

Toekomst van de financiële sector in Europa

De toekomst voor de financiële sector in Europa laat zich in scenario's schetsen. Op korte termijn veroorzaakt de crisis een terugval in Europese activiteiten. Voor de langere termijn ligt er een politieke keuze: nationaal toezicht met nationale financiële instellingen, of Europees toezicht met Europese financiële instellingen.

Door de Europese interne markt zijn Europese banken en verzekeraars ontstaan. Daar hoort Europees toezicht en crisismanagement bij. Het crisismanagement heeft zich echter langs nationale lijnen afgespeeld. De Franse president Sarkozy heeft afgelopen oktober succesvol een crisisplan opgesteld om de reddingsacties van de nationale overheden te coördineren, maar de verantwoordelijkheid voor en uitvoering van de reddingsacties zijn volledig nationaal gebleven. Er zijn verschillende gevolgen van de crisis voor de inrichting van de financiële sector te noemen. Op korte termijn hergroeperen de banken en verzekeraars zich langs nationale lijnen. Dat betekent een afname van grensoverschrijdende activiteiten in de Europese Unie (EU). Voor de langere termijn staan de beleidsmakers voor een fundamentele keuze: hetzij toezicht en crisisbestrijding naar Europees niveau overhevelen, hetzij toezicht en crisismanagement nationaal houden. In het eerste scenario sluit het beleid aan bij de Europese oriëntatie van de financiële sector zelf en zullen na de crisis de Europese activiteiten weer worden uitgebreid. In het tweede, nationale, scenario wordt de herinrichting van de financiële sector langs nationale lijnen bestendig. Ieder land heeft dan zijn eigen nationale banken.

DIRK SCHOENMAKER
Decaan van Duisenberg
school of finance

SINDS 1916

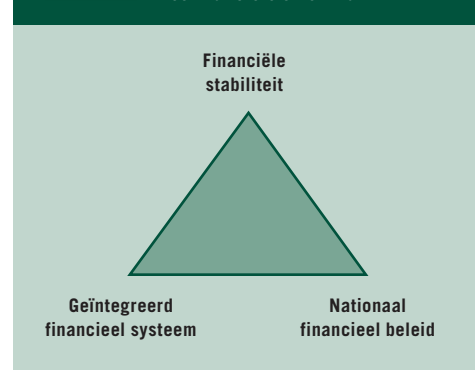
Het financiële trilemma

Het financiële trilemma vormt de theoretische onderbouwing van deze fundamentele beleidskeuze (Schoenmaker, 2009). Dit trilemma zegt dat financiële stabiliteit, een geïntegreerd internationaal financieel systeem en nationaal financieel beleid niet samengaan. Iedere combinatie van twee van deze drie beleidsdoelstellingen is mogelijk, maar niet alle drie tegelijk. De overheid moet één doelstelling opgeven. In een geïntegreerd financieel systeem met grensoverschrijdende effecten moeten overheden bijvoorbeeld kiezen tussen de doelen van nationaal financieel beleid en financiële stabiliteit. Bij de keuze voor nationaal beleid kan de beslissing van het ene land negatieve gevolgen hebben voor de financiële stabiliteit in andere landen vanwege de grensoverschrijdende effecten. Financiële stabiliteit komt dus onder druk te staan. Bij de keuze voor financiële stabiliteit is er geen ruimte meer voor nationaal beleid, maar moeten de overheden beleid op Europees niveau uitvoeren. Figuur 1 geeft het financiële trilemma weer.

Het financiële trilemma is gebaseerd op het klassieke trilemma uit het monetaire beleid,

Figuur 1

Het financiële trilemma.



dat zegt dat vaste wisselkoersen, kapitaalmobiliteit en nationaal monetair beleid niet tegelijkertijd kunnen worden gerealiseerd (Mundell, 1963). Zelfs een sterke vorm van coördinatie van nationaal beleid in het Europees Monetair Stelsel bleek onvoldoende om de vaste wisselkoersen te handhaven. De wisselkoerscrisis van september 1992 heeft beleidsmakers met deze boodschap geconfronteerd. In Europa is het monetaire trilemma opgelost met de oprichting van de Europese Centrale Bank (ECB) in 1998. Het supranationale monetaire beleid van de ECB maakt de combinatie van vaste wisselkoersen, waarbij de nationale munten zijn omgezet in één munt, de euro, en kapitaalmobiliteit wel mogelijk.

