

Het belang van de financiële sector en van overheidsbemoeienis hiermee

Voordat een zinnig antwoord kan worden geformuleerd op de vraag welke regulering van de financiële sector gewenst is, moet men bedenken wat de toegevoegde waarde ervan is. De gangbare statistieken lijken deze sterk te overschatten: de statistieken drukken ontvangsten uit en niet de werkelijke productie, en de verworven inkomstenstijgingen volgen waarschijnlijk meer uit toegenomen overdrachten dan uit toegenomen waardeschepping. Dit onderstreept dat men de potentiële schade door regulering niet moet overdrijven.

WOUTER DEN HAAN

Hoogleraar aan de London School of Economics en Centre for Macroeconomics

Banken hebben bewezen tot de meest risicovolle economische instituties te behoren die de mensheid kent. Het falen van het bankwezen vormt de kern van het merendeel van de financiële crises. En banken zijn ook buitengewoon effectief in het verspreiden van de financiële ellende – als die zich eenmaal in gang is heeft gezet – van de ene plek naar de andere.” Deze woorden stonden op 3 mei 2003 in *The Economist*, een aantal jaren voordat de recente financiële crisis uitbrak. Het citaat toont aan dat we al heel goed begrepen dat de financiële sector erg riskant is en dat ellende in the financiële sector schade toebrengt aan de rest van de economie. Want er waren talloze financiële catastrofes geweest en een aantal ervan hadden plaatsgevonden in ontwikkelde landen, zoals de bankencrisis die de grote depressie van de jaren dertig van de vorige eeuw inleidde en talloze landen over de hele wereld trof,

het Amerikaanse *Savings and Loans*-debacle van de jaren tachtig, de Zweedse bankencrisis van begin jaren negentig, het uiteenspatten van de Japanse activa-zeepbel in de jaren negentig, en de ineensstorting van het Langetermijnkapitaalmanagement in 1998.

Een aantal van deze crises hebben tot nieuwe wet- en regelgeving geleid om de veiligheid en stabiliteit van de financiële sector te vergroten. De Amerikaanse bankencrisis van de jaren dertig, bijvoorbeeld, resulteerde in de implementatie van de Glass-Steagall Act, die het commerciële banken verbood om zich bezig te houden met zakenbankieren en ook het depositogarantiestelsel invoerde. De financiële crises van de jaren tachtig en negentig leidde ook in diverse andere landen tot de invoering van het depositogarantiestelsel. Toen de Verenigde Staten in 1934 de depositogarantie instelde, was dit het eerste land dat hiertoe overging. In 1980 hadden echter zestien landen zo'n regeling. In de volgende twee decennia verviervoudigde dit aantal na de financiële crises van de jaren tachtig en negentig (Demirgüç-Kunt *et al.*, 2005). Deze crises maakten ook duidelijk dat – als gevolg van een gestage afname gedurende de afgelopen eeuw – het kapitaalniveau van de banken gevaarlijk daalde, hetgeen vele landen motiveerde om het Baselakkoord, een aantal aanbevelingen ter regulering van de banken, te aanvaarden.

Op dezelfde wijze heeft de recente financiële crisis diverse landen gemotiveerd nieuwe wet- en regelgeving in te voeren om zo financiële instituties veiliger te maken en macro-prudentiële maatregelen te nemen ter bescherming van het algehele financiële systeem. (Claessens en Kodres, 2014; Galati en Moessner, 2011). Meer wetgeving zal waarschijnlijk nog volgen. Bankiers klagen over de toenemende bureaucratie en stellen dat een verdere regulering sommige bankactiviteiten onrendabel zal maken, dat bankiers er al te risicoavers door zullen worden, dat het banken zal belemmeren in hun mogelijkheid om geld aan bedrijven te lenen, wat dan allemaal zal leiden tot een afname van de econo-

