

Internationale financiële regulering

*Bert Scholtens**

De internationalisering van financiële markten en financiële instellingen maakt internationale samenwerking op het gebied van het internationale kapitaalverkeer en de regulering van de financiële sector noodzakelijk. De recente Azië-crisis toont aan dat nationale problemen kunnen leiden tot een regionale vertrouwenscrisis met invloeden op wereldniveau. De auteur gaat in op de theoretische achtergronden voor financiële regulering en de veranderende ideeën van beleidsmakers. Op basis hiervan bespreekt hij de ontwikkelingen in de internationale overeenkomsten op dit terrein en analyseert hij de doelen en mogelijke tekortkomingen van deze overeenkomsten. (van de redactie)

De afgelopen jaren is het internationale financiële verkeer enorm gegroeid. Dit is mede mogelijk gemaakt door het verminderen van de binnenlandse regulering van de financiële sector en door het vrijmaken van het internationale kapitaalverkeer en de financiële dienstverlening. Maar de internationalisering brengt niet alleen zegeningen met zich mee. Zo kunnen externe schokken veel gemakkelijker en sneller doorwerken in nationale financiële systemen. Moeten er dan toch regels gesteld worden aan internationaal actieve financiële instellingen? Deze vraag wordt niet alleen gesteld - en bevestigend beantwoord - door Zuidoost-Aziatische politici naar aanleiding van de recente financiële turbulenties. Ook zijn en worden daartoe worden voorstellen gedaan door 'westerse' private samenwerkingsverbanden en multilaterale gremia. De meest prominente overeenkomsten tot dusver zijn het resultaat geweest van informeel overleg tussen de belangrijkste landen op het terrein van het geld- en bankwezen. De uitkomsten van het overleg zijn vaak geïmplementeerd in binnenlandse regulering of maatregelen en hebben soms een grote

* De auteur is werkzaam bij de kernleerstoel macro-economie van de Faculteit der Economische Wetenschappen en Econometrie van de Universiteit van Amsterdam. Hij bedankt de kernredactie en twee anonieme referenten voor hun commentaar op een eerdere versie van het stuk.

reikwijdte gekregen. Een voorbeeld vormt het zogenaamde Bazels kapitaalacoord dat bepaalt dat internationaal opererende banken minstens een bepaalde hoeveelheid eigen vermogen dienen aan te houden tegenover hun vorderingen die gewogen zijn naar gelang de mogelijkheid van wanbetaling door de debiteuren. Is het huidige model geschikt voor verdere overeenstemming op het gebied van het internationale geld- en bankwezen en wat zijn de risico's van de gebezigde aanpak? Eerst bespreek ik het wetenschappelijke denken over financiële regulering en de veranderingen in het politieke denken hierover in de afgelopen decennia. Dit vormt de basis voor een schets van de ontwikkelingen in het internationale bank- en financiewezen die ten grondslag gelegen hebben aan de internationale overeenkomsten. Vervolgens analyseer ik drie doelen van de overeenkomsten, te weten het vergemakkelijken van het uitvoeren van grensoverschrijdende activiteiten, de uitbreiding van de internationale concurrentie op financiële markten en in het bankwezen en het bevorderen van internationale financiële stabiliteit. Daarna onderzoek ik de mogelijke tekortkomingen van de internationale overeenkomsten. Tenslotte volgt een evaluatie.

1. Financiële regulering

De grondslag voor de economische theorievorming van regulering wordt gelegd in het begin van de jaren zeventig met het werk van auteurs als Stigler (1971) en Posner (1974). Dit werk heeft toepassing gevonden in verschillende deelterreinen van de economie, waaronder dat van de financiële economie (zie bijvoorbeeld Kane (1977) en Boot en Thakor (1993) voor de drijfveren van financiële regulering door monetaire en financiële autoriteiten). In de literatuur over financiële regulering kan een drietal posities worden onderkend. In de eerste plaats is er de zogenaamde 'free banking' school die pleit voor een financieel laissez-faire analoog aan de traditionele argumentatie voor vrijhandel. Ten tweede is er een meer pragmatische benadering te onderscheiden die een geringe mate van overheidsregulering bepleit, gericht op het beperken van negatieve externe effecten. Deze benadering is tamelijk breed en vindt navolging in de meeste studies. Haar theoretische basis is eclectisch. Ten derde is er een post-keynesiaanse benadering waarin de speciale positie van het geld in de economie gebruikt wordt om te motiveren dat het bankwezen regulering behoeft.

De free banking school (o.a. Hayek, 1978; White, 1984; Selgin, 1988; Dowd, 1993) verwerpt in wezen iedere overheidsbemoediging met de financiële sector. Geld en banken zijn volgens de free bankers niet zodanig anders dan

andere producten en activiteiten dat ze uitgezonderd zouden moeten worden van de algemene regel dat vrijhandel de optimale strategie is met het oog op het maximaliseren van welvaart. Overheidsregulering met als doel het veilig maken van het financiële systeem is in deze optiek contraproductief omdat het leidt tot moral hazard (d.w.z. gedragsverandering na en door toedoen van het sluiten van een contract). Depositoverzekering bijvoorbeeld (het garanderen van de inleg van het publiek tot een bepaald maximum bij het failleren van een bank) leidt er toe dat bankiers meer risico's gaan nemen omdat ze zich ervan bewust zijn dat de kosten hiervan gedragen zullen worden door de belastingbetaler en dat de eventuele extra opbrengsten aan henzelf ten goede komen. Als een monetaire autoriteit als redder in de nood ('lender of last resort') optreedt gaat dit volgens de free bankers ten koste van de sterke banken en blijven zwakke banken in leven. Ook dit kan het bankgedrag beïnvloeden en wel zodanig dat goede bankiers eveneens meer risico gaan nemen. Dit kan tot gevolg hebben dat de functie van de autoriteit als redder in de nood juist de nood oproept. De free bankers zijn dan ook van mening dat die redder niet de oplossing is maar juist de oorzaak vormt van het probleem. Ongereguleerd bankieren is volgens hen daarentegen wel inherent stabiel, omdat het de banken zelf dwingt het publiek van hun kwaliteit te overtuigen. Banken kunnen alleen overleven als ze het vertrouwen van hun financiers hebben en houden. Dat leidt volgens de free bankers tot een voorzichtige leenpolitiek, openbaarheid van informatie, ruime reserves en een sterke kapitaalbasis.

De eclecticische benadering wordt zeer breed gedragen maar kent ook veel nuanceringen (o.a. Goodhart, 1987 en 1994; Gowland, 1990; Benston en Kaufman, 1995). Daar wordt hier aan voorbij gegaan. In essentie is de gebruikte argumentatie als volgt: centrale banken / monetaire autoriteiten spelen een cruciale rol bij het voorzien in liquiditeitssteun aan het financiële systeem. Daarbij gaat het uitdrukkelijk niet om het steunen van individuele banken, maar om het onderhouden van het financiële systeem op zichzelf. Deze taak voor de overheid vloeit voort uit het bestaan van negatieve externe effecten, met name die welke voortvloeien uit het bestaan van - vaak van overheidswege ingestelde - depositoverzekering. Het alternatief - privaat georganiseerde depositoverzekering - komt in de praktijk namelijk niet uit de verf omdat de eigen financiering van de verzekeraar problematisch wordt, juist in die situaties waarin ze middelen voor de bankensector zou moeten mobiliseren. Andere externe effecten die als basis kunnen dienen voor interventie in het financiële systeem zijn de versturende economische effecten van de ondergang van een bank, het vermijden van het domino-effect bij bankfaillissementen en het efficiënt gebruik van geld als ruilmiddel-, rekeneenheid en oppotmiddel. Het empirische onderzoek naar het al dan niet optreden van deze externe effecten

leidt niet tot eensluidende conclusies. Er zijn weliswaar veel case studies verricht naar bankcrises (o.a. Goldstein en Turner, 1996; Lindgren et al., 1996; Caprio en Klingebiel, 1997; Honohan, 1997), maar deze bieden een zwakke basis voor ondersteuning of verwerping van de theorie. Dit geldt overigens ook in sterke mate voor het empirisch onderzoek naar free banking. Daarbij komt dat het empirisch materiaal van de cases nogal eens verschillend geïnterpreteerd wordt, en ook kan worden. Toch lijkt er bij de meeste auteurs sprake van externe effecten; de kosten van overheidsinterventie in de financiële sector (zie Gowland, 1990) worden dan geacht op te wegen tegen de baten ervan (zie Benston en Kaufman, 1996).

