRT) mogen niet hoger zijn dan één maal of (met expliciete toestemming van aandeelhouders) twee maal het jaarsalaris. Een MRT in EU gedefinieerd als een werknemer met een jaarsalaris boven de € 500.000.

Ondanks deze uitbreiding van de reikwijdte van beleid is er op het gebied van de *inhoud* in veel opzichten sprake van continuïteit met het pre-crisisbeleid. Het nieuwe beleid voor kredietbeoordelaars en alternatieve investeringsinstellingen (zoals hedgefondsen) is in niet onbelangrijke mate simpelweg een codificering van al bestaande private *codes of conduct*, zij het meer dwingend doordat ze formeel naar overheidsbeleid zijn vertaald (Mügge 2014b). Ook is (zoals uit tabel 4.1 blijkt) veel nieuwe regelgeving gericht op het vergroten van de transparantie van deze voorheen ongereguleerde spelers. Dit is in essentie conform het pre-crisisbeleid, waarin meer transparantie werd geacht te leiden tot meer marktdiscipline. Kortom, hoewel deze uitbreiding van de reikwijdte van beleid wellicht de *verantwoordelijkheden* anders heeft belegd – een verschuiving van zelfregulering naar overheidsregulering – is op het gebied van de *inhoud* van de regels maar in beperkte mate sprake van grote veranderingen (Pagliari 2012).

4.3.3 MINDER BEWEGINGSVRIJHEID?

Het vorige hoofdstuk liet zien dat beleidsmakers in de pre-crisisperiode vooral streefden naar het vergroten van de bewegingsvrijheid voor financiële instellingen en stromen. Financiële instellingen moesten in uiteenlopende financiële segmenten actief kunnen zijn. Kapitaalstromen en financiële instellingen moesten nationale grenzen zonder obstakels kunnen overschrijden. Harmonisering van nationale regelgeving (*level playing field*) stond in dienst van het faciliteren van deze internationalisering van de financiële sector. In hoeverre zijn beleidsmakers teruggekomen op deze beleidsnadruk? Is deze beleidsagenda na de crisis ingrijpend gewijzigd?

Bewegingsvrijheid voor financiële instellingen

Financiële instellingen hebben (vooralsnog) de vrijheid om in uiteenlopende financiële segmenten actief te zijn. Het nieuwe Europese ‘structuurbeleid’ (*ring fencing*) komt moeilijk van de grond en het is vooralsnog onduidelijk hoe ingrijpend de uiteindelijk doorgevoerde maatregelen zullen zijn (zie hierboven). Op het gebied van de ontwikkeling van, en handel in, bepaalde complexe financiële producten is niet gekozen voor ‘verboden’ maar voor het beter *managen* van deze activiteiten. Hoewel in het politieke debat vlak na de crisis nog wel geluiden te horen waren (bijvoorbeeld van de *Bank of International Settlements*) dat nieuwe financiële producten zouden moeten worden geregistreerd en geëvalueerd door een daarvoor in het leven geroepen consumentenbeschermingsorganisatie, zijn dergelijke suggesties nooit geïmplementeerd (Helleiner 2014). Ook pogingen om de handel in complexe derivaatproducten te ontmoedigen en te streven naar meer standaardisering van deze producten verlopen vooralsnog zeer moeizaam (Véron 2014). Al met al hebben beleidsmakers vooral geprobeerd ervoor te zorgen dat financiële instellingen meer klappen op kunnen vangen wanneer zij grotere risico’s nemen. Pogingen om het nemen van die risico’s onmogelijk te maken waren er in veel mindere mate.

Een maatregel die in principe een significante breuk zou vormen met het pre-crisisbeleid, is de financiële transactietaks (ftt): een belasting op de verkoop van financiële instrumenten. Die breuk zit niet in de doelstelling om meer belastinginkomsten uit de financiële sector te genereren, maar in het feit dat beleidsmakers hiermee tevens proberen om financiële transacties te ontmoedigen die vooral zijn gericht op kortetermijnrendement (dus meer ‘speculatieve transacties’). Deze laatstgenoemde doelstelling gaat in tegen het pre-crisisprincipe om financiële spelers en stromen zo veel mogelijk bewegingsvrijheid te geven.

In reactie op de financiële crisis ontstond het idee (dat overigens al ver terug gaat in de tijd; zie Eichengreen et al. 1995) om een dergelijke taks te introduceren. Het Verenigd Koninkrijk, Duitsland en met name Frankrijk bepleitten bij de G20-bijeenkomsten het invoeren van een mondiale taks, maar het werd vrij snel duidelijk dat

een mondiale taks een brug te ver zou zijn (onder andere de VS was tegen). Europa koos derhalve voor een eigen koers. In september 2011 publiceerde de Europese Commissie, op aandringen van met name Frankrijk en Duitsland, een voorstel: een belasting van 0,1 procent op de verkoop van aandelen en obligaties, en een belasting van 0,01 procent op de verkoop van derivaten. Hoewel het voorstel primair werd gepresenteerd als manier om de sector een bijdrage te laten betalen voor alle kosten die overheden in reactie op de crisis hadden gemaakt, was een onderliggend argument dat zo financiële transacties zouden worden ontmoedigd die niet werden geacht bij te dragen aan het efficiënt functioneren van financiële markten of de reële economie (Cipriani 2014). De EC sprak van een ‘Triple A’-aanpak: *alle* markten, *alle* spelers en *alle* financiële instrumenten zouden onder het plan vallen. Dit voorstel kon echter onder Europese overheden niet op genoeg steun rekenen: de Britse regering (nu onder leiding van de *Conservatives* in plaats van *Labour*) was inmiddels van gedachte veranderd en ook veel andere landen (waaronder Nederland) waren tegen of zeer sceptisch (Fabbrini 2014).

In 2012 kozen elf EU-lidstaten (waaronder Duitsland, Frankrijk, Italië en Spanje) ervoor om onder de zogenoemde ‘versterkte samenwerkingsprocedure’ gezamenlijk een dergelijke transactietaks in te voeren. Het plan (dat begin 2013 werd gepresenteerd) kon echter op grote weerstand rekenen van de financiële industrie: vertegenwoordigers waarschuwden voor de schadelijke effecten die deze taks heeft op de economie en de werkgelegenheid (EACB et al. 2015). Ook andere belangrijke spelers waarschuwden voor deze maatregel. Britse beleidsmakers waren fel tegen omdat de belasting in hun ogen ook negatieve effecten zou hebben voor *The City*. Sommige monetaire autoriteiten (waaronder de ECB en de *Bundesbank*) waren kritisch en pleitten ervoor om in ieder geval bepaalde financiële transacties te vrijwaren van de FTT. Ook bepaalde vertegenwoordigers van de niet-financiële industrie waren sceptisch (Stafford en Barker 2013). Inmiddels was ook Frankrijk een draai aan het maken. Vooral op het gebied van een taks op derivatenhandel en op zogeheten ‘repotransacties’ bestonden controverses en meningsverschillen (Gabor 2015).

Plannen werden afgezwakt: van een ‘Triple A’-plan was inmiddels geen sprake meer, en ook de hoogte van de belasting zou naar verluid omlaag worden bijgesteld. Hoewel de elf Europese landen momenteel nog steeds voornemens zijn een ftt (geleidelijk) in te voeren, is het niet duidelijk of dit ook daadwerkelijk zal gebeuren. Financieel expert Nicolas Véron noemt het een “*zombie policy: it doesn’t go live, nor does it die away*” (geciteerd in: Barker en Stafford 2015). Kortom, hoewel een ftt gericht op het ontmoedigen van bepaalde transacties in principe een grote verandering zou betekenen ten opzichte van het pre-crisisbeleid, is het onzeker in hoeverre de uiteindelijk doorgevoerde maatregelen (*als ze al worden doorgevoerd*) daadwerkelijk kunnen worden gezien als een ‘breuk’.

INTERNATIONALE BEWEGINGSVRIJHEID

Daarnaast streven beleidsmakers in principe nog steeds naar de internationalisering van financiële stromen en spelers. Wel dient hier een onderscheid te worden gemaakt tussen wat er *feitelijk* is gebeurd in de sector en wat er is veranderd op het gebied van het beleid. Hoewel er recentelijk oplevingen zijn, is er sinds de crisis sprake geweest van een toenemende fragmentatie van het Europese financiële systeem. Zoals Lannoo (2015: 4) aangeeft, duiden bepaalde indicatoren erop dat de integratie van Europese kapitaalmarkten nu op het niveau zit van 1999 – de start van EMU (zie ook ECB 2015). Deze ontwikkelingen worden ten dele afgedwongen door beleidsmakers of toezichhouders die bewust streven naar een heroriëntatie van financiële stromen en spelers op de nationale markten. Uit andere ontwikkelingen blijkt echter dat de wenselijkheid van internationaal georiënteerde spelers en markten niet fundamenteel ter discussie staat.

Op het gebied van de vrijheid van kapitaalstromen hebben Europese beleidsmakers in ieder geval geen ingrijpende verandering doorgevoerd. Kapitaalcontroles zijn in principe taboe en alleen in het geval van een acute crisis – namelijk in de context van de schulden crises in Cyprus (2013) en Griekenland (2015) – hebben de genoemde landen kapitaalcontroles geïntroduceerd. Een meer permanente rol voor kapitaalcontroles wordt niet overwogen. In dat opzicht lijkt er in Europa geen steun voor een terugkeer naar het naoorlogse idee dat kapitaalcontroles essentieel zijn voor een zelfstandig macro-economisch beleid, of dat kapitaalcontroles financiële stabiliteit kunnen bevorderen. Deze terughoudendheid op het gebied van kapitaalcontroles blijkt ook uit de opvallende afwezigheid van discussie daarover tijdens de G20-bijeenkomsten (Helleiner 2014: 93). Opvallend genoeg heeft het IMF de onvoorwaardelijk positieve positie op het gebied van vrijheid van kapitaalstromen van vóór de crisis wel herzien (cf. Chwieroth 2010). Het stelt dat kapitaalcontroles in sommige situaties financiële stabiliteit kunnen bevorderen, bijvoorbeeld wanneer zij worden gebruikt om de vorming van zeepbellen door een overvloedige instroom van krediet tegen te gaan (IMF 2012).