Financiële stabiliteit

Bij het financiële trilemma is de doelstelling van financiële stabiliteit het equivalent van vaste wisselkoersen uit het monetaire trilemma. De ECB verstaat onder financiële stabiliteit een conditie waarin het financiële systeem, bestaande uit financiële instellingen, markten en infrastructuur, schokken kan weerstaan zonder dat de allocatie van besparingen naar winstgevendende investeringsprojecten in gevaar komt. Hier ligt de nadruk op de capaciteit van financiële instellingen om financiële diensten, zoals betalingsverkeer en kredietverlening, ongestoord te verlenen. Deze overwegingen liggen ten grondslag aan de reddingsoperaties van de overheden wereldwijd. Zij waren bang voor een scenario van omvallende banken, waardoor het betalingsverkeer en de kredietverlening tot stilstand zouden komen. De economische crisis was dan nog dieper geweest.

Financiële stabiliteit is een publiek goed waarvan niemand kan worden buitengesloten en waarbij de consumptie door de een niet ten koste gaat van de consumptie door de ander. De financiële crisis heeft duidelijk gemaakt dat financiële stabiliteit een publiek goed is dat door overheden internationaal moet worden aangepakt. Zowel op mondiaal niveau, bijvoorbeeld door het IMF en de G20, als op Europees niveau is op de financiële crisis gereageerd. De internationale aanpak kan worden gekarakteriseerd als coördinatie van nationaal beleid. Soms is deze gecoördineerde aanpak succesvol geweest; voorbeelden zijn de gezamenlijke renteverlagingen van de centrale banken wereldwijd. Ook het crisisplan van Sarkozy heeft bijgedragen aan een geharmoniseerde aanpak van reddingsacties voor financiële instellingen in de EU. Maar soms hapert de coördinatie. De Verenigde Staten en de EU hebben een uiteenlopende benadering voor het aanpakken van slechte activa op de balansen van de getroffen financiële instellingen. Dit staat een voortvarende aanpak voor het opschonen van het financiële systeem in de weg, hoewel de Verenigde Staten en de EU van elkaar hebben geleerd en zo hun beleid stapsgewijs hebben kunnen verbeteren. Dichter bij huis hebben de Belgische en Nederlandse overheden meer gekeken naar de stabiliteit van de respectievelijke nationale delen van Fortis dan naar de stabiliteit van Fortis als geheel. Ook in het geval van de problemen bij

De financiële crisis heeft duidelijk gemaakt dat financiële stabiliteit een publiek goed is dat door overheden internationaal moet worden aangepakt

de IJslandse banken stond de IJslandse overheid er als thuisland alleen voor. De gastlanden, Nederland en het Verenigd Koninkrijk, waren voornamelijk bezig met het veiligstellen van de gelden van depositohouders in hun eigen nationale markt.

Financiële integratie

Het tweede doel binnen het

financiële trilemma is financiële integratie. Het bevorderen van integratie is een kerndoel van het interne markt programma van de EU. Zowel de Europese Commissie als de Europese Raad van regeringsleiders streeft naar een sterke interne markt. In de internationale literatuur is er een debat over de gevolgen van financiële integratie. Daarbij wordt gekeken of de opbrengsten alleen naar de rijke landen gaan, of ook naar de ontwikkelingslanden. Voor Europa laten Abiad *et al.* (2009) zien dat financiële integratie geholpen heeft om de kapitaalstromen van de rijke EU-lidstaten (de oorspronkelijke 15 lidstaten: EU-15) naar de nieuw toegetreden lidstaten uit Oost-Europa (de 12 nieuwe EU-lidstaten: EU-12) te laten gaan. Deze financiële stromen hebben bijgedragen aan de convergentie van het inkomen per hoofd van de bevolking tussen de EU-15 en de EU-12. Er is echter ook een nadeel: financiële integratie draagt bij aan een snellere transmissie van economische schokken. De Oost-Europese economieën staan momenteel onder druk. Vooralsnog lijken de permanente voordelen van inkomensconvergentie op te wegen tegen de nadelen van grotere blootstelling aan systeemshokken.