De post-keynesiaanse benadering (zie Davidson, 1978; Minsky, 1982; Kregel, 1975, 1990; Dow, 1993 en in een aantal opzichten ook Stiglitz, 1991) acht regulering van het financiële systeem absoluut noodzakelijk. In tegenstelling tot bij de eclectische benadering zijn het niet zozeer de externe effecten die hiertoe nopen, maar is het de bijzondere economische rol van het geld en met name de onzekerheid waarmee dit medium omgeven is. Het publiek heeft in de optiek van de post-keynesianen grote moeite met het bepalen van de waarde van de bancaire activa. Financiële regulering kan ervoor zorgen dat het geldkarakter van de bancaire passiva (betaalgedoeltes) een publiek goed wordt. De overheid kan ervoor zorgen dat de reële waarde van het geld gewaarborgd is en dat geld daardoor optimaal als betaalmiddel, rekeneenheid en opspaaringsmiddel kan fungeren. Veel post-keynesianen zijn zich terdege bewust van de tekortkomingen van overheidsinterventies (bijv. Stiglitz, 1991; Dow, 1993), maar achten de uitkomst van het 'alternatief' - de vrije markt - aanzienlijk slechter dan een economie waarin de overheid reguleert. Het bestaan van marktimperfections is bij uitstek een reden voor overheidsinterventie. Financiële regulering en vertrouwen van het publiek in het financiële toezicht zijn volgens Davidson (1978) en Dow (1993) de hoekstenen van het systeem waarin geld haar taken optimaal kan vervullen.

In hoeverre komen deze drie stromingen tot uitdrukking in de reguleringspraktijk? Daar vinden we als belangrijkste motieven van de overheid voor het reguleren van de financiële sector in het algemeen de volgende (zie bijvoorbeeld Goodhart en Schoemaker, 1995; Fry, 1995; OECD, 1997):

- het handhaven van een veilig en een gezond financieel systeem en de bescherming van het publiek,
- het verminderen van negatieve externe effecten en het bereiken van positieve externe effecten ten gevolge van een financieel systeem,
- het creëren van een omgeving waarin financieel overheidsbeleid effectief uitgevoerd kan worden,
- het nastreven van sociaal-economische doelstellingen.

Een soepel opererende financiële sector wordt vaak van groot belang geacht voor het goed kunnen functioneren van de rest van de economie. Van cruciaal belang voor het goed kunnen functioneren van de financiële sector is op haar beurt het vertrouwen van het publiek. Men wenst de crediteuren te beschermen tegen het verlies van hun banktegoeden omdat dit de economie als geheel zou kunnen ontwrichten. Impliciet wordt daarbij verondersteld dat het publiek zelf niet in staat is de veiligheid van de bank te beoordelen. De overheid poogt middels allerlei regels en bepalingen het vertrouwen in het financiële systeem te handhaven en te bevorderen. Door regulering van de financiële sector wil de overheid ook negatieve externe effecten verminderen, bijvoorbeeld monopolievorming bij het aanbod van kapitaal. Tevens acht ze de deelname aan het financiële verkeer een belangrijk publiek goed en daarom poogt ze te bereiken dat een ieder daadwerkelijk van het financiële systeem gebruik kan maken. Een ander motief van regulering is dat de overheid de financiële sector als instrument van haar politiek hanteert en haar eigen financiering op een adequate wijze gewaarborgd wenst te zien. Financierings-tekorten en staatsschuld vormen vanouds aanleiding voor overheidsinterventie in de financiële sector (Kindleberger, 1993). Sociaal-economische politiek is een motief dat op de achtergrond meespeelt bij financiële regulering. Sectorale en regionale overwegingen (strategische belangen, werkgelegenheid) leiden dan tot specifieke financiële regelgeving.

In de wetenschappelijke wereld wordt nogal sceptisch gedacht over de motieven voor en de werking van de financiële regulering. Tekenend is wellicht de uitspraak van Benston en Kaufman (1996, 688):

"We believe that most of the arguments that are frequently used to support special regulation for banks are not supported by either theory or empirical evidence."

Dat heeft de overheid niet verhinderd talloze vormen van regulering te ontwikkelen. De gedachtengang in de politiek omtrent die financiële regulering lijkt evenwel niet als star of statisch aan te merken. Tabel 1 is een schematisering van de ijkpunten van de ideeën van de financiële reguleerder in de westerse wereld in een traditionele omgeving (zeg vanaf de Tweede Wereldoorlog tot het eind van de jaren zestig) en in de hedendaagse situatie (zeg vanaf het begin van de jaren tachtig). In grote lijnen valt te constateren dat de beleidsmakers meer vertrouwen zijn gaan krijgen in de marktwerking. Ietwat bevreemdend is dat er desalniettemin bij de beleidsmakers het idee lijkt te bestaan dat via regelgeving die marktwerking het best bereikt kan worden. Door regulering wil men de randvoorwaarden creëren waaronder 'eerlijke' concurrentie kan plaatsvinden. Hieruit blijkt in feite dat de beleidsmakers (nog

steeds) menen beter geïnformeerd te zijn dan marktpartijen over de werking dan de markt en daardoor in staat te zijn tot het nemen van betere beslissingen. Wat dat betreft verschilt de hedendaagse situatie niet van die van zo'n dertig tot veertig jaar geleden. Veranderingen in ideeën over financiële regulering zijn natuurlijk mede ingegeven door de praktijk van het internationale kapitaalverkeer en de financiële dienstverlening. De belangrijkste ontwikkelingen op dit gebied vormen het onderwerp van de volgende paragraaf. Daarna wordt de internationale reguleringspraktijk behandeld.

Tabel 1: Veranderde ideeën over financiële regulering

traditioneel	modern
beheerste of vaste wisselkoersen rente- en kredietbeperkingen	zo veel mogelijk zwevende wisselkoersen door de markt bepaalde rente en kredietallocatie
beperkingen in het internationale kapitaalverkeer en in de handel	liberalisering van het internationale kapitaalverkeer en de financiële dienstverlening
segmentatie financiële sector beperkingen ten aanzien van concurrentie en innovatie vaste beursprovisies nationale standaarden voor prudentieel toezicht op financiële instellingen	nastreven 'level playing field' scheppen van randvoorwaarden voor concurrerende en innovatieve omgeving provisies op basis van marktfactoren internationale afspraken over kapitaalver- eisten, risico's clearing en settlement, openbaarheid informatie, 'insider tra- ding'
morele overreding / overtuiging statutair verplichte bankreserves regels t.a.v. allocatie van de portefeuille regulering via directe beperkingen en maatregelen	doorzichtig toezicht reserves uit hoofde van verplichtingen regels aan kwaliteit personeel regels gebaseerd op prikkels voor ade- quate corporate governance en interne kredietbeoordelings- en risicomana- gementsystemen