Uit de totstandkoming van de Bankenunie en de recente plannen voor de completering van de Kapitaalmarktunie blijkt dat beleidsmakers en politici er nog steeds naar streven de Europese interne markt voor financiële diensten te voltooiën.¹³ De kern van dit beleid is het creëren van adequate Europese toezichtkaders en wet- en regelgeving die financiële activiteiten in goede banen kunnen leiden. Europese instanties hebben dan ook geprobeerd de wet- en regelgeving verder te harmoniseren. Een aspect daarvan is dat EU-reguleringskaders vaker in de vorm van verordeningen komen in plaats van in de vorm van richtlijnen. Verordeningen zijn immers direct bindend op EU-niveau en hoeven niet in nationaal beleid te worden omgezet, wat de verschillen in nationale wet- en regelgeving dus aan banden legt (McPhilemy 2014).

4.3.4 ONTBREKEND BELEID OP HET GEBIED VAN DE ECONOMISCHE BIJDRAGE VAN DE SECTOR

Een opvallend kenmerk van de post-crisishervormingsdebatten is dat de twee hoofddoelen van beleid (financiële stabiliteit en de bijdrage van de sector aan de economie) vaak worden gepresenteerd als potentieel conflicterend – als ‘communicerende vaten’. Hoewel het doorgaans financiële instellingen zijn die waarschuwen dat strenger beleid gericht op het bevorderen van stabiliteit negatief is voor economisch herstel en economische groei (zie box 4.4), zien ook veel beleidsmakers deze uitruil. Zo waren het volgens Helleiner (2014: 84) vooral de Duitse en Franse autoriteiten die zich hebben verzet tegen al te strenge kapitaaleisen in het nieuwe Bazel III-akkoord, omdat ze vreesden dat strengere regels voor de toch al zwak gekapitaliseerde financiële spelers het economisch herstel in die landen zouden schaden.

Box 4.4 Waarschuwingen van de sector voor overregulering

Vertegenwoordigers van de financiële sector hebben sinds de crisis zeer vaak aangegeven dat te strenge maatregelen een negatieve uitwerking zouden hebben op de economische groei. Een aantal voorbeelden ter illustratie. Joseph Ackerman – destijds voorzitter van het *Institute of International Finance* – stelde in 2009 dat strengere kapitaalstandaarden de economie zouden schaden: “*More equity might increase the stability of banks. At the same time however, it would restrict their ability to provide loans to the rest of the economy. This reduces growth and has negative effects for all*” (geciteerd in: Admati et al. 2013). Ook de voorgestelde structuurmaatregelen konden rekenen op een dergelijke kritiek. Volgens de *European Banking Federation* (2012) zouden de maatregelen zoals voorgesteld door Liikanen negatieve gevolgen hebben voor de bereidheid van banken om leningen te verstrekken. Daarmee zouden ze ook de economische groei schaden (zie ook NVB 2013). In 2011 gaf het *Institute of International Finance* (2011) aan dat de crisishervormingen op internationaal en nationaal niveau de groei van het mondiale bbp zouden schaden – na vijf jaar zou het bbp 3 procent lager liggen dan zonder de voorgestelde maatregelen. Een laatste voorbeeld: in reactie op het plan voor de financiële transactietaks stelden bankvertegenwoordigers dat dit de economie ernstige schade zou berokkenen: “*The end result would likely be a reduction in the profitability, size and strength of financial institutions (...) and hence in their ability to channel funding between investors and issuers in the real economy*” (EACB et al. 2015). Kortom, maatregelen die negatief uitpakken voor de financiële sector zouden linksom of rechtsom ook de reële economie schaden, zo is doorgaans de boodschap van sectorvertegenwoordigers.

Er is genoeg kritiek gekomen op de suggestie dat het streven naar financiële stabiliteit conflicteert met het streven naar economische groei. Critici stellen dat deze *framing* misleidend is, en dat strengere regels *positief* kunnen uitwerken op economische groei. Strengere regels zijn wellicht negatief voor de winsten die worden gemaakt in de sector, maar zouden de samenleving als geheel ten goede komen. De suggestie dat wat slecht is voor de financiële sector ook slecht is voor de economie, is volgens deze critici in feite gewoon het spiegelbeeld van het pre-crisisvertrouwen dat wat goed is voor de sector ook goed is voor de economie – en dat vertrouwen hoort na de crisis te zijn afgezworen (cf. Admati en Hellwig 2013; Admati et al. 2013). Bovendien blijkt – zoals in paragraaf 4.2 werd aangestipt – uit recente empirische studies dat er ook zo iets kan zijn als *too much finance*. Het is op

basis van deze wetenschappelijke inzichten niet vanzelfsprekend dat er een uitruil bestaat tussen het streven naar financiële stabiliteit en het streven naar economische groei (OECD 2015).

Het is niet de bedoeling de vele facetten van deze discussie hier uitgebreid te belichten. Wel is het van belang te benadrukken dat beleidsmakers in de post-crisisperiode worstelen met de vraag hoe een *positief beleid* gericht op het vergroten van de economische bijdrage van de sector eruit zou kunnen zien. Meer specifiek staan beleidsmakers voor de moeilijke opgave om beleid te ontwikkelen dat ervoor zorgt dat het bankwezen een grotere bijdrage levert aan de economie en de samenleving. Na de crisis lijken beleidsmakers vooral te streven naar een situatie waarin de belastingbetaler geen ‘last’ meer heeft van omvallende banken. Financiële stabiliteit als beleidsdoelstelling is daarom veel centraler komen te staan. Wat betreft de bijdrage van de sector aan de economie wordt doorgaans echter een *negatieve agenda* gehanteerd: niet te strenge regels doorvoeren.

De voorzichtige pogingen die worden gedaan om tot een positieve agenda te komen – bijvoorbeeld gericht op het verbeteren van financieringsmogelijkheden voor het MKB of de financiering van economische projecten gericht op de lange termijn (cf. European Commission 2014b) –, besteden vooral aandacht aan het vraagstuk hoe financiering kan worden georganiseerd *buiten het bankwezen om*. De cruciale vraag hoe de toekomstige (en toekomstbestendige) *positieve* rol van banken in de economie en de samenleving vorm moet krijgen, blijft daarmee echter onbeantwoord. We kunnen immers niet of nauwelijks om banken in hun huidige vorm heen; in zo goed als alle financiële segmenten (dus *ook* op kapitaalmarkten) spelen zij een grote rol. Kortom, na de crisis lijken beleidsmakers nog geen goed antwoord te hebben gevonden op de vraag hoe de bijdrage van de financiële sector – en specifiek het bankwezen – aan de economie kan worden vergroot.

4.4 HERVORMINGEN VAN DE INSTITUTIONELE VORMGEVING

Op het oog is de institutionele vormgeving van financiële regulering en toezicht sinds de crisis sterk veranderd. Beleid is in belangrijke mate gepolitiseerd: politici trachten weer meer grip te krijgen op de vormgeving van financieel beleid. Maar hoeveel verschilt de institutionele vormgeving van na de crisis van die van voor de crisis? Het geheel overziend ontstaat een gemengd beeld.

Aanwijzingen voor significante veranderingen

Allereerst zijn er ontwikkelingen die wijzen op een sterke verandering. In directe reactie op de crisis stond het idee dat financiële regulering een apolitieke, technische aangelegenheid is op losse schroeven. Politieke leiders – die het bankwezen met grote sommen geld van de rand van de afgrond moesten redden – namen vanaf eind 2008 het voortouw bij het formuleren van de post-crisishervormingsagenda.

G20-bijeenkomsten speelden een grote rol bij de totstandkoming daarvan. Voorheen werd internationale afstemming van de financiële regulering overgelaten aan ministeries, toezichthouders en internationale organisaties, nu was dit een aangelegenheid van wereldleiders (Véron 2014). Deze G20-overleggen hadden een groot effect op de richting van de beleidshervormingen en markeerden een belangrijke verschuiving ten opzichte van het (technocratische) beleidsproces van voor de crisis. Voorheen betrekkelijk onafhankelijke spelers als de IASB en het Bazelse Comité kregen te maken met hervormingsopdrachten (inclusief deadlines) en verloren daarmee hun nagenoeg exclusieve invloed op de vormgeving van beleid (Helleiner en Pagliari 2011: 178).

Een andere manifestatie van deze politisering is dat parlementen veel grotere interesse toonden in financiële regulering (cf. Gadinis 2013). Vóór de crisis interesseerden Europese parlementen zich niet of nauwelijks in de financiële sector – vanwege het vaak zeer technische gehalte van het beleid, een gebrek aan belangstelling vanuit het electoraat en een beperkte aandacht van de media (Scholte 2002). Na de crisis eisten parlementen meer invloed op het beleid en werden discussies gevoerd over voorheen obscure kwesties als kapitaalregulering, derivatenhandel en boekhoudregels. Nationale overheden trachtten weer meer invloed te krijgen op de vormgeving van financiële regelgeving en toezicht. Meer dan voorheen dienden beleidsmakers op Europees niveau rekening te houden met de wensen van parlementen, inclusief het Europese Parlement. Ook hebben nationale overheden op een aantal beleidsterreinen niet gewacht op internationale actie en zelf maatregelen getroffen. Hiermee is er sprake van een fragmentatie van beleid (Helleiner en Pagliari 2011; Gadinis 2013; Monnet et al. 2014).

Daarnaast zijn er aanwijzingen dat de (voorheen grote) invloed van de (grote) financiële spelers op de totstandkoming en implementatie van beleid sinds de crisis is afgenomen. Vertegenwoordigers van de grote financiële spelers hebben sindsdien vooral *reactief* gehandeld: de bedoeling van de financiële industrie was om de onvermijdelijke golf aan nieuwe en strengere regelgeving af te zwakken en behaarder te houden. In eerste instantie slaagden ze daar maar matig in. De invloed van financiële spelers op het beleid stond in een kwaad daglicht en de financiële instellingen zelf waren in eerste instantie niet in staat om tot gecoördineerde actie over te gaan (Helleiner en Pagliari 2011: 179). Beleidsmakers pakten de G20-plannen voortvarend op en ontwikkelden (voorstellen voor) nieuwe en strengere regelgeving. De post-crisishervormingen kunnen in dat opzicht worden aangedragen als bewijs van een tanende invloed van private belangen op het beleid (cf. Pagliari 2012).