Een maatstaf van financiële integratie is de mate van grensoverschrijdende financiële dienstverlening. In figuur 2 wordt hiervoor het aandeel van bancaire activa in de andere landen van de huidige EU als percentage van de totale bancaire activa genomen. Deze maatstaf laat een stijging van elf procent in 1995 naar 21 procent in 2007 zien. Nieuwe data voor eind 2008 zijn nog niet beschikbaar, maar het is wel al duidelijk dat het percentage



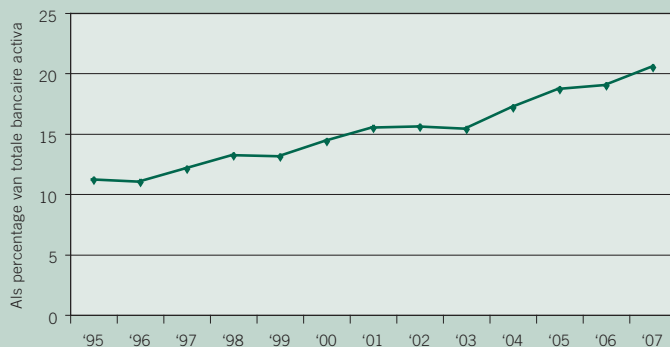
fors is afgenomen. Door de crisis zijn banken opgesplitst in nationale onderdelen, zoals Fortis, of hebben banken verschillende, voornamelijk buitenlandse, onderdelen afgestoten. De afname van internationalisatie is een typisch verschijnsel in een financiële crisis. In de jaren tachtig expandeerden de Japanse banken in navolging van het succes van de Japanse industrie. Japanse banken openden kantoren in de buitenlandse financiële centra, zoals New York, Londen en Frankfurt, om hun klanten in die werelddelen goed te kunnen bedienen. Tijdens de langdurige Japanse financiële crisis in de jaren negentig hebben de Japanse banken fors gesneden in hun buitenlandse activiteiten.

Nationaal financieel beleid

Het derde doel binnen het financiële trilemma is nationaal financieel beleid. Overheden hebben de eindverantwoordelijkheid voor het beleid met betrekking tot de financiële sector: nationaal financieel toezicht en nationale crisisbestrijding. Dat is de huidige situatie in de EU, maar er is wel Europese coördinatie van nationaal beleid. Zo is er een lange traditie van samenwerking tussen de EU-toezichthouders in sectorale toezichtcomités. Verder is er sinds 2005 een samenwerkingsovereenkomst (*Memorandum of Understanding*) tussen toezichthouders, centrale bankiers en ministeries van Financiën over financiële crisisbestrijding in de EU. Deze vormen van Europese coördinatie zijn echter juridisch niet bindend; het primaat ligt bij de nationale autoriteiten. De huidige financiële crisis heeft dat benadrukt. In de voorbeelden van het Belgisch-Nederlandse Fortis en de IJslandse banken waren de nationale belangen leidend en was de veronderstelde Europese geest van het *Memorandum of Understanding* ver te zoeken. Al vóór de crisis heeft Freixas (2003) deze uitkomst voorspeld aan de hand van een speltheoretisch model. Als nationale partijen vrijwillig bijeenkomen om een financiële bijdrage te leveren aan een gemeenschappelijk doel (Europese financiële stabiliteit) heeft iedere partij een prikkel om zijn aandeel zo laag mogelijk te houden. Dit is het bekende meelifteffect bij publieke goederen. Het gevolg

Figuur 2

Grensoverschrijdend kapitaal bancaire dienstverlening in de EU.