bron: Harris en Pigott, 1997

2. Financiële internationalisering

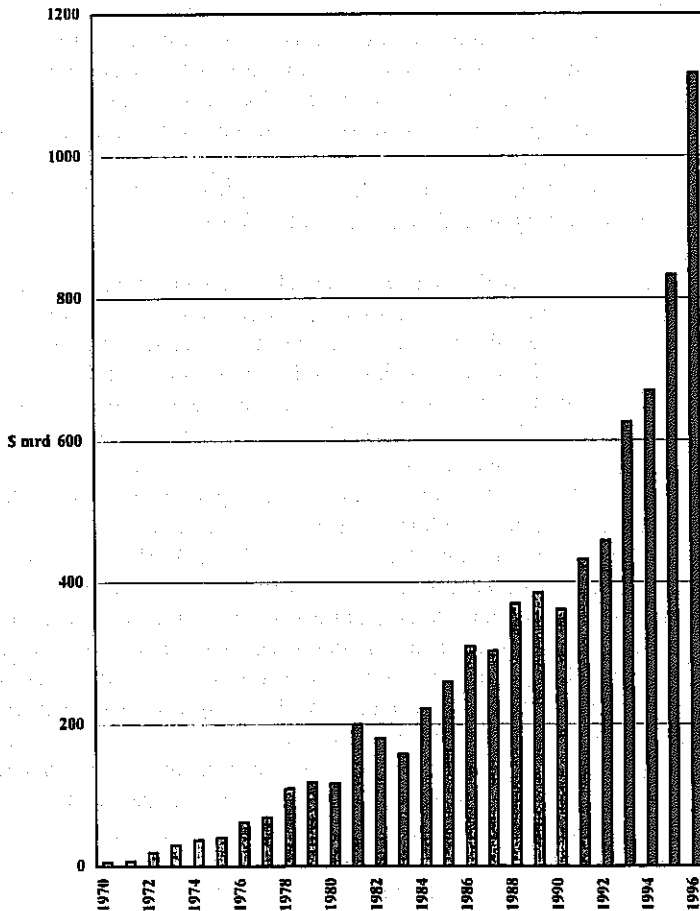
De afgelopen decennia valt een sterke groei waar te nemen van de kapitaalstromen, zowel tussen industrielanden onderling, tussen industrielanden en ontwikkelingslanden als tussen ontwikkelingslanden onderling (zie Folkerts-Landau en Ito, 1996). Figuur 1 geeft een overzicht van de ontwikkeling van het beroep op de internationale financiële markten vanaf 1970. Hieruit blijkt

dat er in toenemende mate gebruik gemaakt wordt van de internationale financiële markten. Gemiddeld was de groei 26 procent per jaar. Een tweede indicator van internationalisering is de ontwikkeling van de valutamarkt. Figuur 2 geeft de omzetten op de valutamarkten van Londen, Tokyo en New York. Als de valuta-omzet in 1979 op 100 gesteld wordt, blijkt ze te zijn gestegen tot bijna 2000 in 1995. Wereldwijd bedraagt de dagelijkse omzet op de valutamarkten momenteel US\$ 1.200 miljard (Japan, het VK en de VS nemen daarvan ruim 70 procent voor hun rekening). Ter vergelijking is ook de index van de uitvoer van de drie landen gezamenlijk in figuur 2 vermeld. Deze index stijgt veel minder sterk dan die van de valutahandel; in 1995 staat ze op 340. De valutahandel is dus ruim zes keer zo snel gegroeid als de goederenhandel en in de drie landen is de valutahandel in 1995 meer dan 140 keer zo omvangrijk als de export. Een derde indicator vormen de zogenaamde derivatenmarkten (de handel in opties, futures, e.d.). Deze derivaten hangen bij uitstek samen met de internationale financiële markten omdat ze het mogelijk maken de risico's die hiermee samengaan te beheersen. Het uitstaande bedrag van deze financiële instrumenten bedroeg in 1995 naar schatting US \$ 50.000 miljard, terwijl dit in het begin van de jaren tachtig nog slechts enkele miljarden dollars was (BIS, 1996).

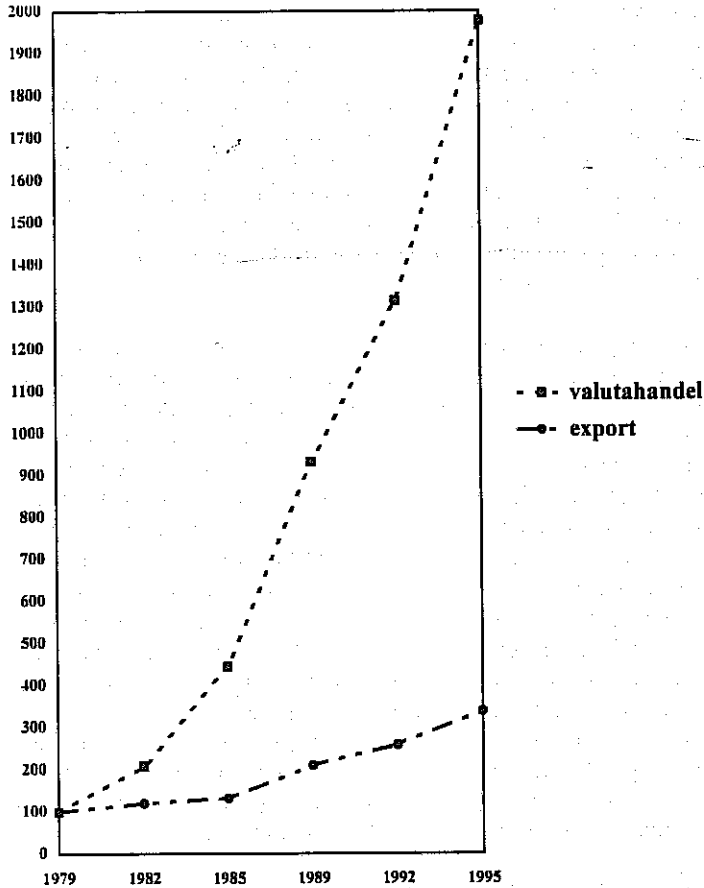
De belangrijkste achtergronden van de financiële internationalisering zijn de veranderende regulering, de technologische ontwikkeling en structurele veranderingen in de wereldeconomie, zoals de ineenstorting van het stelsel van Bretton Woods en de bewustwording van de eindigheid van grondstoffenvoorraden, o.a. tot uitdrukking komend in forse fluctuaties van de olieprijs (Giddy, 1994). De regulering in veel landen is veel minder discriminerend geworden tegenover buitenlandse banken en beleggers. De grondslag hiervoor vormt het bestaan en de snelle groei van de zogenaamde euromarkten; financiële markten waarop instellingen lenen in en handelen met valuta van buiten het land van uitgifte van die munt (Van Roij, 1995). Londen kan beschouwd worden als de bakermat van de euromarkten en het vormt nog steeds de mondiale spil ervan. De euromarkten verminderden de effectiviteit van het nationale monetaire en financiële beleid en gaven aanleiding voor het opheffen van allerlei protectionistische regels op financieel terrein. Daardoor kon een snelle groei optreden van internationale vestigingen van financiële instellingen in plaatsen als Londen, Frankfurt en New York (Scholtens, 1993). In de EU is sinds 1993 sprake van directe toegang van buitenlandse financiële instellingen op binnenlandse handels- en betalingssystemen. Ook veel ontwikkelingslanden staan open voor buitenlandse bankkantoren en voor internationaal kapitaalverkeer (World Bank, 1997). Daarnaast is sprake van branchevervaging. Zo verdwijnt bijvoorbeeld in de VS en Japan het onderscheid tussen commerciële banken - die zich alleen met kredietverlening

mogen bezighouden - en effectenbanken - die geen krediet mogen verlenen. In veel Europese landen wordt het vanouds stringent gescheiden typen financiële instellingen (m.n. banken en verzekeraars) toegestaan samen te werken. In Nederland heeft dit geleid tot grote financiële concerns die een breed spectrum financiële diensten aanbieden. Tegelijkertijd nemen op de traditionele bancaire markten de mogelijkheden voor concurrentie toe door de toetreding van beleggingsinstellingen, verzekeraars, pensioenfondsen en buitenlandse marktpartijen (Blommestein, 1995).