mische groei. De bankenlobby laat duidelijk zijn tanden zien, want sommige nieuwe wetgeving is alweer herroepen. Bijvoorbeeld, in 2014, diende het Amerikaanse congreslid Kevin Yoder een wijziging op een wetsontwerp in, die ook werd aangenomen en zo de banken met een federaal depositogarantiestelsel in staat stelde om in een aantal financiële securities te investeren die slechts vier jaar daarvoor waren verboden door de Dodd-Frank Act voor financiële hervorming. Dit amendement was gedeeltelijk ontleend aan wetgeving die in 2013 was voorgesteld door Citigroup, en die de *New Yorker* bewoog om te schrijven: “Citigroup verhuist zijn hoofdkwartier naar het Capitool.” (Borowitz, 2013)

Dus de miljoen-dollarvraag – in feite de biljoen-dollarvraag – is of de nieuwe regels voldoende zijn om ons te beschermen tegen een volgende instorting van de financiële sector, zonder dat dit het vitale bloed uit onze economieën perst, en of deze nieuwe regels niet te begroetelijk en te bureaucratisch zijn en dus ons economisch welzijn ernstig zullen bedreigen. In de rest van dit verslag zal ik nu kort schetsen waarom overheidsbemoeyenis met de financiële sector een absolute noodzaak is. Vervolgens zal ik me richten op de vraag of meer en strengere wetgeving wat betreft de financiële sector het risico met zich meebrengt dat we de kip met de gouden eieren slachten. Als eerste element van mijn redenering bij het beantwoorden van de tweede vraag wil ik wijzen op het feit dat de kip helemaal geen gouden eieren legt. Ik denk dat dit ook geldt voor landen als Nederland, het Verenigd Koninkrijk en de VS, waar een aanzienlijk deel van het bbp en zelfs een groter deel van de ondernemingswinsten door de financiële sector worden gegenereerd. Het tweede element van mijn argumentatie richt zich op het door bankiers gemaakte punt dat de nieuwe wetgeving (reeds geïmplementeerd of alleen maar voorgesteld) te bureaucratisch is. Wat dit betreft ben ik het volledig met de bankiers eens, hoewel ze hoogst waarschijnlijk mijn oplossing voor dit probleem niet zullen zien zitten.

DE NOODZAAK VAN OVERHEIDSBEMOEIENIS

Overheidsbemoeyenis met de financiële sector neemt een aantal vormen aan. De belangrijkste daarvan is de wetgeving die toeziet op het soort activiteiten dat commerciële banken mogen ontplooiën – bijvoorbeeld of ze zich met zakenbankieren mogen bezighouden – en ook de wetgeving die de relaties specificereert tussen de posten op de balansen van banken, en die bijvoorbeeld banken tot regels verplichten om voldoende hoge kapitaalbuffers aan te houden teneinde het hoofd te kunnen bieden aan risicovolle activa. De recente crisis heeft ook het belang aangetoond van wetgeving die tot doel heeft om de compensatie van bank-employees, vooral bonussen, te beperken, en van wetgeving die het topmanagement persoonlijk verantwoordelijk stelt. Een voorbeeld is de recent ingestelde EU-verordening die bonussen beperkt tot tweemaal het vastgestelde salaris en vereist dat veertig procent van een bonus binnen de drie jaar wordt opgenomen.

Vertrouwen

Waarom is het belangrijk dat we de financiële sector reguleren? Het sleutelement bij zowel het beantwoorden van deze vraag als bij het begrijpen van de financiële sector is