De crisis heeft volgens velen dan ook geleid tot een ‘terugkeer van de overheid’. Zo stelde Tommaso Padoa-Schioppa (voormalig ECB): “*If the years before the crisis were years of over-reliance on markets and mistrust in government – or, more simply*

put, too much market and too little government – what we have seen in 2008 and 2009 has been a spectacular comeback of government” (Padoa-Schioppa 2010). Of zoals Stuart Mackintosh (directeur van de G30) het formuleerde: “*States are reasserting their collective power and authority over financial markets and global firms to an extent and in a manner not seen since the collapse of the Bretton Woods system”* (Mackintosh 2014: 406). Ook veel wetenschappers constateren een significante verschuiving op dit gebied (cf. Pagliari 2012; Gadinis 2013). De boodschap uit dergelijke bijdragen is over het algemeen dat ‘de overheid’ de macht en invloed die zij op het gebied van financiële regulering had afgestaan aan private spelers grotendeels heeft teruggenomen. Maar zijn de institutionele wijzigingen wel zo’n radicale verschuiving ten opzichte van het pre-crisisbeleid?

Aanwijzingen dat veel hetzelfde is gebleven

Er zijn voldoende signalen dat de institutionele vormgeving slechts beperkt is aangepast ten opzichte van het pre-crisisbeleid. Hoewel nationale overheden meer zeggenschap en invloed trachten uit te oefenen op de financiële sector – en daardoor op een aantal beleidsterreinen afwijken van de Europese regelgeving –, is de ruimte voor een eigen koers binnen Europese kaders (en internationale markten) niet heel ruim. Ook zijn op een aantal terreinen de Europese bevoegdheden juist verder versterkt. Denk bijvoorbeeld aan de vorming van het *European System of Financial Supervisors* – waarmee de Lamfalussy-comités werden omgevormd tot autoriteiten die zowel toezichhoudende als regelgevende bevoegdheden kregen. De nieuwe *European Banking Authority* heeft grote invloed gehad op de totstandkoming van een *Single Rule Book*, waaraan Europese banken zich dienen te houden. Ook zijn in het kader van de Bankenunie belangrijke toezichhoudende taken belegd bij de Europese Centrale Bank. Daarnaast heeft Europese regelgeving meer dan voorheen de vorm van verordeningen, opdat lidstaten Europese regels niet verschillend implementeren (McPhilemy 2014).

Box 4.5 Een eigen koers van Nederland?

De Nederlandse strategie sinds de crisis is hoofdzakelijk gericht op het zoeken naar internationale afstemming en coördinatie van wet- en regelgeving. Een aanbeveling van de Parlementaire Onderzoekscommissie-De Wit was: “Regelgeving bij voorkeur mondiaal of Europees, indien nodig of mogelijk nationaal” (Commissie-De Wit 2010: 18). Deze aanbeveling heeft de Nederlandse regering in hoofdlijnen gevolgd (cf. Ministerie van Financiën 2014b); in essentie heeft ze ervoor gekozen mee te gaan met internationale initiatieven. Veel van de maatregelen die worden uiteengezet in de *Kabinetsvisie Nederlandse Bankensector* volgen dan ook de Europese regels (Ministerie van Financiën 2013). Aan de andere kant zijn er ook voorbeelden waarin Nederland besloot om zelf stappen te zetten. Op het gebied van kapitaaleisen is besloten in ieder geval van de systeemrelevante instellingen te eisen dat ze niet onder een *leverage ratio* van 4 procent komen (dus een procent meer dan in de Europese wetgeving wordt beoogd). Het duidelijkste voorbeeld waarbij Nederland verder gaat dan de Europese initiatieven, is op het gebied van bonussen in de financiële sector. Besloten is om een veel lagere maximumbonus toe te staan dan de Europese regelgeving doet – namelijk maximaal 20 procent van het jaarsalaris – en dit te laten gelden voor *alle* medewerkers van financiële instellingen.

Ook worden regels nog grotendeels ontwikkeld binnen dezelfde beleidsfora als voor de crisis. Fora als het Bazelse Comité, de IOSCO en de IASB hebben nog steeds grote invloed op het gemaakte beleid en zijn nog steeds in belangrijke mate onafhankelijk van politieke invloed. Dat impliceert dat de grote financiële instellingen nog steeds de ingangen naar de belangrijkste beleidsfora weten te vinden. De institutionele vormgeving en de besluitvormingsprocedures zijn niet dermate veranderd dat kan worden verondersteld dat deze financiële spelers structureel minder invloed zouden kunnen uitoefenen op het beleid. Bovendien zijn de grote Europese financiële spelers (vaak dankzij overheidssteun) overeind gebleven en in sommige gevallen nog groter geworden. Deze spelers zijn dus veel minder verzwakt dan sommigen bij het uitbreken van de crisis voorspelden (Helleiner 2014). En hoewel er pogingen zijn geweest om ‘tegenmachten’ te creëren – te denken valt aan de ‘tegenlobby’ van een organisatie als Finance Watch –, hebben zij veel minder capaciteit dan de financiële industrie (Scholte 2013). De ‘versnippering’ van beleid over veel verschillende fora is ook in het voordeel van de grote spelers; zij kunnen immers op tal van terreinen actief zijn, terwijl tegenmachten met minder capaciteit zich op slechts een beperkt aantal terreinen kunnen richten. Volgens wetenschappers hebben de grote transnationale financiële instellingen een zeer grote rol gespeeld bij het afzwakken van de post-crisishervormingen (Lall 2012; Goldbach 2015). Een belangrijke verandering is evenwel dat zij weer meer dan voorheen expliciet steun zoeken van nationale beleidsmakers om op internationaal niveau hun wensen te behartigen. Ook hebben zij meer aandacht voor het beïnvloeden van de nationale implementatie van beleid – en hanteren daartoe veelal een vertragingstrategie (Young 2013; 2014).

4.5 SAMENVATTING

Sinds de crisis is het bevorderen van de financiële stabiliteit voor beleidsmakers beleidsprioriteit nummer één. Daarbij kijken zij meer dan voorheen naar de stabiliteit van het systeem als geheel, hierbij geïnspireerd door nieuwe, ‘macroprudentiële’ denkkaders. Hoewel zij de regels hebben aangescherpt en de reikwijdte van regulering en toezicht hebben uitgebreid, blijft het stabiliteitsbeleid in hoofdlijnen binnen de kaders van het oude beleid. Microprudentiële regulering van banken en de bevordering van marktdiscipline als belangrijkste componenten van dit beleid zijn niet echt ter discussie komen te staan. Wel zijn er binnen die domeinen veranderingen geweest, zoals de introductie van liquiditeitseisen in Bazel III. De pogingen om verder te gaan dan deze maatregelen en ingrepen te doen in de structuur van de sector zijn vooralsnog maar moeilijk van de grond gekomen. Er is in ieder geval geen terugkeer naar de naoorlogse beleidsaanpak om financiële stabiliteit te bevorderen. Wat betreft het beleid gericht op het vergroten van de bijdrage van de sector aan de economie, hanteren beleidsmakers tot nu toe vooral een *negatieve* strategie: zij laten zich vaak leiden door critici van hervormingen, die stellen dat streng beleid gericht op financiële stabiliteit ten koste zou kunnen gaan van econo-

misch herstel. Wat dus ontbreekt, is een positieve beleidsagenda: een aanpak om de bijdrage van de sector – specifiek het bankwezen – aan de economie te vergroten. Ten slotte is op het gebied van de institutionele vormgeving van beleid ook minder veranderd dan werd verwacht. Hoewel het beleid meer is gepolitiseerd, vindt beleidsvorming nog steeds veelal plaats in publiek-private expertfora waar de grote financiële instellingen de weg goed kennen. Andere maatschappelijke stakeholders lijken te weinig middelen tot hun beschikking te hebben om een effectieve tegenmacht te vormen tegen de industrielobby.

5 CONCLUSIE

Na de financiële crisis van 2007/2008 identificeerden politici, beleidsmakers, academici en burgers de deregulering die in de decennia daarvoor had plaatsgevonden, als één van de fundamentele oorzaken van de implosie van het financiële systeem (FSA 2009). De verwachtingen van de post-crisishervormingsagenda waren dan ook hooggespannen; na de G20-top in Washington in 2008 werd zelfs even gesproken over de mogelijke totstandkoming van een soort Bretton Woods II-akkoord. Velen spraken de verwachtingen uit dat de decennia van het vertrouwen in de markt voorbij waren en dat er sprake zou zijn van een terugkeer naar de strenge wet- en regelgeving van weleer (Helleiner 2009; 2014). Het voornemen van de G20-leiders was duidelijk genoeg: “*the regulatory system for banks and other financial firms reins in the excesses that led to the crisis. Where reckless behavior and a lack of responsibility led to crisis, we will not allow a return to banking as usual*” (G20 2009).

Deze studie heeft verkend in hoeverre deze hoge verwachtingen zijn ingelost. Daartoe werden in hoofdstuk 2 en in hoofdstuk 3 twee periodes van financiële regulering in Europese landen geanalyseerd en gekarakteriseerd: de naoorlogse periode (1945-1973) en de pre-crisisperiode (1979-2008). Vervolgens werd in hoofdstuk 4 de post-crisishervormingsagenda van de EU besproken, om te zien of er sprake is van een fundamentele breuk met het pre-crisisbeleid of dat eerder moet worden gesproken van ‘*banking as usual*’. Dit concluderende hoofdstuk bevat een korte samenvatting van de bevindingen en een meer overkoepelend perspectief op de post-crisishervormingsagenda.

5.1 HET NAOORLOGSE BELEID EN HET PRE-CRISISBELEID VERGELEKEN

In de naoorlogse periode waren beleidsmakers in de meeste Europese landen ervan overtuigd dat zowel het vergroten van de bijdrage van de financiële sector aan de economische ontwikkeling als het garanderen van financiële stabiliteit was gebaat bij het *indammen van concurrentie* tussen financiële instellingen. Het beleid had grote invloed op de bedrijfsvoering van financiële spelers en de structuur van de sector. Beleidsmakers trachtten de bijdrage van de sector aan de economische ontwikkeling te bevorderen door de prijs, de groei en de allocatie van krediet te beïnvloeden en het internationale kapitaalverkeer aan banden te leggen. Financiële stabiliteit werd behartigd door structuurbeleid en (in mindere mate) microprudentieel beleid (Borio en Filosa 1994). Beleidsmakers zagen de doelstellingen van economische ontwikkeling en financiële stabiliteit niet als *conflicterend* maar als *complementair*: veel beleidsinstrumenten dienden beide doelen, zo was de veronderstelling (Vittas 1991).