Figuur 1: middelen opgenomen in de internationale financiële markten in US \$ miljard (bron: OECD)



Figuur 2: Ontwikkeling valutahandel en export Japan, VK en VS 1979-1995, indexcijfers: 1979=100 (bron: BIS)



De technologische ontwikkeling in het internationale financieewezen is veelomvattend. In talloze financiële instrumenten wordt 24 uur per dag gehandeld en voortdurend zien nieuwe instrumenten het licht (O'Brien, 1992). Informatiesystemen zijn gekoppeld aan handelssystemen en maken het mogelijk dat onmiddellijk en massaal op nieuwe informatie gereageerd wordt. Dankzij de verbeterde communicatietechnologie kunnen de financiële risico's steeds beter inzichtelijk gemaakt worden en kan men veel effectiever de risico's beheren. Niet alleen in de interne organisatie, en dan vooral de samenwerking tussen de front-office en de back-office van banken en verzekeraars, maar ook in de relatie met de klant wordt de invloed van de technologie

steeds zichtbaarder. De automatisering van het betalingsverkeer schrijdt in snel tempo voort en overal in de industriële wereld zijn de geld- en betaalautomaten onderdeel gaan uitmaken van het dagelijks leven van de meeste mensen. De financiële wereld maakt zich nu op om ook via Internet financiële diensten aan het publiek aan te bieden, variërend van het thuisbankieren en beleggen tot het uitgeven van aandelen voor kleine en startende bedrijven. Nauw verwant is de snelle wetenschappelijke ontwikkeling op het gebied van de financiële analyse en de financieringsleer. Inzichten dienaangaande vinden snel toepassing in de praktijk. De bewustwording van risico's en het snel toenemend scala aan beheersingsmogelijkheden vormt op zichzelf reeds een impuls voor de ontwikkeling van financiële markten (met name geldt dit voor interbancaire en swap markten).

De ineenstorting van het stelsel van Bretton Woods in het begin van de jaren zeventig maakte financiële instellingen, bedrijven en overheden bewust van het wisselkoersrisico. Talloze financiële instrumenten en financieringstechnieken werden ontwikkeld om dit risico te beheersen. De overgang van vaste wisselkoersen naar een wereld met beheerst zwevende koersen gaf tevens aanleiding tot het moeilijker kunnen opvangen van externe schokken in de binnenlandse economie en legde de gestaag gegroeide onderlinge verwevenheid van de economieën bloot (James, 1996). Bij vaste wisselkoersen is bijvoorbeeld alleen begrotingsbeleid bruikbaar om schokken op te vangen, maar dit is trager en minder flexibel dan monetair beleid. Met name inflatie bleek snel - zij het ongewild - geïmporteerd te worden. De consequenties daarvan werden in hun volle omvang duidelijk toen de olieprijsen in het midden en aan het eind van de jaren zeventig plotsklaps sterk begonnen te stijgen. Het besef van eindigheid van grondstoffenvoorraden en van beperkte substitutiemogelijkheden begon door te dringen in directiekamers en op ministeries. Om het prijs- en inflatierisico te beheersen werden talloze financiële instrumenten en technieken ontwikkeld (Giddy, 1994).

Het gevolg van de veranderende regulering en de technologie is dat financiële transacties in toenemende mate plaatsvinden op globaal niveau en dat scheidingen tussen verschillende typen financiële instellingen en instrumenten vervagen. De marktpartijen kunnen nu doelbewust profiteren van de efficiëncyvoordelen van open financiële markten. De dreiging van internationale concurrentie leidt tot een permanente innovatie om de concurrentie een stap voor te blijven. Deze ontwikkelingen zijn bij financiële en monetaire toezichthouders niet onopgemerkt gebleven en zij hebben gereageerd met vernieuwde aanpassingen in de financiële regulering, waaronder internationalisering van de financiële regelgeving.

3. Internationale overeenkomsten financiewezen

Financiële internationalisering kan leiden tot extra concurrentie en efficiencyverbetering, wat een toename van de mondiale welvaart tot gevolg heeft (zie Harris en Pigott, 1997). Maar de internationalisering gaat ook gepaard met problemen. Zo neemt de gemiddelde kennis over de tegenpartijen in internationale transacties af en moeten steeds hogere eisen gesteld worden aan het management met betrekking tot het beheersen van de verschillende risico's (Greenbaum en Thakor, 1995). De bestaande regelgeving is dikwijls niet adequaat omdat ze onvoldoende rekening houdt met de internationale concurrentie. Het zadelt de binnenlandse partijen met kosten op die hen internationaal een concurrentienadeel bezorgen. Met de internationalisering van de financiële wereld ligt het daarom voor de hand ook haar regulering op een bovennationaal vlak te plaatsen. Dit is tot uitdrukking gekomen in een aantal internationale overeenkomsten die betrekking hebben op het internationale financiewezen. Van groot belang hierbij is te beseffen dat het rechtskader - bij ontstentenis van een effectieve supranationale autoriteit - dat van de nationale juridische systemen blijft. Tabel 2 geeft een samenvattend overzicht van de belangrijkste internationale financiële overeenkomsten die gesloten zijn in het kader van multilaterale financiële instellingen. De overeenkomsten op het gebied van het internationale financiewezen dienen drie doelen:

1. het vergemakkelijken van het uitvoeren van de grensoverschrijdende financiële activiteiten,
2. het uitbreiden van de internationale concurrentie op financiële markten en in het bankwezen,
3. het bevorderen van internationale financiële stabiliteit.

Vergemakkelijken van grensoverschrijdende activiteiten. Internationale overeenkomsten voorzien in een infrastructuur waarlangs het internationale financiële systeem op een dagelijkse basis kan functioneren. Deze overeenkomsten zijn bedoeld om het internationaal verhandelen van financiële diensten te vergemakkelijken. Praktische werkafspraken zijn er bijvoorbeeld over technische standaarden voor het elektronisch berichtenverkeer (bijv. Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication - SWIFT - in het bankwezen), over gedragscodes, en over de harmonisatie van verslaggevings- en openbaarheidsstandaarden, van contractclausules en van formele regels.

Tabel 2: Belangrijkste internationale financiële overeenkomsten

betrokken instellingen / landen	overeenkomsten
Basle Committee on Banking Supervision	Bazels Concordaat
Committee on Payment and Settlement Systems	Lamfalussy standaard
Eurocurrency Standing Committee	Cross rapport
Europese Unie	Financiële Paspoort
GATT / WTO	Financial Services Agreement
OECD	Codes of Liberalisation of Capital Movements and Current Invisible Operations
VS, Canada	Free Trade Agreement
VS, Canada, Mexico	North American Free Trade Agreement

Stimuleren van grensoverschrijdende activiteiten. Er bestaan enkele overeenkomsten die beogen de concurrentie zowel via financiële handel als via vrije vestiging van financiële instellingen te bevorderen (zie Gruijters (1995) voor een overzicht van de ontwikkeling van het internationale kapitaalverkeer): De OECD Codes of Liberalisation of Capital Movements and Current Invisible Operations voorziet in het in toenemende mate liberaliseren van de kapitaalstroom en in het verschaffen van financiële diensten op basis van het principe van nationale behandeling. De code dateert reeds van 1961 en is herhaaldelijk herzien. Ondanks het ontbreken van een afdwingsmechanisme hebben de OECD-leden vanaf de jaren tachtig hun nationale wetgeving hieraan geleidelijk aangepast. In Noord-Amerika regelen de Free Trade Agreement tussen de VS en Canada en de North American Free Trade Agreement tussen dezelfde twee landen en Mexico mede de stimulering van de internationale financiële dienstverlening. In Europa kennen we het zogenaamde financiële paspoort; in werkelijkheid een groot aantal documenten (tabel 3; zie ook Van Wensveen, 1997). Het geheel van de richtlijnen in tabel 3 behelst de vrije vestiging van financiële instellingen in de lidstaten van de Europese Unie, de liberalisering van de grensoverschrijdende financiële dienstverlening en de harmonisering van andere regels op financieel terrein. De financiële instellingen krijgen als het ware één vergunning om hun diensten in het EU-gebied aan te bieden ('single license'). De toezichhoudende autoriteiten in het thuisland van de financiële instelling dragen de verantwoordelijkheid voor deze instelling ('home country control'). Om concurrentie in regulering te voorkomen heeft de EU minimumeisen opgesteld waaraan het toezicht moet voldoen.

Tabel 3: Richtlijnen bij het Europese financiële paspoort

Richtlijn	Ingangsdatum	Doel
Coördinatie Bankrecht	1-1-1993	Banken in de EU krijgen het recht om kantoren te openen in andere lidstaten of om klanten/markten in andere lidstaten te bedienen.
Eigen Vermogen	1-1-1993	Definieert het eigen vermogen van banken.
Solvabiliteitsrichtlijn	1-1-1993	Bepaalt een minimum omvang van het eigen vermogen t.o.v. risicogewogen activiteiten.
Geconsolideerd Toezicht	1-1-1993	Toezichthouders moeten op geconsolideerde basis toezicht uitoefenen op banken en bankgroepen.
Grote Posten	1-1-1994	Stelt grenzen aan de blootstelling van de banken t.a.v. individuele bedrijven of bedrijvengroepen.
Effectendienstverlening	31-12-1995	Verstrekt het paspoort aan in de EU gevestigde effectenbedrijven niet-zijnde banken.
Kapitaalvereisten	31-12-1995	Stelt gemeenschappelijke kapitaalvereisten op voor banken en effectenbedrijven.