dat je je realiseert dat deze stoelt op vertrouwen en ook inherent kwetsbaar en instabiel is. De reden is dat veel van de bankschulden direct of heel snel kunnen worden ingetrokken, en dat dit niet voor de activa van de banken geldt. Deze mismatch van vervaldata is traditioneel de manier waarop banken winst maken. Een ander centraal aspect is dat diverse kernactiviteiten van de financiële sector – zoals het aanbieden van betaalrekeningen en het kanaliseren van spaartegoeden om bedrijfsinvesteringen en consumentleningen te bekostigen – onontbeerlijk zijn voor het functioneren van elke moderne economie. Als financiële instituties het slecht doen dan lijden ook hun klanten daarvoor, wat vervolgens weer de reële activiteiten negatief beïnvloedt. Zo documenteren Peek en Rosengren (2000) het feit dat de Japanse bankencrisis van begin jaren negentig het onroerendgoedsysteem negatief beïnvloedde in de Amerikaanse regio's waar er een hoge penetratiegraad van Japanse banken was. Betekent dit dan dat de overheid moet ingrijpen? Is het niet in het eigen belang van de financiële instituties om zelf naar veilige strategieën te streven en om het catastrofe-risico te beperken? Tot op zekere hoogte is dit inderdaad het geval. Maar het probleem is dat financiële instituties zich niet volledig rekenschap geven van de mogelijke negatieve gevolgen van riskante strategieën. Beperkte aansprakelijkheid beschermt banken en hun leidinggevenden tegen groot neerwaarts risico. Bovendien is het niet waarschijnlijk dat banken rekening houden met de kosten voor de belastingbetalers als ze gered moeten worden, noch met de kosten voor de marktpartijen als de markten vastlopen en liquiditeit opdroogt, noch met de kosten voor hun cliënten als de bank bankroet gaat. Deze externaliteiten zijn vooral problematisch voor ons huidige financiële systeem, dat een extreme onderlinge verwevenheid kent en gedomineerd wordt door een paar hele grote spelers.

Type regulering

Hoewel maar heel weinigen ervoor pleiten dat de financiële sector niet gereguleerd wordt, is er zeker een intens debat over het type regulering, of het niet te zeer een inbreuk vormt en hoe dit geïmplementeerd dient te worden. Een interessant voorbeeld dat de meningsverschillen onderstreept, is de recente discussie over *financial capture* die ontstaat als toezichthouders te nauw verbonden zijn met de instituties die ze reguleren (Hiltzik, 2015). Eerder dit jaar argumenteerde de doorknede topbankier H. Rodgin Cohen dat “het hedendaagse reguleringsmilieu het meest overspannen, confronterende en sceptische is dat ik ooit in mijn carrière heb meegemaakt”. Op ongeveer hetzelfde tijdstip hield Janet Yellen, voorzitter van de Federal Reserve, een toespraak waarin zij het tegenovergestelde te berde bracht en waarschuwde dat de banken-reguleerders nog steeds niet streng genoeg zijn en ook dat er “tastbare belangenconflicten zijn – bijvoorbeeld de verwachting die overheidsambtenaren mogelijk zouden kunnen koesteren aangaande toekomstige beloningen vanuit de bedrijfstak waarop zij toezicht houden.”

DE TOEGEVOEGDE WAARDE

Dan het tweede punt: wat is de toegevoegde waarde van de financiële sector? Een belangrijk element in de argu-

menten die de financiële sector naar voren brengt, is dat de bijdrage ervan aan onze economieën groot is en dat een al te bureaucratische en ingrijpende regulering schadelijk is, niet alleen voor de sector zelf maar ook voor de rest van de economie. Zoals hierboven al is aangegeven, is het absoluut zo dat onze moderne leefwijze ondenkbaar zou zijn zonder een goed functionerende financiële sector. Maar hoeveel draagt die sector nu eigenlijk bij? En is die bijdrage zo groot als sommige statistieken suggereren? Om deze vraag te beantwoorden heb ik een debat georganiseerd op VOX, het beleidsportaal van het Centre of Economic Policy Research (www.voxeu.org). Met name vroeg ik een aantal wetenschappers om licht te werpen op de vraag: waarom hebben we een financiële sector nodig? Dit debat deed bij mij de mening postvatten dat – hoewel de kerntaken van de sector onontbeerlijk zijn – de waarde van de financiële sector als geheel wordt overdreven. In het navolgende zal ik dit debat samenvatten.