In de pre-crisisperiode hadden beleidsmakers een heel ander idee over het type beleid dat nodig was voor een stabiele sector die zou bijdragen aan de economische ontwikkeling. Vooral door het *versterken van concurrentie* tussen financiële instellingen zou de sector bijdragen aan economische groei, zo was de verwachting. Daartoe ontmantelden beleidsmakers de belangrijkste pijlers van het naoorlogse beleid: kredietrestricties, kapitaalcontroles, structuurbeleid en rentebeperkingen op deposito's. Zij stimuleerden de internationalisering van de financiële sector door wet- en regelgeving te harmoniseren en een liberaal vestigingsbeleid te hanteren. Tegelijkertijd probeerden zij eventuele excessen van de vergrote bewegingsvrijheid van de financiële instellingen in te dammen via microprudentieel beleid en beleid gericht op het versterken van marktdiscipline. Ook op het gebied van de beleidsagenda voor financiële stabiliteit vond er dus een belangrijke verschuiving plaats: van een nadruk op de *structuur* van de sector naar één op de risico's van *individuele spelers*. Opvallend was dat de pre-crisisperiode eerder gepaard ging met *meer* dan met *minder* regels (Vogel 1996; Haldane 2012).

Figuur 5.1 De naoorlogse en pre-crisisbeleidspraktijk vergeleken

	Overkoepelende beleidsstrategie	Kern van beleid gericht op economische bijdrage van de sector	Kern van beleid gericht op financiële stabiliteit
1945 Naoorlogse periode	Inperken van concurrentie tussen financiële instellingen	Beïnvloeden van allocatie van financiële middelen in economie	Segmenteren van de financiële sector
1973			
1979 Pre-crisis periode	Versterken van concurrentie tussen financiële instellingen	Bevorderen van (internationale) bewegingsvrijheid van financiële instellingen	Reguleren van buffers, risicomanagement en transparantie van financiële instellingen
2008			

Kortom, waar beleidsmakers in de naoorlogse periode probeerden om via actieve sturing van de prijs en de allocatie van krediet de bijdrage van de sector aan de economie te maximaliseren, waren beleidsmakers in de pre-crisisperiode er vooral van overtuigd dat een zeer grote bewegingsvrijheid voor financiële instellingen hiervoor zou zorgen. En waar in de naoorlogse periode financiële stabiliteit primair werd behartigd via het reguleren van de *structuur van de sector*, werd vanaf de jaren tachtig ingezet op de mate waarin *individuele instellingen* in staat waren risico's juist in te schatten en klappen op te vangen.

5.2 DE POST-CRISISHERVORMINGSAGENDA

Om te beoordelen of er sinds de crisis sprake is geweest van een grote verschuiving in het beleid moet niet zozeer worden gekeken naar de mate van herregulering, maar vooral naar de mate waarin Europese beleidsmakers stappen hebben gezet die

wijzen op een fundamenteel andere beleidsaanpak dan die van voor de crisis. In deze afsluitende paragraaf trekken we drie conclusies over deze beleids-hervormingen (zie figuur 5.2). Deze worden hieronder kort toegelicht:

Figuur 5.2 Belangrijkste conclusies over beleidshervormingen sinds de crisis

Conclusie 1

De beleidshervormingen hebben geleid tot strengere regels, maar bleven in veel opzichten binnen de beleidskaders van voor de crisis

Conclusie 2

Ondanks de ‘politisering’ van de financiële regelgeving komt veel beleid nog steeds tot stand in publiek-private expertfora, waarin de grote transnationale financiële bedrijven veel invloed hebben

Conclusie 3

Sinds de crisis is het waarborgen van financiële stabiliteit beleidsprioriteit nummer één, maar er is geen duidelijk perspectief op hoe de economische bijdrage van de sector kan worden vergroot

5.2.1 STRENGER BELEID, MAAR BINNEN BESTAANDE KADERS

De financiële crisis heeft zeker geleid tot een versterking en een uitbreiding van het pre-crisisbeleid. Regelgeving en toezicht zijn in veel opzichten strenger, de reikwijdte van de regulering is uitgebreid naar niet-bancaire spelers en de aandacht gaat meer dan voorheen naar systeemrisico's. De crisis heeft gezorgd voor een ongekende assertiviteit bij beleidsmakers – zodanig dat financiële instellingen klagen over de grote hoeveelheid nieuwe wet- en regelgeving die op hen afkomt en beleidsmakers verzoeken om het gevaar van ‘overregulering’ mee te nemen in hun afwegingen over nieuwe hervormingen (cf. NVB 2013).

Ondanks al deze maatregelen blijft de hervormingsagenda grotendeels binnen de pre-crisiskaders, zij het in een strengere versie met nog veel meer (zeer gedetailleerde) regels. Helleiner (2014) spreekt over de ‘status-quo crisis’. De kern van de hervormingsagenda lag bij het versterken van de microprudentiële regulering. Bazel III is zeker een stuk strenger dan Bazel II en er zitten belangrijke nieuwe elementen in, zoals liquiditeitseisen. Bovendien heeft het Bazelse Comité recent een voorstel gedaan om de regels nog verder aan te scherpen (BCBS 2014a en 2014b). Het aanscherpen van de microprudentiële regels (dus hogere kapitaalratio's en nieuwe liquiditeitseisen) is vanzelfsprekend een positieve ontwikkeling, maar moet niet worden gezien als een fundamentele verandering. Zoals uit de vergelijking van het naoorlogse beleid en het pre-crisisbeleid bleek, werd kapitaalregulering pas in de pre-crisisperiode de belangrijkste component van het beleid gericht op financiële stabiliteit. In de naoorlogse periode werd financiële stabiliteit via een geheel andere weg behartigd. Toen lag de nadruk meer op het indammen van concurrentie tussen financiële instellingen en het handhaven van schotten en scheids-

lijnen in het financiële systeem, en niet zozeer bij de financiële positie van individuele instellingen. De aandacht voor kapitaalratio's kwam pas echt van de grond in de periode dat sterk werd ingezet op het vergroten van de bewegingsvrijheid van deze financiële instellingen. De regulering van het eigen vermogen werd gezien als een markt vriendelijk instrument, omdat het niet direct ingrijpt op het prijsmechanisme (OECD 1992).

De macroprudentiële ideeën verschillen in principe sterk van de pre-crisis-uitgangspunten en impliceren dat het beleid zich ook richt op de groei en de allocatie van krediet. Het interessante daarvan is dat een dergelijke nadruk in het beleid eigenlijk niet nieuw is. Ook in de naoorlogse periode beïnvloedden beleidsmakers kredietstromen, zij het dat financiële sectoren er toen compleet anders uitzagen: nationaal georiënteerd, met veelal gespecialiseerde instellingen. Hoeveel effect de recent geïntroduceerde macroprudentiële beleidsinstrumenten zullen hebben en in hoeverre zij meer zijn dan alleen een 'add on' op het microprudentiële beleid, moet echter nog blijken.

Uiteindelijk gaat het er natuurlijk om in hoeverre de regels bijdragen aan de beleidsdoelen. Er zijn op het gebied van de financiële stabiliteit zeker positieve ontwikkelingen: diverse instanties suggereren dat het systeem veiliger en stabiel is dan voorheen (European Commission 2014a; Carney 2014). Voorzichtigheid is bij een dergelijk optimisme echter altijd geboden. Voor financiële stabiliteit geldt dat de positieve geluiden van vandaag morgen de bron zijn van vermaak en hoon. Bovendien zijn er ook minder gunstige voortekenen. In veel opzichten lijkt de financiële sector nog sterk op die van voor de crisis. Er zijn nog steeds financiële mega-instellingen, de *leverage* in het systeem is nog steeds hoog en de complexiteit van het systeem lijkt eerder toe- dan afgenomen. Het is daarmee maar zeer de vraag in hoeverre de Europese financiële sector in staat is om nieuwe financiële problemen te doorstaan (ESRB ASC 2014). Bovendien – en dit is sinds de crisis te veel ondergesneeuwd – gaat het er ook om in hoeverre de financiële sector bijdraagt aan de economische ontwikkeling. De aandacht voor alleen financiële stabiliteit is in dat opzicht te beperkt.

5.2.2 AMBIGUE INSTITUTIONELE HERVORMINGEN

Financiële regulering is veel meer gepolitiseerd dan voorheen. Voorheen obscure onderwerpen als 'kapitaalratio's', 'derivatenhandel' en 'gesecuritiseerde leningen' worden nu in parlementen besproken alsof het nooit anders was. In veel opzichten is er dan ook sprake geweest van een 'terugkeer van de politiek': politici trachten weer meer grip te krijgen op de vormgeving van financieel beleid. Tijdens de G20-bijeenkomsten stelden wereldleiders de belangrijkste kaders van de hervormingen vast en sommeerden zij voorheen relatief autonome beleidsfora om beleids-hervormingen door te voeren (Helleiner 2014). Ook kijken beleidsmakers en politici met meer scepsis naar de invloed van financiële instellingen op het beleids-

proces. Zij nemen het pleidooi van financiële instellingen dat wat goed is voor de sector ook goed is voor de samenleving, zeker niet klakkeloos over. In Nederland was er bijvoorbeeld een duidelijke tegenstelling tussen het ministerie van Financiën en de banken over de noodzaak om strengere kapitaaleisen in Nederland te introduceren (Ministerie van Financiën 2014a).

Er zijn echter ook aanwijzingen dat deze politisering van beleid zich maar in beperkte mate heeft doorgezet. De nationale speelruimte om een zelfstandige koers te varen lijkt niet bijzonder groot, en wordt bovendien in veel Europese landen (waaronder Nederland) niet gezien als een aanlokkelijke beleidsstrategie. Veel van de Europese regels worden nog steeds ontwikkeld binnen dezelfde beleidsfora als voor de crisis, zoals het Bazelse Comité, de IOSCO en de IASB – fora die in grote mate onafhankelijk zijn van nationale en Europese politici. Deze beleidsfora zijn bovendien nog steeds zeer goed toegankelijk voor de grote transnationale financiële instellingen. ‘Tegenmachten’ die na de crisis zijn opgezet om meer tegengas te geven tegen de sectorlobby – zoals *Finance Watch* –, hebben een zeer moeilijke taak, al was het maar omdat ze veel minder *resources* hebben dan de financiële industrie (Anheier 2013; Scholte 2013).

De ontwikkeling van beleid gericht op de financiële sector is een publiek-private samenwerking. Beleid wordt ontwikkeld in een zogeheten ‘beleidsdriehoek’ van politici en ambtenaren, centrale bankiers en vertegenwoordigers van financiële instellingen. Hoewel dat altijd zo was, lijkt er in de periode voorafgaand aan de crisis een verschuiving te zijn geweest in de relatieve invloed van de ‘financiële poot’ van de driehoek. De sterke groei en internationalisering van financiële instellingen verstoort de machtsbalans in de beleidsdriehoek. Politici, beleidsmakers en toezichthouders lieten zich veel meer leiden door de perspectieven van de grote financiële bedrijven (Van Eerden 2001; Lall 2012). Te lang is onder de radar gebleven dat grote financiële instellingen doorgaans veel politieke macht hebben. Het feit dat het ‘*Too Big To Fail*’-probleem nu nog steeds bestaat, is in dat opzicht niet alleen een zorg voor financiële stabiliteit, maar dient ook te worden beoordeeld in het licht van de politieke invloed die een dergelijke status met zich meebrengt (Moosa 2010).