Op mondiale schaal vormen de onderhandelingen in het kader van de General Agreement on Tariffs and Trade (GATT), later opgevolgd door de World Trade Organization (WTO), het forum voor liberalisering van de financiële dienstverlening. Financiële diensten zijn pas zeer laat - namelijk tijdens de Uruguay-ronde uit het begin van de jaren negentig - op de agenda geplaatst. In 1995 hebben 76 leden van de WTO de Financial Services Agreement (FSA) gesloten. Dit is een sub-overeenkomst in het kader van de General Agreement on Trade in Services van de Uruguay-ronde (GATS). De FSA hanteert de meestbegunstigingsclausule ('most favored nation principle') en nationale behandeling ('national treatment'). De meestbegunstigingsclausule houdt in dat landen die concessies doen op het gebied van de internationale financiële dienstverlening aan partijen in de overeenkomst, deze concessies ook moeten laten gelden voor andere partijen in de FSA. Nationale behandeling is een non-discriminatiebeginsel en behelst dat buitenlandse financiële instellingen niet anders behandeld zullen worden dan binnenlandse. Opmerke-

lijk is dat de VS vooralsnog niet meedoen in de FSA vanwege in hun ogen te beperkte liberalisering in enkele Latijns-Amerikaanse en Aziatische landen.

Bevorderen en handhaven van financiële stabiliteit. De binnenlandse financiële deregulering en technologische ontwikkelingen hebben geleid tot een ingrijpend gewijzigd perspectief bij het nemen van risico's door marktpartijen. Nieuwe financiële instrumenten en de globalisering van markten hebben de complexiteit ervan vergroot en de doorzichtigheid verminderd. De concurrentie en de dreiging van concurrentie is sterk toegenomen, hetgeen de winsten van financiële instellingen aantast. De stijging van de competitieve druk vormt een groeiend potentieel voor financiële instabiliteit: door de extra risico's wordt de kans op ondergang van een instelling vergroot. Omdat de financiële instellingen nauw met elkaar verweven zijn, zou die ondergang ook tot problemen kunnen leiden bij andere financiële instellingen: het systeemrisico (Summers, 1995).

Internationale overeenkomsten die beogen de financiële stabiliteit te bevorderen zijn er vanouds niet in de eerste plaats om het failliet van individuele bedrijven te verhinderen. Het gaat om het soepel functioneren van het financiële systeem als geheel, zonder nadelige macro-economische bijeffecten. Gezien het feit dat financiële markten geïntegreerder zijn geraakt lijkt het voor de hand te liggen te concluderen dat het systeemrisico epidemisch is geworden. Maar dat hoeft niet het geval te zijn. Juist door hun koppeling kunnen de markten en de daarop vigerende instellingen ook als stootkussen of buffer fungeren voor schokken. Maar vanuit prudentieel oogpunt is gekozen voor een benadering waarbij wordt verondersteld dat integratie en globalisering de risico's juist versterken (White, 1996).

Bij het bevorderen van de financiële stabiliteit zijn overeenkomsten mogelijk inzake de preventie van het systeemrisico en inzake het crisismanagement als zich toch instabiliteit voordoet. Bij de preventieve aanpak wordt het analysekader gevormd door de verschillende internationale actoren (banken, effectenbemiddelaars, verzekeraars, e.d.), de markten voor financiële instrumenten en de financiële infrastructuur (wettelijk kader, betalingssysteem e.d.). Er wordt vooral aan de preventie van het systeemrisico gewerkt in het kader van de Bank for International Settlements. Die kent drie werkgroepen die zich elk met een van de elementen uit het analysekader bezighouden. De actoren vormen het aandachtsgebied van het Basle Committee on Banking Supervision. Dit comité bestaat al sinds het begin van de jaren zeventig en publiceerde o.a. in 1975 het Bazels Concordaat met aanbevelingen voor geconsolideerd en adequaat toezicht op banken. In 1988 kwam het met het kapitaalaccorder

over de kapitaalvereisten voor internationaal opererende banken met het oog op hun kredietrisico (zie inleiding). In 1995 is dit uitgebreid met kapitaalvereisten voor marktrisico, waarbij de actoren interne modellen mogen gebruiken bij het bepalen van het marktrisico (koersfluctuaties van waardepapieren) en de daaraan gekoppelde kapitaalvereisten. In 1992 kwam het comité (in feite naar aanleiding van de ondergang van de BCCI) met een voorstel voor effectief geconsolideerd toezicht alsmede met mogelijkheden voor nationale autoriteiten om dit uit te oefenen (met name informatieverzameling bij buitenlandse toezichthouders). Het Euro-currency Standing Committee dateert reeds uit het begin van de jaren zestig en bestudeert de internationale financiële markten. Voor het toezicht is van belang de publicatie van haar Cross-rapport in 1986, dat ingaat op de risico's die gepaard gaan met financiële derivaten. In het midden van de jaren negentig heeft het comité een raamwerk geconstrueerd voor de wijze waarop informatieverzameling van nationale toezichthouders over de activiteiten van instellingen op financiële markten zou moeten plaatsvinden. Het Committee on Payment and Settlement Systems legt in haar werk de nadruk op de grote nationale en internationale betaal- en verrekensystemen. In 1990 kwam het met de zogenaamde Lamfalussy-standaard die operationele maatregelen behelst ter beperking van het betalingsrisico en ter verhoging van de efficiency van de afwikkeling van vreemde valuta en internationale effecten.

Voor crisismanagement zijn geen internationale overeenkomsten van kracht: men blust financiële branden op een ad hoc basis (Schoenmaker, 1992). Wel is er een algemene notie van de voorwaarden waaronder een centrale bank als redder in de nood ('lender of last resort') optreedt. De centrale bank is echter niet de enige die zich zal willen bemoeien met een crisis: ook het ministerie van Financiën, depositoverzekeringsinstellingen, andere toezichthouders en de grote commerciële financiële instellingen zijn daarbij betrokken. Het lijkt verstandig om van tevoren afspraken te maken over hoe samengewerkt wordt bij een crisis (rampenplan). Dit geldt nog sterker op internationaal vlak. Nu gaat men er meestal van uit dat de centrale bank in het thuisland de eerst aangewezen is om de financiële instellingen te steunen. Maar in het geval van de BCCI was het onduidelijk wat het thuisland was, terwijl in het geval van Barings in eerste instantie onduidelijkheid bestond over wie de verantwoordelijke toezichthouder was (zie Scholtens (1991) respectievelijk Boot et al. (1995) voor een analyse van deze gevallen). Daarnaast verschilt de wetgeving tussen landen. Bij de liquidatie van de BCCI kwam bijvoorbeeld naar voren dat de VS-wetgeving stelt dat activa van de BCCI in de VS gebruikt mogen worden om crediteuren aldaar schadeloos te stellen. In Europa ging men er echter van uit dat alle activa van de BCCI op één hoop gegooid zouden worden om vervolgens te worden verdeeld onder alle crediteuren. Nog

steeds bestaan er - ook binnen de EU - grote verschillen in financiële regulering, bijvoorbeeld bij de aard van de toezichthouder (Goodhart en Schoenmaker, 1995), het monetaire beleidsinstrumentarium (Borio, 1997), het depositogarantiemechanisme (Barth et al., 1997) en bij de wijze waarop het eigen vermogen van financiële instellingen bepaald wordt (Barth et al., 1997).

4. Perspectief en risico's internationale overeenkomsten

De internationale overeenkomsten hebben ten doel het internationale financiële systeem soepel te laten functioneren. Hier bespreek ik mogelijke tekortkomingen die wereldwijde acceptatie van de overeenkomsten kunnen bemoeilijken, hetgeen de effectiviteit ervan zou kunnen ondergraven.