Statistieken

Ten eerste wil ik graag wat statistieken melden. Uiteenzettingen over de nationale inkomensrekeningen geven aan dat in diverse landen de financiële instituties verantwoordelijk zijn voor een belangrijk segment van wat er wordt geproduceerd. Een standaardmanier om de bijdrage van een sector aan het bbp te meten, is om de toegevoegde waarde ervan te berekenen, dat wil zeggen het verschil tussen de waarde van de geproduceerde producten minus de waarde van de producten die bij de productie gebruikt worden. Deze ‘toegevoegde waarde’ wordt gedistribueerd als inkomsten of geherinvesteerd binnen de financiële sector. De financiële sector in de VS produceerde in de jaren vijftig van de vorige eeuw twee procent van het Amerikaanse bbp, maar dit cijfer is gestegen tot ongeveer acht procent (tenzij anders vermeld, komen de cijfers in deze alinea uit Haldane, 2010). De Britse financiële sector genereerde negen procent van de totale toegevoegde waarde gedurende het laatste kwartaal van 2008, terwijl dit in 1970 slechts vijf procent was. Voor de crisis was 4,6 procent van alle werknemers in dienst van de Nederlandse financiële sector en werd er zes procent bijgedragen aan het bnp. Wat betreft de individuele regio's kan de bijdrage zelfs hoger zijn. Bijvoorbeeld in Amsterdam was elf procent van alle werknemers vlak voor de crisis in dienst van de financiële sector en werd er 22,5 procent aan de regionale output bijgedragen (Nederlandse cijfers zijn uit de factsheet van december 2007 van de Amsterdamse Dienst Onderzoek en Statistiek). Een toename van de input (kapitaal en arbeid) is slechts een deel van het verhaal achter de forse groei van de financiële sector. De toegevoegde waarde *per werknemer* is ook substantieel gegroeid. Weale (2009) vermeldt dat in 2007 de inkomsten per employé in de financiële sector van het Verenigd Koninkrijk 2,1 keer het gemiddelde inkomen per werknemer bedroegen. Philippon en Reshef (2008) tonen aan dat de stijging van de premies die werknemers in de financiële sector ontvingen, gerelateerd is aan de financiële deregulatie. De versterkte positie van de financiële sector wordt zelfs nog duidelijker wanneer we kijken naar bedrijfswinsten. In de eerste paar decennia na de Tweede Wereldoorlog bedroegen de winsten in de Amerikaanse fi-

nanciële sector zo rond de 1,5 procent van de totale winst. Aan het begin van de recente crisis was dit cijfer zelfs opgelopen tot 15 procent.

Ontvangsten versus productie

Zonder twijfel wijzen deze cijfers erop dat de belanghebbenden in de financiële sector (werknemers en investeerders) een aanzienlijke portie van het bbp *ontvangen*. Maar de cijfers impliceren niet noodzakelijkerwijs dat de sector deze hoeveelheid ook *produceert*, noch impliceren ze dat de feitelijke waarde van wat de sector produceert flink gestegen zou zijn tijdens de naoorlogse periode. Om te begrijpen waarom er een verschil kan zijn tussen de *ontvangen* inkomsten en de waarde van wat er *geproduceerd* wordt, moeten we naar het volgende voorbeeld kijken. Stel dat de productiesector grondstoffen kan kopen tegen een lagere prijs omdat de onderhandelingsmacht ervan is toegenomen. Stel ook dat de productie exact hetzelfde blijft als voorheen, dat wil zeggen: geen veranderingen in termen van kwaliteit of kwantiteit. In de nationale rekeningen zou dit worden opgenomen als een toename van toegevoegde waarde gegenereerd door de productiesector. De waarde van de sector die de grondstoffen aanlevert, zou afnemen aangezien de inkomsten aldaar gezakt zijn. Er is dus duidelijk een overdracht van inkomsten van de ene sector naar de andere geweest, maar voor de economie als geheel is er niets veranderd. En het zou verkeerd zijn om te stellen dat de productiesector meer waarde voor de economie genereert wanneer dat komt door een toename van hun onderhandelingsmacht.