5.2.3 DE ONTBREKENDE BELEIDSAGENDA: DE ECONOMISCHE BIJDRAGE VAN DE SECTOR

De financiële crisis heeft geleid tot een herschikking van beleidsprioriteiten. In de pre-crisisperiode was de belangrijkste doelstelling om de bewegingsvrijheid van financiële instellingen en stromen te vergroten, om zo de bijdrage van de sector aan de economische groei te vergroten. Het waarborgen van financiële stabiliteit was in feite een *afgeleide doelstelling*. Na de crisis is het bevorderen van financiële stabiliteit beleidsprioriteit nummer één geworden. De doorgevoerde maatregelen zijn primair gericht op het borgen hiervan.

Wat op dit moment echter ontbreekt, is een goed idee over het soort beleid dat de bijdrage van de sector aan de economie vergroot. In zowel de naoorlogse periode als in de pre-crisisperiode was er op dit gebied een positieve beleidsagenda – al waren de beleidsmaatregelen in veel opzichten elkaars spiegelbeeld. Op dit moment zijn beleidsmakers zoekende naar een dergelijke agenda. Beleidsmakers lijken vooral ‘geen last’ te willen hebben van de financiële sector, maar het is zeer de vraag of een dergelijke strategie toereikend zal zijn. Als er al wordt nagedacht over de relatie tussen financiële regulering en de bijdrage van de sector aan de economie, wordt primair gedacht in termen van een uitruil: critici van strengere hervormingen (met name de gevestigde financiële instellingen) presenteren het versterken van het beleid gericht op financiële stabiliteit veelal als belemmerend voor economisch herstel en economische groei.

Het is echter verre van vanzelfsprekend dat er daadwerkelijk sprake is van een zeer strakke uitruil tussen deze doelstellingen. Met andere woorden, het is niet evident dat in dit opzicht eerst en vooral sprake is van ‘communicerende vaten’. Er komen immers steeds meer aanwijzingen dat het ontketenen van de financiële sector niet alleen leidt tot grotere risico’s voor de stabiliteit, maar ook een remmend effect heeft (gehad) op economische groei. De ‘reële economie’ heeft zich in veel opzichten te afhankelijk gemaakt van de financiële sector. Er wordt wel gesproken over een proces van ‘financialisering’, waarbij de omvang van private schulden is geëxplodeerd en burgers en bedrijven via uiteenlopende kanalen bloot zijn komen te staan aan risico’s van financiële markten. Dit lijkt ten koste te gaan van de economie (OECD 2015). Beleidsmakers staan daarmee voor de cruciale taak om een positieve beleidsagenda te formuleren op het gebied van de bijdrage van de financiële sector aan de economie. De uitdaging daarbij is om niet zozeer te blijven denken in termen van botsende belangen, maar te komen tot een nieuw en genuanceerder perspectief op de relatie tussen de stabiliteit van de sector en de bijdrage daarvan aan de economie.

NOTEN

- 1 De indeling in specifieke tijdsperiodes suggereert een strakkere afbakening dan daadwerkelijk het geval is – de precisie die deze jaartallen suggereren, dient dus met een korrel zout te worden genomen. Gekozen is voor 1973 als eindpunt voor de naoorlogse periode, omdat toen het naoorlogse Bretton Woods-systeem definitief ten einde kwam en dit bovendien het jaar was dat de eerste oliecrisis begon. De daaropvolgende mondiale economische problemen worden over het algemeen geassocieerd met het omslagpunt in de naoorlogse economische geschiedenis – het einde van de ‘dertig gouden jaren’. Het jaar 1979 is gekozen als startpunt van de pre-crisisperiode, omdat toen de Britse premier Margeret Thatcher met de volledige ontmanteling van restricties op internationale kapitaaltransacties in zekere zin het startschot gaf voor de periode waarin financiële stromen en instellingen meer bewegingsvrijheid kregen.
- 2 Keynes was een voorstander van een ‘gemengde economie’: in zekere zin wilde hij het kapitalisme behoeden voor zowel de socialisten/Marxisten die een planeconomie nastreefden als de neoklassieken die pleitten voor een zo klein mogelijke rol van de overheid in de economie (zie: Kirshner 1999).
- 3 Bepalingen met betrekking tot de vrijheid van kapitaalstromen waren opgenomen in Artikel 67 van het Verdrag van Rome. Daarin was een cruciale clausule opgenomen die overheden de beleidsvrijheid gaf om kapitaalcontroles te hanteren. Hoewel kapitaalstromen in principe vrij moesten worden gemaakt, hoefde dit alleen te gebeuren voor zover dit nodig was om de gemeenschappelijke markt goed te laten functioneren (Bakker 1994). Zelfs nog in 1981 oordeelde het Europese Hof van Justitie dat volledige vrijheid van kapitaalstromen het functioneren van de interne markt kon belemmeren (Abdelal 2007).
- 4 Buiten Europa was de Regulation Q die in de VS werd geïntroduceerd, een belangrijk voorbeeld van het stellen van grenzen aan rentehogtes.
- 5 Het woord ‘kapitaal’ in het begrip ‘kapitaalratio’ (of ‘kapitaalregulering’) heeft niet dezelfde betekenis als het woord ‘kapitaal’ in het begrip ‘internationale kapitaalstromen’. In het eerste geval verwijst ‘kapitaal’ primair naar het eigen vermogen van financiële spelers, dus hoeveel geld de eigenaars van een financiële instelling in die instelling hebben geïnvesteerd. Het heeft dus betrekking op de passiefzijde van de bankbalans. In het tweede geval verwijst het woord ‘kapitaal’ naar financiële stromen, zoals grensoverschrijdende leningen of directe buitenlandse investeringen.
- 6 Deze problematiek staat ook wel bekend als het Triffin-dilemma, vernoemd naar de econoom Robert Triffin: wanneer een bepaalde valuta (in dit geval de dollar) wordt gebruikt als internationale reservemunt en er tevens groeiende vraag is naar die valuta, zou dit op termijn de vaste koppeling met goud ondermijnen.
- 7 Dit initiatief werd in 1994 stopgezet. Het AFC-initiatief kreeg in 2007 een opvolger in de vorm van het *Holland Financial Center*, wederom een publiek-privaat initiatief.
- 8 Zie: *National Institute for Economic and Social Research* (1997: 36-45) voor een gedetailleerde beschrijving van de stappen die de individuele EU-landen zetten.
- 9 Dit wordt ook wel het *home country control*-principe genoemd.

- 10 Via respectievelijk de *Tweede Bankenrichtlijn* (in 1993 geïmplementeerd), de *Richtlijn Beleg-*
11 *gingsdiensten* (in 1995 geïmplementeerd) en de *Solvency Richtlijn* (in 1994 geïmplementeerd).
Deze beschrijving is vanzelfsprekend een zeer grove schets op hoofdlijnen. Voor uitgebreide
12 beschrijvingen van de ontstaansgeschiedenis van de crisis, zie bijvoorbeeld: FSA (2009) en
High Level Group on Financial Supervision (2009).
- 12 Basel III introduceert twee nieuwe liquiditeitseisen: (1) de *Liquidity Coverage Ratio* (LCR); en
(2) de *Net Stable Funding Ratio* (NSFR). De LCR is gericht op kortetermijnverplichtingen en
vereist van banken genoeg liquide activa om een periode van liquiditeitsstress van 30 dagen
aan te kunnen. De NSFR vereist genoeg ‘stabiele financieringsbronnen’ en hanteert een lan-
gere tijdshorizon dan de LCR.
- 13 Overigens was de totstandkoming van de Bankenunie ook een specifiek antwoord op de
financiële problemen binnen de Eurozone. Toen bleek dat schuldenproblemen van Europese
overheden en financiële problemen van nationale financiële instellingen elkaar versterkten.
Ze waren verwickeld in een ‘dodelijke omhelzing’ die zorgde voor een negatieve *feedback*
loop. Met de Bankenunie proberen Europese beleidsmakers deze verstrengeling te door-
breken.

LITERATUUR

- Aalbers, M., E. Engelen en A. Glasmacher (2011) *Securitization in the Netherlands. Shaped by and shaping regulation*, WRR-webpublicatie nr. 55.
- Abdelal, R. (2007) *Capital Rules. The Construction of Global Finance*, Cambridge, MA/Londen: Harvard University Press.
- Admati, A. en M. Hellwig (2013) *The Bankers' New Clothes: What's Wrong with Banking and What to Do about It*, Princeton: Princeton University Press.
- Admati, A.R., P.M. DeMarzo, M.F. Hellwig en P. Pfleider (2013) *Fallacies, Irrelevant Facts, and Myths in the Discussion of Capital Regulation: Why Bank Equity is Not Socially Expensive*, Max Planck Working Paper Series, no. 23.
- Akerlof, G.A. en R.J. Shiller (2009) *Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why it Matters for Global Capitalism*, Princeton University Press.
- Alessi, L. en C. Detken (2014) *Identifying Excessive Credit Growth and Leverage*, ECB Working Paper Series, no. 1723, Frankfurt am Main: ECB.
- Anheier, H.K. (2013) 'Institutional Voids and the Role of Civil Society: the Case of Global Finance', *Global Policy* 5, 1: 23-35.
- Arcand, J.-L., E. Berkes en Ugo Panizza (2012) *Too Much Finance?*, IMF-Working Paper, WP/12/161.
- Avgouleas, E. (2009) 'The Global Financial Crisis, Behavioral Finance and Financial Regulation: In Search of a New Orthodoxy', *Journal of Corporate Law Studies* 9, 1: 23-59.
- Baker, A. (2006) *The Group of Seven: Finance Ministries, Central Banks and Global Financial Governance*, Londen: Routledge.
- Baker, A. (2013) 'The New Political Economy of the Macroprudential Ideational Shift', *New Political Economy* 18, 1: 112-139.
- Bakker, A.F.P. (1994) 'The Dutch attitude towards capital liberalization', blz. 373-395 in A.F.P. Bakker et al. (red.) *Monetary Stability through International Cooperation*, Dordrecht: Springer Science & Business Media Group Dordrecht.
- Bakker, A.F.P. (1996) *The Liberalization of Capital Movements in Europe. The Monetary Committee and Financial Integration, 1958-1994*, Dordrecht/Boston/Londen: Kluwer Academic Publishers.
- Baltensperger, E. en J. Dermine (1987) 'The Role of Public Policy in Ensuring Financial Stability: A Cross-Country, Comparative Perspective', blz. 67-90 in R. Portes en A.K. Swoboda (red.) *Threats to International Financial Stability*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Barendrecht, J. en H. Visser (1997) 'Towards a new maturity', blz. 152-194 in M. 't Hart, J. Jonker en J.L. van Zanden (red.) *A financial history of The Netherlands*, Cambridge, VK: Cambridge University Press.
- Barker, A. en Ph. Stafford (2015) 'France seeks to revive European financial transaction tax', *Financial Times* 22 januari.