Allereerst is er de afdwingbaarheid van de regelgeving, d.w.z. de praktische uitvoering en handhaving. Door het ontbreken van een mondiaal rechtskader voor private instituties kent iedere overeenkomst wat dat betreft een wankel fundament. In veel gevallen wordt ervoor gekozen een globale standaard te ontwikkelen en deze aan te bevelen. De landen kunnen deze vervolgens in hun eigen wetgeving implementeren en aldus is handhaving van de afspraken gewaarborgd. Andere landen kunnen de globale standaard als voorbeeldwetgeving overnemen. Dit lijkt een praktische oplossing. Maar de oplossing is niet zonder problemen. Zo kunnen en zullen landen de standaard afstemmen op de binnenlandse situatie en hierdoor ontstaan reguleringsverschillen en wordt beleidsconcurrentie mogelijk (d.w.z. het via regulering creëren van voor bedrijven aantrekkelijke vestigingsvoorwaarden). Dat reguleringsverschillen wellicht klein zijn betekent niet dat ze onbelangrijk zijn (Huizinga, 1997). Reeds kleine verschillen in regelgeving geven aanleiding tot kostenverschillen in de financiële dienstverlening en kunnen daarmee een aanleiding vormen voor omvangrijke internationale kapitaalbewegingen (Kindleberger, 1987).

Ten tweede is de financiële wereld groter dan alleen de landen die het voortouw nemen bij internationale afspraken en bestaat de mogelijkheid dat sommige landen het voorbeeld niet volgen, waarmee de internationale overeenkomst aan effectiviteit verliest. De multilaterale financiële gremia weerspiegelen nog steeds de internationale politieke verhoudingen van de jaren veertig en vijftig. Daarin is geen plaats voor grote economieën als die van Brazilië, China, India of Rusland en evenmin voor de Zuidoost-Aziatische economieën. Dit terwijl ontwikkelingen aldaar van grote invloed kunnen zijn op de traditionele financiële centra, getuige de verspreiding van de Aziatische crisis naar westerse markten. Een groeiend deel van het internationale kapitaalverkeer

vindt plaats buiten de traditionele industrielanden en blijft of komt derhalve buiten het bereik van de internationale overeenkomsten dienaangaande. Bij de totstandkoming van een rapport van de BIS over effectief toezicht op het bankwezen (BIS, 1997) zijn voor het eerst ook landen van buiten de traditionele financiële machtscentra betrokken geweest, zoals Chili, China, Hong Kong, Mexico, Thailand en de Tsjechische Republiek.

Een derde probleem wordt gevormd door de enorme dynamiek van de internationale financiële wereld. Het wordt steeds moeilijker voor nationale toezichthouders om op de hoogte te blijven van wat er in hun werkveld gaande is. De winsten in de financiële sector staan onder toenemende druk van de internationale concurrentie en dus is er een prikkel om steeds meer risico's te nemen en om nieuwe financiële instrumenten te ontwikkelen. In eerste instantie wordt dit zelden door de nationale toezichthouders waargenomen of gereguleerd. Versnelling van de innovatie onder invloed van de internationalisering bemoeilijkt het toezicht. Buitenlandse instellingen zijn van grote invloed op het nationale financiële systeem en het wel en wee van de binnenlandse instellingen wordt in aanzienlijke mate bepaald door hun prestaties op buitenlandse markten. Het toezicht is hierop onvoldoende afgestemd. De recente reactie van de toezichthouders is o.a. het toelaten van het gebruik van interne risicomodellen. Maar hiermee vindt slechts een verschuiving plaats van de problemen, omdat risico's substitueerbaar zijn en doordat er een wedloop ontstaat bij de modelontwikkeling.

Met deze dynamiek hangt ook het probleem samen dat minder gereguleerde partijen sneller kunnen handelen en flexibeler kunnen opereren dan strikter gereguleerde participanten (Kane, 1987). In het algemeen reageren particuliere instellingen sneller op veranderingen in hun omgeving dan overheidsorganen en reageren gereguleerde instellingen sneller op veranderingen in de omgeving dan de regelgevers. Verder opereren internationale regelgevers langzamer en minder vrij dan alle andere relevante partijen. Dit heeft tot gevolg dat de tijd toeneemt tussen een actie van de private sector en een eventuele reactie (regelgeving) door internationale overeenkomsten. Het vertraagde reactievermogen van het internationale toezicht in vergelijking met het binnenlandse toezicht is een riskante combinatie met de dynamisering van het financiële bedrijf door de internationalisering.

Een vijfde tekortkoming is de samenhang tussen financiële stabiliteit en macro-economische stabiliteit. Bijvoorbeeld hoge en snel stijgende inflatie alsmede onhoudbare financieringstekorten versterken het gedrag dat aanleiding geeft tot financiële instabiliteit (Fry, 1995). Omgekeerd kan financiële instabiliteit ook de macro-economische stabiliteit ongunstig beïnvloeden

(Goldstein en Turner, 1996). Bankfaillissementen reduceren de mogelijkheden om transacties te plegen en kunnen de omzet en handel van het bedrijfsleven frustreren. Ook zijn ze van grote invloed op de kapitaalkosten van het bedrijfsleven en daarmee op de investeringen en de werkgelegenheid. Overeenkomsten inzake het internationale financiële systeem zouden daarom gerelateerd moeten zijn aan die inzake de internationale economische ontwikkeling. Dit voor de hand liggende verband ontbreekt vooralsnog, met uitzondering van het Verdrag van Maastricht en het daarop gebaseerde Stabiliteitspact voor de EMU.

Ten zesde geldt dat veel internationale afspraken gebaseerd zijn op situaties waarvoor men zo snel mogelijk een oplossing wil zoeken. Zo is bijvoorbeeld het Bazelse kapitaalaccoord een uitvloeisel van de schulden crisis uit het begin van de jaren tachtig. Daarbij bleken internationale kredieten niet meer invorderbaar. Het kapitaalaccoord beoogt dit risico inzichtelijk te maken. Het houdt echter nauwelijks rekening met andere risico's. Een ander voorbeeld is dat na de BCCI-affaire afspraken gemaakt werden over informatie-uitwisseling tussen toezichthouders. Maar in het geval van Barings bleek dat die afspraken niet goed werkten. Dat is aanleiding om ze weer te herzien. Zo'n 'trial and error' politiek is alleszins begrijpelijk, maar zeker niet bevorderlijk voor een soepel functionerend internationaal financieel systeem. Het probleem is dat men in crisissituaties ad hoc gericht is en - net als generaals - gefixeerd is op het winnen van de vorige oorlog.

Een volgende tekortkoming is de mogelijke onderlinge tegenspraak tussen de verschillende doelen van de overeenkomsten. Het vergemakkelijken van grensoverschrijdende dienstverlening en het uitbreiden van de internationale concurrentie gaan hand in hand. Het streven naar meer financiële stabiliteit kan hiermee in strijd geraken. Waar vrije toetreding en concurrentie dynamische markten impliceren, leidt het streven naar financiële stabiliteit in de praktijk nogal eens tot het handhaven van de status quo (vergelijk de kritiek van de 'free banking' school). Zo is de toetreding tot de bankensector in veel landen aan talloze beperkingen onderhevig. Verder laten toezichthouders dikwijls kleine instellingen failleren, maar steunen ze grote instellingen ('too big to fail' politiek). Dit kan leiden tot moral hazard bij de instellingen die onder toezicht staan (Boot en Thakor, 1993). Waar de financiële sector snel geliberaliseerd wordt blijkt echter de financiële stabiliteit nogal eens in het gedrang te komen, met name de ervaringen in Zuid-Amerika in de jaren zeventig tachtig getuigen van het dilemma tussen concurrentie en stabiliteit (zie Sundararajan en Baliño, 1991; Caprio et al., 1994). De tegenspraak lijkt voort te vloeien uit het gegeven dat de autoriteiten er enerzijds van overtuigd lijken te zijn dat liberalisering en deregulering goed zijn voor de economie,

maar dat men anderzijds geen afstand kan nemen van de prominente eigen rol in de economie.