Bron: De Haan et al., 2009

is dat er onvoldoende middelen worden verzameld om het gemeenschappelijk doel te realiseren. In een omgeving met nationale banken en verzekeraars kunnen de nationale autoriteiten goed voorzien in het publieke goed van financiële stabiliteit. Hoe meer de financiële integratie tussen landen toeneemt, hoe minder de nationale autoriteiten in staat zijn om financiële stabiliteit te handhaven.

Politieke keuze

Het financiële trilemma geeft aan dat overheden de drie beleidsdoelen, financiële stabiliteit, internationale financiële integratie en nationaal financieel beleid, niet alle drie tegelijk kunnen realiseren. Overheden kunnen slechts twee van de drie doelen combineren; één doelstelling moet worden opgegeven. Summers (1999) en Rodrik (2000) laten de werking van het trilemma in een internationale omgeving zien. Voortschrijdende internationale economische integratie verkleint de beleidsvrijheid van nationale overheden en vergroot de noodzaak van een wereldwijde aanpak. Het alternatief is de soevereiniteit volledig in tact te laten en zodoende de integratie af te remmen. Voor het financiële beleid hebben politici de keuze uit drie beleidsopties. De eerste optie is het doel van financiële stabiliteit te laten varen. Er is een kleine groep van academici (Dowd, 1996) die pleit tegen overheidsingrijpen vanwege moreel risico. Doordat private financiële instellingen kunnen rekenen op hulp van de overheid, nemen ze zelf minder voorzorgsmaatregelen om hun financiële gezondheid te bewaken. De overgrote meerderheid pleit wel voor publieke handhaving van financiële stabiliteit. Verder hebben overheden zonder uitzondering laten zien dat hun voorkeur uitgaat naar het redden van financiële instellingen om financiële stabiliteit te handhaven. Men is zelfs bereid hier belastingmiddelen voor in te zetten. De afschaffing van de financiële stabiliteitsdoelstelling wordt hier dan ook niet als serieuze beleidsoptie gezien. De tweede optie is het proces van financiële integratie terugdraaien. Dit gebeurt al in de markt. Depositohouders zullen niet zo snel meer

hun geld deponeren bij een bijkantoor van een bank uit een andere EU-lidstaat. De huidige crisis heeft duidelijk gemaakt dat overheden alleen de eigen nationale banken helpen en alleen kunnen of willen instaan voor de nationale depositohouders. De interne markt, die toestaat om met een vergunning uit het thuisland een bijkantoor in een ander EU-land te openen zonder extra toezicht, is dus op zijn retour. Grensoverschrijdende diensten kunnen dan nog wel via een aparte dochteronderneming worden aangeboden. Deze dochters hebben een eigen balans en krijgen een vergunning van de gastlandtoezichthouder.

In feite worden deze buitenlandse dochters zodoende een nationale entiteit in de ogen van buitenlandse klanten. De activa van de buitenlandse dochter zijn beschikbaar om de buitenlandse depositohouders te betalen en de gastlandtoezichthouder ziet erop toe dat er voldoende activa in het gastland zijn en blijven. In een omgeving met aparte dochterondernemingen per land kunnen de nationale overheden weer nationaal financiële stabiliteit beheersen. Nadeel is dat grensoverschrijdende banken geen synergievoordelen, zoals een geïntegreerd risicomodel en gemeenschappelijke *treasury*-activiteiten, meer kunnen behalen. Banken moeten alle functies per land zelfstandig organiseren, wat leidt tot doublures en hogere kosten.

De derde en laatste optie is de nationale autonomie op te geven en over te stappen op Europees toezicht en crisisbestrijding. Deze keuze is eerder gemaakt op monetair terrein met de oprichting van de ECB. Het gaat hierbij niet om Europese coördinatie van nationaal beleid maar om overheveling van nationale bevoegdheden naar Europees niveau. Het subsidiariteitsbeginsel geeft aan dat overheidstaken bij voorkeur op een zo decentraal mogelijk niveau moeten worden uitgevoerd. Europese uitvoering is alleen gerechtvaardigd als er sprake is van externaliteiten, dus als het beleid van het ene land gevolgen heeft voor de andere landen, of bij evidente schaalvoordelen; het is bijvoorbeeld efficiënter om grensoverschrijdende fusies door een centrale autoriteit te laten beoordelen dan door verschillende nationale autoriteiten. In een omgeving van geïntegreerde financiële markten levert financiële crisisbestrijding duidelijk externaliteiten op, in de vorm van meeliftgedrag.