- Basel Committee on Banking Supervision (2010) *Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*, Basel: BCBS.
- Basel Committee on Banking Supervision (2014a) *Capital floors: the design of a framework based on standardised approaches. Consultative Document*, Basel: BCBS.
- Basel Committee on Banking Supervision (2014b) *Revisions to the Standardised Approach for Credit Risk. Consultative Document*, Basel: BCBS.
- Beck, T., B. Büyükkarabacak, F.K. Rioja en N.T. Valev (2012) 'Who gets the credit? and does it matter? Household vs. firm lending across countries', *The B.E. Journal of Macroeconomics* 12, 1: 1–46.
- Best, J. (2003) 'From the Top-Down: The New Financial Architecture and the Re-embedding of Global Finance', *New Political Economy*, 8, 3: 363-384.
- Bijlsma, M. en A. Dubovik (2014) *Banks, Financial Markets and Growth in Developed Countries. A survey of the empirical literature*, CPB Discussion Paper, no. 266, Den Haag: Centraal Planbureau.
- Blanchard, O.J., D. Romer, A.M. Spence en J.E. Stiglitz (2012) *In the wake of the crisis. Leading Economists Reassess Economic Policy*, Washington, D.C.: International Monetary Fund.
- Blyth, M. (2002) *Great Transformations. Economic Ideas and Institutional Change in the Twentieth Century*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Borio, C. (2011) 'Implementing a Macroprudential Framework: Blending Boldness and Realism', *Capitalism and Society*, 6, 1, article 1.
- Borio, C. (2012) *The financial cycle and macroeconomics: what have we learnt?*, BIS Working Papers, no. 395.
- Borio, C. en R. Filosa (1994) *The changing borders of banking: trends and implications*, BIS Working Paper Series, no. 23.
- Borio, C., W.C. Hunter, G. Kaufman en K. Tsatsaronis (red.) (2004) *Market discipline across countries and industries*, Cambridge, MA: MIT Press.
- Botzem, S. (2012) *The Politics of Accounting Regulation: Organizing Transnational Standard Setting in Financial Reporting*, Edward Elgar, Cheltenham.
- Braithwaite, J. en P. Drahos (2000) *Global Business Regulation*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Bröker, G. (1989) *Competition in Banking*, Parijs: OECD.
- Brunnermeier, M., A. Crockett, C. Goodhart, A. Persaud en H. Shin (2009) *The fundamental principles of financial regulation. Geneva report on the World Economy no. 11*, Geneva: International Center for Monetary and Banking Studies.
- Busch, A. (2001) 'Managing innovation: regulating the banking sector in a rapidly changing environment', blz. 311-325 in M. Bovens, P. 't Hart en B. Guy Peters (red.) *Success and Failure in Public Governance. A Comparative Analysis*, Cheltenham/Northampton, MA: Edward Elgar.
- Busch, A. (2002) 'Divergence or Convergence? State Regulation of the Banking System in Western Europe and the United States', Contribution to the Workshop on Theories of Regulation, Nuffield College, Oxford, 25-26 May 2002, beschikbaar op: www.nuffield.ox.ac.uk/politics/papers/2002/w17/Divergence_Convergence.pdf.

- Canova, T.A. (1995) 'The transformation of U.S. banking and finance: from regulated competition to free-market receivership', *Brooklyn Law Review* 60, 4: 1295-1354.
- Carmassi, J. en S. Micossi (2012) *Time to Set Banking Regulation Right*, Brussel: CEPS.
- Carney, M. (2014) 'The future of financial reform', Speech given by Mark Carney, Governor of the Bank of England, Chair of the Financial Stability Board, at the Monetary Authority of Singapore Lecture, 17 november.
- Cavelaars, P., J. de Haan, P. Hilbers en B. Stellinga (2013) 'Uitdagingen voor financieel toezicht na de crisis', in P. Welp (et al.) (red.) *De staat van toezicht. Sector- en themastudies*, WRR-verkenningen nr. 27, Amsterdam: AUP.
- Cecchini, P. (1988) *The European Challenge: 1992 – The Benefits of a Single Market*, Aldershot: Wildwood House.
- Cechetti, S. en E. Kharroubi (2015) *Why does financial sector growth crowd out real economic growth?*, BIS Working Papers, no. 490.
- Cerny, P. (2005) 'Power, markets and accountability: the development of multi-level governance in international finance', blz. 24-48 in A. Baker, Hudson, D. en Woodward, R., (red.), *Governing Financial Globalization. International political economy and multi-level governance*, Londen: Routledge.
- Chang, M. en E. Jones (2013) 'Belgium and the Netherlands: Impatient Capital', blz. 79-102 in Hardie, I. en D. Howarth (red.) *Market-Based Banking & the International Financial Crisis*, Oxford: Oxford University Press.
- Chwieroth, J.M. (2010) *Capital Ideas. The IMF and the Rise of Financial Liberalization*, Princeton, N.J. en Oxford: Princeton University Press.
- Cipriani, G. (2014) *Financing the EU Budget. Moving Forwards or Backwards?*, Brussel: CEPS.
- Coljé, H. (1988) *Het toezicht op de banken in Nederland*, Amsterdam: Nederlands Instituut voor het Bank- en Effectenbedrijf.
- Commissie-De Wit (2010) *Verloren krediet*, Den Haag: Sdu uitgevers.
- Commissie-Structuur Nederlandse Banken (2013) *Naar een dienstbaar en stabiel bankwezen*, Den Haag: Ministerie van Financiën.
- Council of the European Union (2009) *Brussels European Council Presidency Conclusions – March 2009*, beschikbaar op: www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ec/106809.pdf.
- Cumming, C. en L.M. Sweet (1988) 'Financial Structure of G10 Countries: How Does the United States Compare?', *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review* Winter 1987-1988.
- Danielsson, J., H.S. Shin en J-P. Zigrand (2012) *Endogenous and Systemic Risk*, NBER chapters, no. 12054.
- Davies, R., P. Richardson, V. Katinate en M.M. Manning (2010) 'Evolution of the UK Banking System', *Bank of England Quarterly Bulletin*, 4: 321-332.
- De Nederlandsche Bank (2010) *In het spoor van de crisis*, Amsterdam: DNB.
- De Nederlandsche Bank (2014) *Jaarverslag 2013*, Amsterdam: DNB.
- De Nederlandsche Bank (2015) *Perspective on the structure of the Dutch banking sector. Efficiency and stability through competition and diversity*, Amsterdam: DNB.

- Dicken, P. (2007) *Global Shift: mapping the changing contours of the world economy*, Londen: SAGE.
- EACB, EAPB, EBF en ESBG (2015) *Joint Letter from Trade Associations to EU Ministers on Financial Transaction Tax*, beschikbaar op: www.ebf-fbe.eu/wp-content/uploads/2015/01/European-banks-write-to-FTT11-ministers-to-oppose-financial-transaction-tax.pdf.
- Easterly, W., R. Islam en J. Stiglitz (2000) 'Shaken and Stirred: Explaining Growth Volatility', Paper at the 2000 Annual World Bank Conference on Development Economics, Washington, D.C.: The World Bank.
- Edey, M. en K. Hviding (1995) *An assessment of financial reform in OECD countries*, OECD Economic Studies, no. 25, 1995/II.
- Eekelen, L.J.J. van (1987) 'De ontwikkeling van het solvabiliteitstoezicht van De Nederlandsche Bank', *Maandschrift Economie* 51: 134-149.
- Eerden, L.A. van (2001) 'Structural regulation of the banking industry in the Netherlands: a shift of power, 1980-95', blz. 363-382 in M. Bovens, P. 't Hart en B. Guy Peters (red.) *Success and Failure in Public Governance. A Comparative Analysis*, Cheltenham/Northampton, MA, USA: Edward Elgar.
- Eichengreen, B. (2007) *The European Economy since 1945. Coordinated Capitalism and Beyond*, Princeton, N.J.: Princeton University Press.
- Eichengreen, B., J. Tobin en C. Wyplosz (1995) 'Two Cases for Sand in the Weels of International Finance', *The Economic Journal* 105, 428: 162-172.
- Eijgenhuijsen, H.G., J. Koelewijn en H. Visser (1987) *Investerings en de financiële infrastructuur*, WRR-Voorstudies en achtergronden, no. 60, Den Haag: Staatsuitgeverij.
- Enria, A. et al. (2004) Fair Value Accounting and Financial Stability, ECB Occasional Paper Series, no. 13. Frankfurt am Main: European Central Bank.
- Erlanger, S. (2008) 'Sarkozy Stresses Global Financial Overhaul', *New York Times* september 25.
- ESRB ASC (2014) *Is Europe Overbanked?*, Frankfurt am Main: ESRB.
- European Banking Federation (2012) *Response from the European Banking Federation on the final report from the High-level Expert Group on reforming the structure of the EU banking sector, chaired by Erkki Liikanen*, beschikbaar op: http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2012/hleg-banking/registered-organisations/european-banking-federation_en.pdf.
- European Banking Federation (2013) *EBF response to the European Commission consultation on reforming the structure of the EU banking sector*, beschikbaar op: http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2013/banking-structural-reform/docs/contributions/registered-organisations/european-banking-federation_en.pdf.
- European Central Bank (2015) *Financial Integration in Europe*, Frankfurt am Main: ECB.
- European Commission (1996) *The 1996 Single Market Review*, Commission Staff Working Document, Brussel: EC.
- European Commission (2010) *Roadmap for Financial Reform*, Brussel: EC.