Het is moeilijk om de toegevoegde waarde te meten in de dienstensector, want het begrip ‘product’ is hier lastig te definiëren. Dit geldt in het bijzonder voor de bankensector, waarvan een belangrijke activiteit het uitlenen is van kapitaal dat afkomstig is van derden. Vooral als er risico in het spel is, is het niet onbelangrijk om vast te stellen hoeveel van het verschil tussen de rentetarieven en de kapitaalkosten nu feitelijk de gecreëerde waarde is. Een andere moeilijkheid is dat de meeste door de financiële sector in het leven geroepen producten geen direct nut verschaffen. Betaalpasjes bijvoorbeeld worden door de bank geleverd, niet omdat ze er mooi uitzien (hoewel sommige dat inderdaad doen) maar omdat ze een vorm van dienstverlening zijn. Een mogelijkheid is om te onderzoeken hoe de verschillen in de financiële sectoren binnen de diverse landen samenhangen met waardevolle kenmerken zoals de conjunctuur, betere consumptiepatronen gedurende het leven, en innovatieve ondernemingen die niet met financieringsbeperkingen worden geconfronteerd (Popov en Roosenboom, 2009).

Wat we weten

Hoewel de bijdrage van de sector niet makkelijk meetbaar is, zijn er een paar dingen die we wel weten. Ten eerste, de financiële sector zorgt voor nuttige diensten. Dat wil zeggen dat de toegevoegde waarde van de sector positief zou moeten zijn. Ten tweede, de toegevoegde waarde van de financiële sectoren, vastgelegd in de nationale rekeningen, is vermoedelijk in de jaren voorafgaand aan de grote recessie overgewaardeerd. De financiële sector onttrok gigantische bedragen aan de rest van de economie om ondoorzichtige

securities te creëren die zo complex waren dat slechts een enkeling begreep hoe riskant ze waren. Als de tarieven (prijzen) de echte waarde van de producten accuraat hadden weerspiegeld, dan hadden sommige van die prijzen negatief moeten zijn, aangezien veel van die producten niet van nut waren, noch voor de koper noch voor de maatschappij.

Overdrachten of toevoegingen

Hoewel de financiële sector sinds het uitbreken van de crisis in de schijnwerpers staat en er een flink debat woedt over governance in de sector, is er heel weinig discussie over de vraag of de inkomstenstijging die de financiële sector heeft verworven een beloning is voor een toename in gecreëerde waarde of dat het hier vooral gaat om een toename van overdrachten die de financiële sector ontvangt vanuit de rest van de economie. Het volgende voorbeeld licht het verschil toe. Een paar jaar geleden maakte ik 10.000 euro over van een Nederlandse eurorekening naar een eurorekening van een Britse bank. Die overmaking kostte me 455 euro. De reden is dat ze eerst de euro's omwisselden naar ponden en daarvoor een provisie rekenden, en daarna de ponden weer terugwisselden naar euro's en daarvoor ook een provisie rekenden. Volgens de nationale boekhouding genereerde deze transactie 455 euro aan toegevoegde waarde, omdat het zogenaamd een waarde van 455 euro opleverde aan dienstverlening. Hoewel deze transactie duidelijk voor mij wel enige waarde had, was het grootste deel van de provisie geen toegevoegde waarde, maar simpelweg een overmaking van mij aan de financiële sector.