Ook het democratisch tekort is een probleem. De voorbereiding, uitvoering en handhaving van de internationale overeenkomsten geschiedt volledig buiten het gezichtsveld van democratisch gekozen organen. De overeenkomsten komen maar al te vaak tot stand op basis van technocratische overwegingen. Een land dat via haar monetaire en financiële autoriteiten betrokken is bij de internationale financiële regulering zoals die vandaag de dag bestaat doet nogal gemakkelijk afstand van haar verantwoordelijkheden. Hieraan zijn ook belangrijke financiële consequenties verbonden. Financiële stabiliteit wordt door publieke organen gegarandeerd en dat betekent dat de kosten van het oplossen van een financiële crisis gedragen zullen worden door de belastingbetalers. De financiële sector wordt door de overheden bij financiële instabiliteit meestal uit de wind gehouden vanwege haar belang voor het functioneren van de economie. Haar volledig de kosten van de financiële crisis laten dragen zou naar verwachting immers leiden tot het instorten van het financiële systeem. Het verdelen van de pijn over alle burgers is voor overheden een aantrekkelijker alternatief. Met de internationale afspraken in de hand kan men eenvoudig wijzen op de noodzaak van zo'n belasting. Echter, in het politieke proces - bijvoorbeeld bij de introductie van een (internationale) standaard in de eigen wetgeving - wordt dit dilemma niet aan de orde gesteld (zie White, 1987). Een bijkomend probleem is dat de verschillende regulerende instellingen tamelijk ondoorzichtig zijn, zowel in hun besluitvorming als in hun eigen functioneren. Dit gebrek aan transparantie bemoeilijkt de democratische controle op deze instellingen.

Tot slot geldt het gevaar van schijnzekerheid. Het uitgebreide stelsel van internationale afspraken kan de indruk doen postvatten dat men zich geen zorgen hoeft te maken over ontwikkelingen in de financiële sector omdat alles gereguleerd is - en daarmee onder controle. Dit is onjuist. Ten eerste betekent regulering zeker niet dat alles onder controle is. Ten tweede bestaan er nog tal van regels die tussen landen verschillen (zie Barth et al., 1997) en die aanleiding kunnen geven tot reguleringsarbitrage. Ook vallen lang niet alle landen en alle financiële instellingen onder toezicht.

5. Evaluatie

Deregulering van binnenlandse financiële markten en van de activiteiten van binnenlandse financiële instellingen heeft - in combinatie met technologische

voortgang - geleid tot het vergemakkelijken van de sterke groei van het grensoverschrijdende financiële verkeer en van een aanzienlijke groei van buitenlandse vestigingen van financiële instellingen. Dit heeft op zijn beurt de behoefte doen ontstaan aan internationale overeenkomsten ten aanzien van de vraag hoe dit internationale bedrijf van financiële markten en instellingen gereguleerd dient te worden. Zowel publieke als private organen houden zich hiermee bezig. Overeenkomsten die het afwickelen van grensoverschrijdende transacties vergemakkelijken worden vooral door private organen nagestreefd. Overeenkomsten die de uitbreiding van de internationale concurrentie beogen en die trachten de financiële stabiliteit te bevorderen zijn vaak het initiatief van de publieke sector. De overeenkomsten komen vaak tot stand doordat enkele belanghebbenden het voortouw nemen. In informele kaders wordt dan gewerkt aan een concept voor een globale standaard. Na verwerking van de kritiek van andere belangengroepen komt men met de definitieve versie. Die kunnen landen in hun wet- en regelgeving implementeren. De betrokkenheid van de belanghebbenden maakt dat de afspraken moreel gezag uitdragen. Ze zijn echter alleen afdwingbaar binnen een nationale juridische context.

Is dit model geschikt voor verdere overeenstemming op het gebied van het internationale geld- en bankwezen? Dat hangt met name af van de risico's ervan. De wereldwijde acceptatie van de internationale overeenkomsten over het grensoverschrijdende financieel wezen en de effectiviteit ervan wordt bemoeilijkt door een aantal fundamentele tekortkomingen. Zo is er in feite slechts een beperkt aantal landen betrokken bij de totstandkoming van de overeenkomsten, terwijl men hoopt dat ze wereldwijd geïmplementeerd worden. Voor de landen die geen deel uitmaken van het informele of quasi-formele circuit dat aan de basis staat van de overeenkomsten is zulks moeilijk te accepteren. Een ander gevaar is dat de internationale toezichthouders zich richten op het winnen van de vorige oorlog in plaats van het trachten te voorkomen van een nieuwe. Het karakter van veel overeenkomsten is eerder curatief dan preventief. Ook wordt, ò door de financiële dynamiek ò door de noodzaak om internationaal samen te werken, de afstand tussen financiële praktijk en het officiële toezicht steeds groter. Tevens blijken de nagestreefde concurrentie in en stabiliteit van de financiële sector niet altijd zonder meer samen te gaan. Bij de internationale overeenkomsten op financieel gebied is er verder slechts in zeer beperkte mate sprake van democratische controle. De transparantie van de internationale gremia is uiterst gering, wat het zicht op de politieke en financiële consequenties van het onderschrijven van de overeenkomsten ten zeerste bemoeilijkt. Tot slot geldt dat lang niet alle regels, financiële instellingen, landen en activiteiten gedekt worden door de internationale overeenkomsten inzake het financieel wezen en dat er daardoor een dreiging bestaat van schijnzekerheid.

Het huidige reguleringsmodel dat sterk gebaseerd is op internationale overeenkomsten is dus zeker niet zonder problemen. Dat blijkt ook als we de praktijk van de regulering leggen naast het academische denken over regulering. Opmerkelijk is dan dat de theoretische en empirische basis voor de gebezigde regulering nagenoeg blijkt te ontbreken. De teneur in de reguleringspraktijk is dat de reguleerders steunen op het gedachtengoed van de post-keynesianen, die - vrijwel als enigen in de academische wereld - rotsvast overtuigd zijn van het belang van uitgebreide regulering van het financiële systeem. De meeste academici hebben ernstige twijfels bij de effectiviteit van financiële regulering. Maar het denken van de meeste eclecticici en dat van de free bankers gaat blijkbaar voorbij aan de beleidsmakers en politici (alleen in Nieuw-Zeeland hebben de financiële autoriteiten hun regulering drastisch teruggedroefd en wenst men zich te begeven in de richting zoals free bankers die voorstaan). Dat komt wellicht doordat in de keynesiaanse traditie een veel actievere rol voor de overheid weggelegd wordt en doordat in deze traditie overheidsinterventies in het algemeen als welvaartsverbeterend ervaren worden. Het is heel begrijpelijk - want heel menselijk - dat beleidsmakers in hun doen en laten steunen op deze traditie omdat deze hen als het ware bestaansrecht verschafft en legitimeert. Een overheid die een overheidsvijandige traditie zou aanhangen, zoals bijvoorbeeld die van de nieuw-klassieken of de free bankers, zou zich zelf moeten opheffen. Dit artikel illustreert dus eens te meer dat er veel waarheid lijkt te schuilen in Keynes' (sic!) uitspraak dat de meest populaire opvattingen onder politici en beleidsmakers vaak gebaseerd zijn op de ideeën van een in de academische wereld al lang in onbruik geraakt theoreticus.

Is er een mogelijke oplossingsrichting te bedenken voor de tekortkomingen van het huidige reguleringsmodel? Het lijkt zeker de moeite waard om hier nader onderzoek naar te doen. Mijns inziens is daarbij in ieder geval een belangrijke rol weggelegd voor een meer consistent en marktconform gedrag van de regelgevers. De economie lijkt nu te veel opgezadeld te worden met inefficiëncies die voortvloeien uit regelgeving. Het handhaven van de financiële stabiliteit komt in de praktijk te vaak neer op het handhaven van de bestaande financiële instellingen. De kosten van deze politiek worden gedragen door alle belastingbetalers. Transparantie en het opheffen van het democratische tekort lijkt eveneens een noodzakelijke voorwaarde voor het reduceren van de tekortkomingen. Zonder goed inzicht in de motieven en de besluitvorming kan immers geen efficiënte allocatie van middelen in een samenleving plaatsvinden.