- European Commission (2014a) *Economic Review of the Financial Regulation Agenda*, Commission Staff Working Document, Brussel: EC, beschikbaar op: http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/general/20140515-erfra-working-document_en.pdf
- European Commission (2014b) *Communication from the Commission to the European Parliament and the Council on Long-Term Financing of the European Economy*, Brussel: EC.
- Fabbrini, F. (2014) 'Taxing and Spending in the Euro Zone: Legal and Political Challenges Related to the Adoption of Financial Transaction Tax', *European Law Review* 38, 2: 155-175.
- Fernandez, R. (2011) *Explaining the decline of the Amsterdam Financial Centre. Globalizing Finance and the rise of a hierarchical inter-city network*, PHD-thesis, Universiteit van Amsterdam.
- Financial Services Authority (2009) *The Turner Review*, Londen: FSA.
- Financial Stability Board (2010) *Principles for Reducing Reliance on CRA Ratings*, Basel: FSB.
- Financial Stability Board (2012) *Enhancing the Risk Disclosures of Banks. Report of the Enhanced Disclosure Task Force*, Basel: FSB.
- Financial Stability Board (2014a) *Peer Review of The Netherlands*, Basel: FSB.
- Financial Stability Board (2014b) *Structural Banking Reforms. Cross-border consistencies and global financial stability implications*, Basel: FSB.
- Forsyth, D.J. (1997) 'A Sea Change in Economic Governance Across Europe, 1931-1948', blz. 69-123 in D.J. Forsyth en T. Notermans (red.) *Regime Changes. Macroeconomic Policy and Financial Regulation in Europe from the 1930s and 1990s*, Oxford: Berghahn Books.
- Forsyth, D.J. en T. Notermans (1997) 'Macroeconomic Policy Regimes and Financial Regulation in Europe, 1931-1994', blz. 17-68 in D.J. Forsyth en T. Notermans (red.) *Regime Changes. Macroeconomic Policy and Financial Regulation in Europe from the 1930s and 1990s*, Oxford: Berghahn Books.
- G20 (2008) *Declaration of the Summit on Financial Markets and the World Economy*, Washington, DC.
- G20 (2009) *G20 Leaders Statement: The Pittsburgh Summit*, Pittsburgh, PA.
- Gabor, D. (2015) 'A step too far? The European financial transactions tax on shadow banking', *Journal of European Public Policy* DOI: 10.1080/13501763.2015.1070894.
- Gadinis, S. (2013) 'From Independence to Politics in Financial Regulation', *California Law Review* 101, 327: 327-406.
- Gamble, A. (2009) *The Spectre at the Feast. Capitalist Crisis and the Politics of Recession*, Houndmills: Palgrave Macmillan.
- Gerding, E.F. (2014) *Law, Bubbles, and Financial Regulation*, New York, NY: Routledge.
- Glyn, A., A. Hughes, A. Lipietz en A. Singh (1990) 'The Rise and Fall of the Golden Age', blz. 39-125 in S.A. Marglin en J.B. Schor (red.) *The Golden Age of Capitalism, Reinterpreting the Postwar Experience*, Oxford: Clarendon Press.
- Goldbach, R. (2015) 'Asymmetric influence in global banking regulation', *Review of International Political Economy*, DOI: 10.1080/09692290.2015.1050440.

- Goldstein, M. en N. Véron (2011) *Too Big To Fail: The Transatlantic Debate*, Bruegel Working Paper, no. 3.
- Goodfriend, M. en R.G. King (1988) 'Financial Deregulation, Monetary Policy and Central Banking', *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Review* mei/juni: 3-22.
- Goodhart, C. (2010) 'The changing role of central banks', *BIS-working papers*, no. 326.
- Greef, I. de, P.L.C. Hilbers en L.H. Hoogduin (1997) *Moderate Monetarism: A Brief Survey of Dutch Monetary Policy in the Post-war Period*, DNB-staff reports, no. 28, available at: www.dnb.nl/binaries/sro28_tcm46-146806.pdf.
- Gual, J. (1999) 'Deregulation, Integration and Market Structure in European Banking', *Journal of the Japanese and International Economies* 13, 4: 372-396.
- Haldane, A.G. (2009) 'Rethinking the Financial Network', Speech delivered at the Financial Student Association, Amsterdam, 28 april.
- Haldane, A.G. (2012) 'The Dog and the Frisbee', Speech delivered at the Federal Reserve Bank of Kansas City's 236th Economic Policy Symposium, The Changing Policy Landscape, Jackson Hole, Wyoming.
- Hall, P.A. (2013) 'The Political Origins of Our Economic Discontents: Contemporary Adjustment Problems in Historical Perspective', blz. 129-149 in M. Kahler en D. Lake (red.) *Politics in the New Hard Times: The Great Recession in Comparative Perspective*, Ithaca: Cornell University Press.
- Hall, P.A. (red.) (1989) *The political power of economic ideas: Keynesianism across nations*, Princeton: Princeton University Press.
- Helleiner, E. (1995) 'Explaining the globalization of financial markets: Bringing states back in', *Review of International Political Economy* 2, 2: 315-341.
- Helleiner, E. (2009) *The Contemporary Reform of Global Financial Governance: Implications of and Lessons from the Past*, G-24 Discussion Paper Series, no. 55, april 2009.
- Helleiner, E. (2014) *The Status Quo Crisis. Global Financial Governance After the 2008 Financial Meltdown*, Oxford: Oxford University Press.
- Helleiner, E. en S. Pagliari (2011) 'The End of an Era in International Financial Regulation? A Postcrisis Research Agenda', *International Organization* 65, 1: 169 - 200.
- Hellwig, M. (2010) *Capital regulation after the crisis: Business as usual?*, Preprints of the Max Planck Institute for Research on Collective Goods, no. 31.
- High Level Group on Financial Supervision (2009) *De Larosière Report*, Brussel: EC.
- Hilbers, P. (1998) *Financial Sector Reform and Monetary Policy in the Netherlands*, IMF Working Papers, no. 19.
- Hiss, S. en S. Nagel (2014) 'Credit Rating Agencies', blz. 127-149 in D.K. Mügge (red.) *Europe and the Governance of Global Finance*, Oxford: Oxford University Press.
- Hodgman, D.R. (1973) 'Credit Controls in Western Europe: An Evaluative Review', blz. 137-161 in The Federal Reserve Bank of Boston (red.) *Credit Allocation Techniques and Monetary Policy*, Boston, MA: Federal Reserve Bank.
- Houben, A., R. Nijkskens en M. Teunissen (red.) (2014) *Putting Macroprudential Policy to Work*, Amsterdam: DNB.

- Institute of International Finance (2008) *IIF: The First 25 Years 1982-2007*, Washington, D.C.: IIF.
- Institute of International Finance (2011) *The cumulative impact on the global economy of changes in the financial regulatory framework*, Washington, D.C.: IIF.
- International Monetary Fund (2010) *Global Financial Stability Report. Sovereigns, Funding, and Systemic Liquidity*, Washington, D.C.: IMF.
- International Monetary Fund (2012) *The liberalization and management of capital flows: an institutional view*, Washington D.C.: IMF.
- Jordá, O., M. Schularick, en A.M. Taylor (2014) 'The Great Mortgaging: Housing Finance, Crises, and Business Cycles', *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper Series*, no. 23.
- Kapstein, E.B. (1994) *Governing the Global Economy. International Finance and the State*, Cambridge, MA/Londen: Harvard University Press.
- Kay, J. (2011) 'Should we have "narrow banking"', blz. 217-234 in Turner et al. (red.) *The Future of Finance. The LSE Report*, Londen: London School of Economics.
- Kay, J. (2012) *The Kay Review of UK Equity Markets and Long-Term Decision Making, Final Report*, Londen.
- Kindleberger, C. (1978) *Manias, Panics and Crashes*, New York, N.Y.: Basic Books.
- Kirshner, J. (1999) 'Keynes, capital mobility and the crisis of embedded liberalism', *Review of International Political Economy* 6, 3: 313-337.
- Klein, D.K.R. (1995) *The banking systems of the EU member states*, Cambridge: Woodhead Publishing Ltd.
- Knight, M. (2004) 'Three Observations on Market Discipline', blz. 11-15 in Borio et al. (red.) *Market discipline across countries and industries*, Cambridge, MA: MIT Press.
- Kregel, J.A. (1992) 'Universal Banking, US Banking Reform and Financial Competition in the EEC', *PSL Quarterly Review* 45, 182: 231-253.
- Kregel, J.A. (1997) 'The Role of 1930s Regulation in the Development of Financial Markets in Postwar United States, Germany and Great Britain', blz. 256-309 in D.J. Forsyth en T. Notermans (red.) *Regime Changes. Macroeconomic Policy and Financial Regulation in Europe from the 1930s and 1990s*, Oxford: Berghahn Books.
- Lall, R. (2012) 'From failure to failure: The politics of international banking regulation', *Review of International Political Economy* 19, 4: 609-638.
- Lannoo, K. (2015) 'Which Union for Europe's Capital Markets?', *CEPS Policy Brief*. Brussel: CEPS.
- Lannoo, K. en M. Levin (2004) *Securities Market Regulation in the EU. Everything You Always Wanted to Know About the Lamfalussy Procedure*, CEPS Research Report in Finance and Banking, no. 33.
- Levine, R. (2005) 'Finance and Growth: Theory and Evidence', blz. 865-934 in Ph. Aghion en S.N. Durlauf (red.) *Handbook of Economic Growth*, Amsterdam: Elsevier.
- Liikanen, E. *High-level Expert Group on reforming the structure of the EU banking sector* (2012) *Final Report*, Brussel: Europese Commissie.
- Mackintosh, S.P. (2014) 'Crisis and Paradigm Shift', *The Political Quarterly* 85, 4: 406 - 412.