Het de Larosière-rapport

Een groep wijze mannen onder leiding van Jacques de Larosière, oud IMF-topman, heeft de arrangementen voor toezicht en stabiliteit in de EU onderzocht. Onno Ruding, oud-minister van Financiën, maakt deel uit van deze groep. Het de Larosière-rapport (2009) wijst op enkele belangrijke gaten in het Europese bouwwerk. De nadruk van het huidige toezicht ligt op de gezondheid van individuele banken en verzekeraars, zogenaamd micro-prudentieel toezicht. Er is geen zicht op het financiële systeem als geheel, zogenaamd macro-prudentieel toezicht. Hierdoor konden kredietverlening, aandelenkoersen en huizenprijzen ongeremd toenemen. Macro-prudentieel toezicht kan bijvoorbeeld de kapitaaleisen verhogen voor aandelen en hypotheeklen als aandelenkoer-

Het macro-prudentieel toezicht kan daarom beter aan de ECB worden toegewezen

sen en huizenprijzen boven trend stijgen, waardoor het voor banken duurder wordt hierin te investeren. Zodoende kunnen bubbels in aandelen- en huizenmarkten worden afgeremd of tegengegaan. Verder geeft het rapport aan dat de grensoverschrijdende samenwerking tussen de nationale autoriteiten te

wensen overlaat.

Het de Larosière-rapport doet aanbevelingen om deze tekortkomingen op te lossen. Allereerst stelt de de Larosière-groep voor om macro-prudentieel toezicht op Europees niveau in te voeren. Deze macrobenadering kan vroegtijdig onevenwichtigheden in het financiële systeem, zoals uitbundige kredietgroei, aan het licht brengen. De de Larosière-groep stelt voor om een nieuwe Europese Raad voor systeemrisico op te richten voor dit macro-prudentieel toezicht. De ECB en de voorzitters van de Europese toezichtcomités zouden in deze raad zitten. De praktijk leert dat raden bestaande uit uiteenlopende partijen vaak tot slappe compromissen leiden in plaats van daadkrachtige beslissingen. Het macro-prudentieel toezicht kan daarom beter aan de ECB worden toegewezen. In de financiële crisis is gebleken dat de ECB voortvarend kan handelen. Zo heeft de ECB vanaf het begin van de crisis in 2007 de geldmarkt ruim voorzien van liquide middelen, waardoor er geen tekorten aan liquide middelen bij banken in het eurogebied ontstonden.

Verder stelt het de Larosière-rapport voor om een Europees systeem van financiële toezichthouders op te richten met een financiële toezichtautoriteit in het centrum, die samenwerkt met de nationale toezichthouders (Schoenmaker en Oosterloo, 2008).

Het nieuwe Europese toezichtstelsel kan voornamelijk decentraal werken, dicht bij de financiële instellingen. De centrale autoriteit zorgt dan voor een gezamenlijke benadering en slecht eventuele geschillen tussen toezichthouders in thuisland en gastland. Na verloop van tijd is het niet ondenkbaar dat de centrale



autoriteit zelf de grote grensoverschrijdende banken onder haar hoede neemt. Er zijn momenteel ruim veertig banken in Europa met significante grensoverschrijdende activiteiten in Europa. Deze selecte groep van Europese banken beslaan zeventig procent in termen van activa van de gehele bancaire sector. Toezicht zou dan aansluiten bij de realiteit van Europees bankieren.