Men zou kunnen denken dat een goed begrip van welke bijdrages de financiële sector en vooral de banken kunnen leveren essentieel is alvorens een discussie aan te gaan hoe deze sector te reguleren. Als de sleutelementen in de financiële sector die groei entameren relatief simpele taken zijn, dan was er geen reden om te vrezen dat, bijvoorbeeld, een verhoging van de kapitaaleisen negatieve gevolgen zou hebben voor de economie. Dan zou het logischer zijn om zich zorgen te maken of er wel voldoende concurrentie is, zodat we niet heel veel hoeven te betalen voor relatief simpele handelingen. Maar als aanhoudende economische groei vereist dat een creatieve financiële sector in staat is om complexe taken te verrichten, dan moeten we zorgen dat regulering deze sector niet zal gaan ondermijnen.

In abstracte zin weten we welke rollen de financiële instituties vervullen. In het bijzonder vermijden financiële instituties duplicatie bij zowel het monitoren van leningen als informatie-inwinning, dragen ze bij aan een soepel verloop van de consumptie, en verschaffen ze liquiditeit (Gorton en Winton, 2003). Er zijn vele prettige omschrijvingen van in de financiële sector uitgevoerde activiteiten die moeilijk overeen te brengen zijn met de prijzenswaardige taken uit de economische handboeken (Lewis, 1989; Lowenstein, 2000; Partnoy, 1997). Bovendien, weten wat in theorie de taken van de financiële sector zijn, vertelt ons nog niet of deze taken efficiënt en voor de juiste prijs uitgevoerd worden. Ook vertelt het niet waarom de inkomsten die de financiële sector geniet zo veel zijn toegenomen. Want zoals Philippon (2008) betoogt, werd er in de jaren zestig van de vorige eeuw een buitengewone economische groei gerealiseerd door een kleine financiële sector. Is het nu moeilijker

geworden om informatie in te winnen zodat we nu meer middelen aan de financiële sector moeten toewijzen?

Empirische bewijzen

Sommige artikelen in de literatuur richten zich op de hier gestelde vragen. Chari en Kehoe (2009) maken gebruik van Amerikaanse data op bedrijfsniveau en constateren dat het bedrag dat er aan investering wordt uitgegeven de hoeveelheid intern beschikbare fondsen overtreft (inkomsten minus lonen minus materiaalkosten minus interestbetalingen minus belastingen) wat betreft slechts zestien procent van alle bedrijven die er bekeken zijn. Als investeringen in principe uit de eigen fondsen van de firma's bekostigd konden worden, dan wordt de rol van de financiële bemiddelaars vanzelfsprekend minder belangrijk. Haldane (2010) behandelt gedetailleerd de inkomsten van de financiële sector en concludeert dat *“de illusie van risico, meer dan een productiviteitswonder de drijfveer geweest blijkt te zijn van het hoge rendement voor de financiële sector”*. Philippon en Reshef (2008) bestuderen de lonen die er in de financiële sector verdiend worden en concluderen dat een groot deel van het geconstateerde loonverschil tussen de financiële sector en de rest van de economie niet te verklaren valt door aantoonbare zaken zoals bekwaamheidsverschillen, maar waarschijnlijk ontstaat door de aanwezigheid van surpluswinst.

Daarentegen zijn er ook aanwijzingen voor een positief effect van de diepte van financiële markten op economische groei. Philippon (2008) stelt dat een groei van het type bedrijven dat investeert (dus jonge bedrijven) een deel van het toegenomen inkomstenaandeel van de financiële sector kan verklaren; de toename van het inkomstenaandeel in de jaren nul blijft niettemin raadselachtig. Ook Popov en Smets (2011) kunnen een deel van de groei verklaren. Zij argumenteren dat diepere financiële markten in de VS, in vergelijking met die op het Europese continent, grotendeels verantwoordelijk zijn voor de sterkere productiviteitstoename en het snellere tempo van industriële innovatie. Een bewijsstuk dat deze visie ondersteunt, is de empirische studie van Popov en Roosenboom (2009) die constateren dat een betere toegang tot privévermogen en durfkapitaal een positieve invloed hebben op het aantal patenten.