- Mann, R. (2013) *Paradigms of Financial Regulation: the Transformation of Capital Requirements*, WZF-working paper, 18 april.
- Masselink, M. en P. van den Noord (2009) 'The Global Financial Crisis and its effects on the Netherlands', *ECFIN Country Focus* 6, 10: 1-7.
- McPhilemy, S. (2014) 'Integrating rules, disintegrating markets: the end of national discretion in European Banking?', *Journal of European Public Policy* 21, 10: 1473-1490.
- Meyer, L.H. (2000) *The Challenges of Global Financial Institution Supervision*, Remarks at the Federal Financial Institutions Examination Council, International Banking Conference, Arlington, Virginia, 31 mei, beschikbaar op: www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2000/20000531.htm
- Ministerie van Financiën (1986) *Beperkingen van de beursbelasting voor grote effectentransacties. Memorie van antwoord*. TK 1986/1987, 19 738, nr. 5.
- Ministerie van Financiën (2010) *Kabinetsreactie eindrapport Tijdelijke commissie onderzoek financieel stelsel (Commissie-De Wit)*, Den Haag: Ministerie van Financiën.
- Ministerie van Financiën (2013) *Kabinetsvisie Nederlandse Bankensector*, Den Haag: Ministerie van Financiën.
- Ministerie van Financiën (2014a) *Beantwoording schriftelijke vragen Kabinetsvisie op de Nederlandse bankensector*, TK 32 013, nr. 50.
- Ministerie van Financiën (2014b) *Update aanbevelingen Commissie-De Wit, Bijlage II bij Beantwoording schriftelijke vragen Kabinetsvisie op de Nederlandse bankensector*, TK 32 013, nr. 50.
- Minsky, H.P. (1986) *Stabilizing An Unstable Economy*, New Haven, C.T.: Yale University Press.
- Moloney, N. (2014) *EU Securities and Financial Markets Regulation*, 3^e ed., Oxford: Oxford University Press.
- Monnet, E., S. Pagliari en S. Vallée (2014) *Europe between financial repression and regulatory capture*, Bruegel Working Paper, no. 08.
- Moosa, I. (2010) 'The myth of too big to fail', *Journal of Banking Regulation* 11 (4): 319-333.
- Moran, M. (1991) *The Politics of the Financial Services Revolution*, Houndmills: Macmillan.
- Moschella, M. en E. Tsingou (2013) 'Regulating finance after the crisis. Unveiling the different dynamics of the regulatory process', *Regulation and Governance* 7, 4: 407-416.
- Mügge, D.K. (2010) *Widen the Market, Narrow the Competition*, Colchester: ECPR Press.
- Mügge, D.K. (2011) 'From Pragmatism to Dogmatism: European Union Governance, Policy Paradigms and Financial Meltdown', *New Political Economy* 16, 2: 185-206.
- Mügge, D.K. (2014a) 'Policy Inertia and the Persistence of Systemic Fragility', *The Political Quarterly* 85, 4: 413-416.
- Mügge, D.K. (ed.) (2014b) *Europe and the Governance of Global Finance*, Oxford: Oxford University Press.
- Mügge, D.K. en B. Stellinga (2015) 'The unstable core of global finance: Contingent valuation and governance of international accounting standards', *Regulation and Governance* 9, 1: 47-62.

- National Institute for Economic and Social Research (1997) *The Single Market Review. Dismantling of Barriers. Capital Market Liberalization*, Subseries III: volume 5, Brussel: EC.
- Nederlandse Vereniging van Banken (2013) *Een nieuwe balans. Naar een dienstbare, stabiele en competitieve bankensector*, Amsterdam: NVB.
- Nesvetailova, A. (2007) *Fragile Finance. Debt, Speculation and Crisis in the Age of Global Credit*, New York, N.Y.: Palgrave Macmillan.
- Norton, J.J. (1989) 'Capital Adequacy Standards: A Legitimate Regulatory Concern for Prudential supervision of Banking Activities?', *Ohio State Law Journal* 49, 5: 1299-1364.
- Organisation for Economic Cooperation and Development (1986) *OECD Economic Surveys 1985/1986 – The Netherlands*. Parijs: OECD.
- Organisation for Economic Cooperation and Development (1992) *Banks under stress*, Parijs: OECD.
- Organisation for Economic Cooperation and Development (1997) *The OECD Report on Regulatory Reform. Volume 1: Sectoral Studies*, Parijs: OECD.
- Organisation for Economic Cooperation and Development (2002) *Forty Years' Experience with the OECD Code of Liberalisation of Capital Movements*. Parijs: OECD.
- Organisation for Economic Cooperation and Development (2011) *OECD at 50. Evolving Paradigms in Economic Policy Making*, OECD Economic Outlook volume 2011/1, Parijs: OECD.
- Organisation for Economic Cooperation and Development (2015) *Finance and Inclusive Growth*, OECD Economic Policy Papers, no. 14.
- Padoa-Schioppa, T. (2010) 'Markets and government before, during and after the 2007-2008 crisis', *Per Jacobssen lecture, Basel, 27 juni 2010*.
- Pagliari, S. (2012) 'Who Governs Finance? The Shifting Public-Private Divide in the Regulation of Derivatives, Rating Agencies and Hedge Funds', *European Law Journal* 18, 1: 44-61.
- Pistor, K. (2012) *On the Theoretical Foundations for Regulating Financial Markets*, Columbia Law School, Public Law & Legal Theory Working Paper Group, no. 12-304.
- Posner, E. (2010) 'The Lamfalussy Process: Polyarchic Origins of Networked Financial Rulemaking in the EU', blz. 43-60 in C.F. Sabel en J. Zeitlin (red.) *EU Governance: Towards a New Architecture?*, Oxford: Oxford University Press.
- Quaglia, L. (2009) *The politics of regulating credit rating agencies in the European Union*, CGPE Working Paper, no.5, Brighton: University of Sussex.
- Quaglia, L. (2012) 'The 'Old' and 'New' Politics of Financial Services Regulation in the European Union', *New Political Economy* 17, 4: 515-535.
- Quaglia, L. (2014) *The European Union and Global Financial Regulation*, Oxford: Oxford University Press.
- Rajan, R.G. en L. Zingales (2003) 'The great reversals: the politics of financial development in the twentieth century', *Journal of Financial Economics* 69, 1: 5-50.
- Rousseau, P. en P. Wachtel (2011) 'What is Happening to The Impact of Financial Deepening on Economic Growth?', *Economic Inquiry* 49, 1: 276-288.

- Ruggie, J.G. (1982) 'International Regimes, Transactions, and Change: Embedded Liberalism in the Postwar Economic Order', *International Organization* 36, 2: 379-415.
- Scholte, J.A. (2002) *Governing Global Finance*, CSGR Working Paper, no. 88/02.
- Scholte, J.A. (2013) 'Civil society and financial markets : what is not happening and why', *Journal of Civil Society* 9, 1: 129-147.
- Sharpe, W. (1970) 'Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work: Discussion', *The Journal of Finance* 25, 2: 418-420.
- Singer, D.A. (2007) *Regulating Capital: Setting Standards for the International Financial System*, Ithaca, N.Y.: Cornell University Press.
- Skidelsky, R. (2011) 'The relevance of Keynes', *Cambridge Journal of Economics* 35, 1: 1-13.
- Sociaal-Economische Raad (2013) *De Nederlandse Economie in Stabieler Vaarwater*, Den Haag: SER.
- Stafford, Ph. en A. Barker (2013) 'European financial transactions tax suffers backlash', *Financial Times* 11 december.
- Stellinga, B. (2012) *Dertig jaar privatisering, verzelfstandiging en marktwerking*, WRR-webpublicatie 65, Amsterdam: Amsterdam University Press.
- Stephanou, C. (2010) *Rethinking Market Discipline in Banking. Lessons from the Financial Crisis*, World Bank Policy Research Paper, no. 5227.
- Story, J. en I. Walter (1997) *The Political Economy of Financial Integration in Europe: The Battle of the Systems*, Cambridge: MIT Press.
- Szczerpanski, M. (2014) *Reforming the structure of the EU banking sector*, European Parliament Research Service, Briefing.
- Tarullo, D. (2008) *Banking on Basel. The Future of International Financial Regulation*, Washington, D.C.: Peterson Institute for International Economics.
- Toniolo, G. (2003) 'Europe's Golden Age, 1950-1973: Speculations from a Long-run Perspective', *The Economic History Review* 51, 2: 252-267.
- Turner, A. (2011a) 'Leverage, maturity transformation and financial stability: Challenges beyond Basel III', speech at the Cass Business School, 16 maart 2011.
- Turner, A. (2011b) 'Reforming finance: are we being radical enough?', Clare Distinguished Lecture in Economics and Public Policy, 18 februari 2011.
- Turner, A. (2014) 'Escaping the Debt Addiction: Monetary and Macro-Prudential Policy in the Post Crisis World', Speech given at the Centre for Financial Studies, Frankfurt, 10 februari 2014.
- Underhill, G.R.D. (1997) 'The Making of the European Financial Area: Global Market Integration and the EU Single Market for Financial Services', blz. 101-123 in G.R.D. Underhill (ed.) *The New World Order in International Finance*, Houndmills: Macmillan.
- Underhill, G.R.D. (2014) 'The Emerging Post-Crisis Financial Architecture: The Path-Dependency of Ideational Adverse Selection', *The British Journal of Politics and International Relations* 17, 3: 1-33.
- Verdier, P-H. (2011) 'Mutual Recognition in Finance', *Harvard International Law Journal* 52, 1: 56-108.

- Véron, N. (2014) *The G20 Financial Reform Agenda after five years*, Bruegel Policy Contribution, no. 11.
- Versluysen, E. (1988) *Financial Deregulation and the Globalization of Capital Markets*, World Bank PPR Working Papers, no. 40.
- Viñals, J. et al. (2013) 'Creating a Safer Financial System: Will the Volcker, Vickers, and Liikanen Structural Measures Help?', *IMF Staff Discussion Note* no. 4.
- Visser, H. (1993) *Investeren en externe financiering in Nederland in de Negentiende en Twintigste Eeuw*, Vrije Universiteit, Faculteit der Economische Wetenschappen en Econometrie, Research Memorandum, no. 1993-34.
- Vittas, D. (1991) *The Impact of Regulation on Financial Intermediation*, The World Bank PRE Working Papers, no. 746.
- VNO-NCW en MKB Nederland (2012) *Response letter to Liikanen report*, beschikbaar op: http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2012/hleg-banking/registered-organisations/vno-ncw_en.docx.
- Vogel, S.K. (1996) *Freer Markets, More Rules. Regulatory Reform in Advanced Industrial Countries*, Ithaca: Cornell University Press.
- Wyplosz, C. (1999) 'Financial Restraints and Liberalization in Postwar Europe', blz. 125-158 in G. Caprio, P. Honohan en J.E. Stiglitz (red.) *Financial Liberalization. How Far, How Fast?*, Cambridge University Press.
- Young, K. (2013) 'Financial industry groups' adaptation to the post-crisis regulatory environment: Changing approaches to the policy cycle', *Regulation and Governance* 7, 4: 460-480.
- Young, K. (2014) 'Losing abroad but winning at home: European financial industry groups in global financial governance since the crisis', *Journal of European Public Policy* 21, 3: 367-388.
- Zysman, J. (1983) *Governments, Markets, and Growth. Financial Systems and the Politics of Industrial Change*, Ithaca/Londen: Cornell University Press.