Literatuur

- Bank for International Settlements, 1996, *Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity 1995*, BIS, Basel
- Bank for International Settlements, 1997, *The Core Principles for Effective Banking Supervision*, BIS, Basel
- Barth, J.R., D.E. Nolle en T.N. Rice, 1997, *Commercial Banking Structure, Regulation, and Performance: An International Comparison*, E&PA Working Paper 97-6, Office of the Comptroller of the Currency, Washington
- Benston, G.J. en G.G. Kaufman, 1995, 'Is the banking and payments system fragile?', *Journal of Financial Services Research*, 9, blz. 209-240
- Benston, G.J. en G.G. Kaufman, 1996, 'The appropriate role of bank regulation', *Economic Journal*, 106, blz., 688-697
- Blommestein, H.J., 1995, 'Structural changes in financial markets: Overview of trends and prospects', in: H.J. Blommestein, K. Billoft (eds.), *The New Financial Landscape. Forces Shaping the Revolution in Banking, Risk Management and Capital Markets*, OECD, Parijs, blz. 9-47
- Boot, A.W.A. en A.V. Thakor, 1993, 'Self-interested regulation', *American Economic Review*, 83, blz. 206-212
- Boot, A.W.A., J.E. Ligterink en L.J.R. Scholtens, 1995, 'De ondergang van Barings', *Economisch Statistische Berichten*, 80, blz. 260-265
- Borio, C.E.V., 1997, 'Monetary policy operating procedures in industrial countries', *BIS Working Papers 40*, BIS, Basel
- Caprio Jr., G. en D. Klingebiel, 1997, 'Bank insolvency: Bad luck, bad policy, or bad banking?' in: M. Bruno, B. Pleskovic (ed.), *Annual World Bank Conference on Development Economics 1996*, World Bank, Washington D.C., blz. 79-104
- Davidson, P., 1978, *Money and the Real World*, MacMillan, Londen
- Dow, S.C., 1993, *Money and the Economic Process*, Edward Elgar, Aldershot
- Dowd, K., 1993, *Laissez-Faire Banking*, Routledge, Londen
- Folkerts-Landau, D. en T. Ito, 1996, *International Capital Markets. Developments, Prospects, and Key Policy Issues*, IMF, Washington D.C.
- Fry, M.J., 1995, *Money, Interest and Banking in Economic Development*, The John Hopkins University Press, Baltimore en Londen
- Giddy, I.H., 1994, *Global Financial Markets*, D.C. Heath, Lexington, Mass. & Toronto
- Goldstein, M. en P. Turner, 1996, 'Banking crises in emerging economies: Origins and policy options', *BIS Economic Papers 46*, BIS, Basel
- Goodhart, C.A.E., 1987, *Money, Inflation and Uncertainty*, MacMillan (2nd edition), Houndmills & Londen

- Goodhart, C.A.E., 1994, 'What should central banks do? What should be their macroeconomic objectives and operations?', *Economic Journal*, 104, blz. 1424-1436
- Goodhart, C.A.E. en D. Schoenmaker, 1995, 'Should the functions of monetary policy and banking supervision be separated?' *Oxford Economic Papers*, 47, blz. 539-560
- Gowland, D., 1990, *The Regulation of Financial Markets in the 1990s*, Edward Alger, Aldershot
- Greenbaum, S.I. en A.V. Thakor, 1995, *Contemporary Financial Intermediation*, Harcourt, Forth Worth
- Gruijters, N., 1995, *Financiële Integratie en Monetair Beleid*, NIBE, Amsterdam
- Harris, S.L. en C.A. Pigott, 1997, 'Regulatory reform in the financial services industry: Where have we been? Where are we going?', *Financial Market Trends*, 67, blz. 31-96
- Hayek, F.A., 1978, *Denationalization and Money - The Argument Refined: An Analysis of the Theory and Practice of Concurrent Currencies*, (2nd edition), Institute of Economic Affairs, Londen
- Honohan, P., 1997, 'Banking system failures in developing and transition countries: Diagnosis and prediction', *BIS Working Papers 39*, BIS, Basel
- Huizinga, H.P., 1997, 'Belastingharmonisatie in de EMU', in: H. Jager (red.), *De EMU in Breed Perspectief*, Preadviezen van de Koninklijke Vereniging voor de Staathuishoudkunde, Lemma, Utrecht, blz. 71-99
- James, H., 1996, *International Monetary Cooperation since Bretton Woods*, Oxford University Press, New York en Oxford
- Kane, E.J., 1977, 'Good intentions and unintended evil', *Journal of Money, Credit, and Banking*, 9, blz. 55-69
- Kane, E.J., 1987, 'Competitive financial reregulation: an international perspective', in: R. Portes, A.K. Swoboda (ed.), *Threats to International Financial Stability*, CEPR & Cambridge University Press, Cambridge, blz. 111-145
- Kindleberger, C.P., 1987, *International Capital Movements*, Cambridge University Press, Cambridge
- Kindleberger, C.P., 1993, *A Financial History of Western Europe*, (2nd edition), Oxford University Press, New York en Oxford
- Kregel, J.A., 1975, *The Reconstruction of Political Economy: An Introduction to Post-Keynesian Economics*, (2nd edition), MacMillan, Londen
- Kregel, J.A., 1990, 'The formation of fix and flex prices and monetary theory: An appraisal of John Hicks' A Market Theory of Money', *BNL Quarterly Review*, 175, blz. 475-486
- Lindgren, C., G. Garcia en M. Saal, 1996, *Bank Soundness and Monetary Policy*, IMF, Washington D.C.

- Minsky, H.P., 1982, 'The financial instability hypothesis: Capitalist processes and the behaviour of the economy', in: C.P. Kindleberger, J.-P. Lafargue (eds.), *Financial Crises: Theory, History, and Policy*, Cambridge University Press, Cambridge, blz. 13-47
- O'Brien, R., 1992, *Global Financial Integration: The End of Geography*, Pinter, Londen
- Posner, R.A., 1974, 'Theories of economic regulation', *Bell Journal of Economics and Management Science*, 5, blz. 335-358
- Roijs, G.P.L. van, 1995, *Banken, Euromarkten en Financiële Innovaties*, tweede editie, NIBE, Amsterdam
- Schoenmaker, D., 1992, 'Internationale bankregulering', *Economisch Statistische Berichten*, 77, blz. 692-695
- Scholtens, L.J.R., 1991, 'BCCI en banktoezicht', *Economisch Statistische Berichten*, 76, blz. 892-893
- Scholtens, L.J.R., 1993, *Het Geld en de Stad. Over de Ontwikkeling van Internationale Financiële Centra*, Amsterdam University Press, Amsterdam
- Selgin, G.A., 1988, *The Theory of Free Banking. Money Supply under Competitive Note Issue*. Rowman & Littlefield, Totowa, N.J.
- Stigler, G.J., 'The theory of economic regulation', *Bell Journal of Economics and Management Science*, 2, blz. 3-21
- Stiglitz, J.E., 1991, *Government, Financial Markets, and Economic Development*, NBER Working Paper No. 3669
- Summers, B., 1995, 'Risk management in national payment systems', in: H.J. Blommestein, K. Biloft (eds.), *The New Financial Landscape. Forces Shaping the Revolution in Banking, Risk Management and Capital Markets*, OECD, Parijs, blz. 253-280
- Sundararajan, V. en T.J.T. Baliño (eds.), 1991, *Banking Crises: Cases and Issues*, IMF, Washington D.C.
- Wensveen, D.M.N. van, 1997, *Het Europese Bankwezen op weg naar de Europese Monetaire Unie*, NIBE, Amsterdam
- White, L.J., 1984, *Free Banking in Britain: Theory, Experience, Debate, 1800-1845*, Cambridge University Press, New York
- White, L.J., 1987, *The S&L Debacle. Public Policy Lessons for Bank and Thrift Resolution*, Oxford University Press, New York en Oxford
- White, W.R., 1996, *International Agreements in the Area of Banking and Finance: Accomplishments and Outstanding Issues*, BIS Working Paper 38, BIS, Basel
- World Bank, 1997, *Private Capital Flows to Developing Countries. The Road to Financial Integration*, Oxford University Press, New York en Oxford