Den Haan en Sterk (2011) heroverwegen de populaire hypothese dat innovaties in de financiële markten het makkelijker zouden moeten maken voor financiële instituties om de conjunctuur te versoepelen. Het idee van deze hypothese is dat een betere toegang tot bankfinanciering ervoor zorgt dat consumenten en bedrijven geen beslissingen hoeven te nemen die slecht voor de economie als geheel zijn, zoals het ontslaan van werknemers of het uitstellen van aankopen wat vervolgens tot nog meer ontslagen zou kunnen leiden. Den Haan en Sterk (2011) analyseren in detail het gedrag van consumentleningen en reële activiteiten, en denken niet dat er enig bewijs is voor de hypothese dat financiële innovaties de conjunctuur drukken, zelfs als men de recente crisis buiten beschouwing laat.

TOT SLOT

Samengevat is er dus wel wat maar niet veel bewijs dat de nieuwe activiteiten die de financiële sector in de afgelopen

decennia heeft ontplooid en die de voornaamste stuwervormen van de groei in deze sector, cruciaal zijn voor de economie als geheel. Dit suggereert dat regulering niet zo slecht kan zijn voor de algehele economie, zolang de financiële sector maar doorgaat met het uitvoeren van zijn *kern*-taken, zoals het kanaliseren van fondsen van spaarders naar investeerders en het verschaffen van controleerbare deposito's. In landen zoals het Verenigd Koninkrijk en Nederland, met grote financiële sectoren, komen veel van de inkomsten gegenereerd door de financiële sector uit het buitenland. Zelfs wanneer deze inkomsten slechts deels zijn toe te schrijven aan het genereren van waarde en voor de rest simpelweg aan de financiële sector die een portie van het activiteitsurplus ontvangt dat buiten de financiële sector wordt gegenereerd, dan nog zou men kunnen redeneren dat dit ten goede komt aan de landelijke economie en dat het slecht is als regulering ertoe zou leiden dat financiële instituties uitwijken naar landen met minder stringente

regulering. Aangezien vertrouwen echter zo zeer een sleutelement binnen de financiële sector vormt, zou het me verbazen als financiële instituties naar het buitenland vertrekken om regulering te ontlopen die geïmplementeerd is om de financiële sector te beschermen, aangezien dat ernstige schade zou berokkenen aan de reputatie van de financiële institutie.

Een ander argument dat de financiële sector heeft aangevoerd tegen zowel recent geïmplementeerde als voorgestelde regulering, is dat het erg bureaucratisch is en dat om het uit te voeren er duizenden extra compliance officers nodig zijn. Dit is een goed punt. De Dodd-Frank Act uit 2010 beslaat 2300 pagina's, terwijl de Glass-Steagall Act uit 1933 er maar 37 telt. De toezichhouders hebben gereageerd op de aanwezigheid van een zeer complexe en intransparante financiële sector door het implementeren van een navenant complexe en intransparante wetgeving. Dit is een spel dat de toezichhouders waarschijnlijk gaan verliezen. Het is moeilijk te geloven dat we het risico van financiële crises serieus kunnen beperken wanneer de financiële sector een labyrintisch systeem blijft van instituties en activiteiten. Dit te veranderen mag dan moeilijk zijn, maar de sector wordt waarschijnlijk veel begrijpelijker als financiële instituties een stuk kleiner zijn. De naoorlogse periode heeft duidelijk gemaakt dat relatief kleine banken zeer goed in staat zijn om zich van de essentiële banktaken te kwijten en dat er weinig bewijsmateriaal is dat alle andere taken die banken op zich hebben genomen zo veel waarde genereren voor de rest van de economie.