Het de Larosière-rapport stelt een driestapenplan voor om tot Europees toezicht te komen, maar stopt bij de tweede stap (figuur 3). De eerste stap betreft het versterken van het toezicht door de nationale toezichthouders en het harmoniseren van toezichtregels. De tweede stap is het omzetten van de centrale bureaus van de drie sectorale toezichtcomités tot Europese toezichtautoriteiten: een Europese bankenautoriteit, een Europese verzekeringsautoriteit en een Europese effectenautoriteit. Hoofdtak van deze Europese autoriteiten is het harmoniseren van het toezichtbeleid. De toezichtbevoegdheid blijft echter bij de nationale toezichthouders; wel kunnen de Europese autoriteiten een bindende beslissing opleggen bij geschillen tussen nationale toezichthouders. De derde stap is het overhevelen van de nationale toezichtbevoegdheden naar de Europese autoriteiten. Vanwege gebrek aan politiek draagvlak schetst het de Larosière-rapport deze stap naar Europees toezicht als een toekomstperspectief zonder concreet tijdpad.

Lastenverdeling nodig

Het grote obstakel voor Europees toezicht is de lastenverdeling tussen de lidstaten van de EU. Zoals de huidige financiële crisis aantoont, heeft een structuur voor toezicht en stabiliteit een fiscaal vangnet nodig om financiële instellingen te kunnen redden in tijden van crisis. De huidige nationale toezichtstructuren hebben de nationale ministeries van Financiën achter zich. Het leidend principe hierbij is dat degene die betaalt ook bepaalt. Een Europese toezichtstructuur heeft een Europees fiscaal vangnet nodig in tijden van crisis (Goodhart en Schoemaker, 2009; Wellink, 2009). Zonder een Europees fiscaal vangnet zullen financieel toezicht en crisismanagement nationaal

moeten blijven. Dit versterkt de al sluiserende tendens van financieel protectionisme: in de huidige crisis richten de landen zich voornamelijk op het helpen van de financiële sector in eigen land.

Een Europees fiscaal vangnet voorkomt dat landen zich achter nationale financiële grenzen gaan verschansen. De vraag is hoe Europese fiscale lastenverdeling kan worden vormgegeven. De Europese Commissie heeft geen eigen bevoegdheid om belasting te heffen. In plaats daarvan kunnen de lasten van een bankreddingsoperatie worden verdeeld over de landen waarin de bank in nood opereert. Speltheorie laat zien dat een dergelijke verdeling alleen werkt als je van tevoren een vaste verdeelsleutel afspreekt. Als je tijdens een crisis nog moet onderhandelen, zal ieder land zijn aandeel bagatelliseren zodat het weinig hoeft bij te dragen.

De discussie over lastenverdeling zet de politieke keuze op scherp. De vraag is of politici bereid zijn een deel van hun soevereiniteit in te leveren en afspraken te maken over Europees toezicht en lastenverdeling. Tot nu toe blijken de meeste politici in Europa daarvoor terug te deinzen; Bos en Wellink behoren tot een zeer select gezelschap van beleidsmakers die wel een Europese aanpak voorstellen. Door het afwijzen van Europese arrangementen komt de tweede beleidsoptie in zicht: het terugdraaien van financiële integratie. Concreet komt dat

Figuur 3

Het stappenplan in het de Larosière rapport.



Bron: de Larosière rapport (2009)

neer op het omzetten van buitenlandse bijkantoren in dochterbedrijven. Grensoverschrijdende instellingen kunnen dan niet meer de Europese activiteiten vanuit een hoofdkantoor aansturen, maar worden een verzameling van min of meer zelfstandig opererende eenheden. De nationale toezichthouders in het thuisland en de gastlanden houden daarbij ieder toezicht op de betrokken eenheden in hun jurisdictie.

Klant centraal

Tot slot is het nuttig om de invalshoek van financiële instellingen zelf te beschouwen. Het Maas-rapport (2009) over de Nederlandse bankensector stelt voor om de klant weer centraal te stellen. De internationalisatie strategie van banken is mede gebaseerd op het volgen van klanten. De zogenaamde klantvolg-hypothese (Grosse and Goldberg, 1991) stelt dat de internationale activiteiten van de klanten van een bank een reden is voor banken om ook te internationaliseren. Klanten die in verschillende landen opereren willen graag hun financiële operaties efficiënt uitvoeren en consolideren. Zo worden uitstaande kasbalansen in verschillende landen aan het eind van de dag samengevoegd en rentedragend uitgezet op de geldmarkt tot de volgende ochtend. Internationale bedrijven zoeken banken die deze internationale diensten kunnen leveren.