Steve Hilton (2015), voormalig adviseur van David Cameron, schrijft in zijn recente boek: "Ons wordt verteld: de dingen worden beter, het bbp stijgt! Big Government staat zij aan zij met ons, samen met Big Business en Big Energy en Big Food en Big Tech en Big Media, en brengt ons allemaal Big Savings! Big Value! Maar het probleem is: we zijn niet Big. We zijn in feite nogal klein. We zijn over het algemeen het gelukkigst als we met elkaar kunnen omgaan op een menselijke manier. We functioneren het beste als de dingen op een menselijke maat zijn georganiseerd." Hilton erkent dat er behoorlijk wat activiteiten zijn die beter op een grote schaal kunnen plaatsvinden. Maar hij heeft zeker gelijk als hij erop wijst dat groot zijn ook kosten met zich meebrengt. Bovendien als er één plek ter wereld is waar Steve Hiltons bezorgdheid helemaal terecht is dan is het wel de financiële sector, waar de link tussen ondernemingsactiviteiten en klantenbehoeften vaak moeilijk te begrijpen is en de afstand tussen bankmanagers en zowel klanten als werknemers zo groot is dat men zich niet hoeft te verbazen dat dit een intransparante sector is – waarin de focus niet op de klant ligt, waar individuele werknemers posities kunnen innemen die het bestaan van de institutie bedreigen, en handelaars de rentevoet van sleutelmarkten kunnen manipuleren zoals het recente Liborschandaal maar al te duidelijk heeft aangetoond.

LITERATUUR

- Borowitz, A. (2013) *New Yorker*, 13 december.
- Chari, V.V. en P.J. Kehoe (2009) *Confronting models of financial frictions with the data*. Publicatie op research.stlouisfed.org.
- Claessens, S. en L. Kodres (2014) The regulatory responses to the global financial crisis: some uncomfortable questions. *IMF Working Paper*, 14(46).
- Demirgüç-Kunt, A., B. Karacaovali en L. Laeven (2005) Deposit insurance around the world: a comprehensive database. *World Bank Policy Research Working Paper*, 3628.
- Galati, G. en R. Moessner (2011) Macroprudential policy – a literature review. *BIS Working Papers*, 337.
- Gorton, G. en A. Winton (2003) Financial intermediation. In: G.M. Constantinides, M. Harris en R.M. Stulz (red.), *Handbook of the Economics of Finance*, edition 1, volume 1, chapter 8. Amsterdam: Elsevier, 431–552.
- Haan, W.J. den, en V. Sterk (2011) The myth of financial innovation and the great moderation. *The Economic Journal*, 121(553), 707–739.
- Haldane, A. (2010) *The contribution of the financial sector – miracle or mirage?* Publicatie op www.bis.org.
- Hilton, S. (2015) *More human: designing a world where people come first*. Londen: WH Allen.
- Hiltzik, M. (2015) *Los Angeles Times*, 20 maart.
- Lewis, M. (1989) *Liar's poker: rising through the wreckage on Wall Street*. New York: W.W. Norton & Company, New York.
- Lowenstein, R. (2000) *When genius failed: the rise and fall of Long-Term Capital Management*. New York: Random House.
- Partnoy, F. (1997) *F.I.A.S.C.O.: blood in the water on Wall Street*. New York: W.W. Norton & Company.
- Peek, J. en E.S. Rosengren (2000) Collateral damage: effects of the Japanese bank crisis on real activity in the United States. *American Economic Review*, 90(1), 30–45.
- Philippon, T. (2008) *The evolution of the US financial industry from 1860 to 2007: theory and evidence*. Manuscript New York University.
- Philippon, T. en A. Reshef (2008) *Wages and human capital in the U.S. financial industry: 1909–2006*. Manuscript New York University en University of Virginia.
- Popov, A. en P. Rosenboom (2009) Does private equity investment spur innovation. *ECB Working Paper Series*, 1063.
- Popov, A. en F. Smets (2011) *Financial markets: productivity, procyclicality, and policy*. Intern werkdocument. Frankfurt: European Central Bank.