Volgens deze klantbenadering zien de grotere banken de noodzaak voor het in stand houden van een Europees, en wereldwijd, netwerk. Alleen met een internationaal netwerk kunnen banken multinationals blijven bedienen. Vanwege efficiëntievoordelen hebben deze internationale banken een voorkeur voor een geïntegreerd risicomodel en centrale *treasury* operaties, om onder meer de kasbalansen van hun klanten aan het einde van de dag te kunnen samenvoegen. Zij zullen dus sterk gekant zijn tegen een splitsing in nationale entiteiten. Voor Nederland met de vele multinationals zijn sterke internationale banken met een thuisbasis in Nederland belangrijk. Goede relaties tussen banken en bedrijven helpen in tijden van nood. Zo heeft een consortium onder leiding van ABN AMRO een noodd krediet van ruim drie miljard euro aan Ahold verstrekt toen het in moeilijkheden was in 2003. Het bedrijfsleven bepleit traditioneel een sterke interne markt. Dat geldt ook voor de financiële sector. Deze druk vanuit de markt zal niet weggaan en de financiële sector zal blijven pleiten voor een Europese benadering.

Conclusie

De financiële crisis heeft aangetoond dat een Europese interne markt en nationaal toezicht niet samengaan. Dit artikel schetst twee mogelijke scenario's voor de financiële sector in Europa. In het eerste, nationale, scenario staan de nationale autoriteiten achter hun financiële instellingen. Deposithouders en bedrijven mijden in dit scenario buitenlandse banken die niet kunnen rekenen op overheidsteun. Het financiële landschap deelt zich langs nationale lijnen op. In het tweede, Europese, scenario wordt het beleid naar Europees niveau getild. De interne markt, voor bedrijven en financiële instellingen, blijft het referentiepunt voor beleidsmakers. Politici lijken voor het eerste scenario te kiezen en

de financiële sector voor het tweede. Na de massale reddingsoperaties zetten politici voorlopig de toon.

LITERATUUR

- Abiad, A., D. Leigh en A. Mody (2009) Financial integration, capital mobility, and income convergence. *Economic policy*, 58, 241-305.
- Dowd, K. (1996) The case for financial laissez-faire. *Economic journal*, 106(436), 679-687.
- Freixas, X. (2003) Crisis management in Europe. In: Kremers, J., D. Schoenmaker en P. Wierds (red.) *Financial supervision in Europe*. Cheltenham: Edward Elgar, 102-119.
- Goodhart, C. en D. Schoenmaker (2009) Fiscal burden sharing in cross-border banking crises. *International journal of central banking*, 5(1), 141-165.
- Grosse, R. en L. Goldberg (1991) Foreign bank activity in the United States: an analysis by country of origin. *Journal of banking & finance*, 15(6), 1093-1112.
- Haan, J. de, S. Oosterloo en D. Schoenmaker (2009) *European financial markets and institutions*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Larosière, J. de (2009) *Report of the high-level group on financial supervision in the EU*. Brussel.
- Maas, C. (2009) *Naar herstel van vertrouwen*. Amsterdam: Adviescommissie toekomst banken.
- Mundell, R. (1963) Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates. *Canadian journal of economics and political science*, 29(4), 475-485.
- Rodrik, D. (2000) How far will international economic integration go? *Journal of economic perspectives*, 14(1), 177-186.
- Schoenmaker, D. (2009) *The trilemma of financial stability*. <http://ssrn.com/abstract=1340395>.
- Schoenmaker, D. en S. Oosterloo (2008) Financial supervision in Europe: a proposal for a new architecture. In: Jonung, L., C. Walkner en M. Watson (red.), *Building the financial foundations of the euro - experiences and challenges*, Londen: Routledge, 337-354.
- Summers, L. (1999) Distinguished lecture on economics in government: reflections on managing global integration. *Journal of economic perspectives*, 13(2), 3-18.
- Wellink, A. (2009) *A new structure for European and global financial supervision*. Lezing bij de Oostenrijkse Nationale Bank.