

# Kosten en baten van financiële internationalisering

De effecten van de internationalisering van financiële markten staan in Nederland momenteel in het brandpunt van de politieke aandacht. Aan de andere kant boeken Nederlandse beleggers mede dankzij hun buitenlandse bezittingen recordrendementen. Dit roept de vraag op wat nu de voor- en nadelen zijn van financiële internationalisering.

**N**a de globaliseringsgolf van de laatnegentiende eeuw (1870 – 1914) hebben financiële markten zich sinds het midden van de jaren zeventig opnieuw als de belangrijkste arena's van internationalisering en groei gemanifesteerd (zie Hirst en Thompson, 1999). De achterliggende oorzaken voor deze tweede financiële internationaliseringsgolf zijn meervoudig (zie Held et al., 1999; Sassen, 2001). Ten eerste hebben overheden met liberaliseringsmaatregelen gereageerd op het verscheiden van het internationale monetaire wisselkoersstelsel in de vroege jaren zeventig als gevolg van toenemende onevenwichtigheden in het internationale handelsverkeer, daarmee het ontstaan van een wereldwijde markt in valutacontracten inluidend (Helleiner, 1995; Abdelal, 2006). Daarnaast zijn wereldwijd huishoudens als gevolg van terugtrekkende verzorgingsstaten voor een groeiend aantal diensten en zekerheden afhankelijk geworden van beleggingen op financiële markten, waardoor het aantal uitstaande leningen sterk is gegroeid (Clark et al., 2006; Hacker, 2006). Ten derde is als gevolg van pensioenhervorming, mondiale monetaire onevenwichtigheden (China) en gestegen olie-inkomsten (petrodollars) de hoeveelheid beschikbaar kapitaal sterk toegenomen, wat de prijs van kapitaal heeft verlaagd en beleggers in staat heeft gesteld

met geleend geld (leverage) hun speculatieve beleggingsrendementen met meerdere factoren te vermenigvuldigen. Verder is de druk op pensioenfondsen om de randen van de financiële markten op te zoeken in hun jacht op superieur rendement als gevolg van een toenemend aantal gepensioneerden en een dalend aantal contribuanten (werknemers) fors toegenomen (Clark, 2000; Engelen, 2003). Daarnaast zijn het vooral technologische ontwikkelingen geweest die de enorme groei in omvang en reikwijdte van hedendaagse financiële markten mogelijk hebben gemaakt. Pas toen de handel in rechten op toekomstige inkomstenstromen werd losgekoppeld van hun papieren drager konden de financiële markten de vlucht nemen die zij sinds de jaren negentig genomen hebben. Tenslotte hebben ook wetenschapsinterne ontwikkelingen een rol gespeeld bij de wereldwijde groei van financiële markten. De opkomst van de economische subdiscipline *finance* vanaf de jaren zestig heeft niet alleen een groot aantal Nobelprijswinnaars opgeleverd (Fisher Black, Myron Scholes, Robert Merton), maar ook een groot aantal handzame mathematische formules en theorieën (Black-Scholes theorem; Efficient Market Theory; Capital Asset Pricing Model; Option Price Model) die, samen met de nieuwe ICT, beleggers in staat hebben gesteld om steeds complexere financiële producten te fabriceren. Als gevolg daarvan zijn financiële markten getransformeerd van economische ondersteuners in eigenstandige groeisectoren (MacKenzie, 2006; Bernstein 1992, 2007).

## Financiële internationalisering

Omdat een groeiend deel van de grensoverschrijdende financiële activiteiten zich aan het zicht van nationale en supranationale regu-

---

EWALD ENGELEN  
Financieel geograaf  
aan de Universiteit van  
Amsterdam

tabel 1

## Groeï financiële markten (x miljard US dollar)

	1989	1990	1991	1992	1994	1995	1997	1998	2001	2002	2003	2004	2005	2006
<b>Schuld papier</b>														
Internationaal					2.441		3.494		7.506			11.878	12.509	18.435
Binnenlands							26.144		30.755			44.467	45.402	48.715
Obligaties		6.618		9.179	11.436	12.982	13.030	13.784	14.296	15.325	19.584	29.866	25.759	
<b>Aandelen</b>														
Omzet		5.681	5.255	5.586	9.527	10.784	19.616	23.501	49.783	39.090	33.117	33.330	42.226	51.052
Kapitalisatie		8.893	10.588	10.113	14.503	17.123	21.721	25.435	26.596	22.834	31.309	39.513	44.459	
<b>Derivaten</b>														
OTC							72.142		99.755	127.509	169.678	220.058	297.670	415.183
Beurs: Futures			2.251		6.073		7.752		9.664		13.752	19.903	24.619	25.699
Opties			1.268		3.111		4.449		14.095		23.034	27.688	36.197	44.814
<b>Valuta</b>														
Total	650			840		1.120		1.590	1.380			1.880		
Spot	317			394		494		568	387			621		
Swaps	190			324		546		734	656			944		

Bron: BIS, Quarterly Review, meerdere jaargangen; World Federation of Exchanges, Time Series

leerders onttrekt, zijn adequate overzichten schaars. De onderstaande cijfers illustreren dan ook slechts de sterke groei van de financiële markten sinds eind jaren tachtig en pretenderen geen volledigheid.

Op de internationale valutamarkten, wereldwijd de grootste financiële markten, is de waarde van de handel in vijftien jaar tijd bijna verdrievoudigd, van 650 miljard dollar per dag in 1989 naar 1880 miljard dollar per dag in 2004. Opmerkelijk is dat de groei vooral wordt veroorzaakt door de handel van ruilcontracten met een tijdselement (de zogenaamde swaps). Afgezet tegen een mondiale handel van goederen en diensten van ongeveer vijftien biljoen dollar in 2005 (IMF, 2006), kan het merendeel van de valutahandel – zestig procent volgens sommige ramingen (Arestis en Sawyer, 1997) – niets van doen hebben met grensoverschrijdende handel maar moet het andere doeleinden dienen. Speculatie volgens de een (Arestis en Sawyer, 1997), smeermiddel voor het mondiale financiële systeem volgens de ander (Grahl en Lysandrou, 2003).

Ook andere financiële markten vertonen een sterke groei. De handel in beursgenoteerde obligaties, bijvoorbeeld, verviervoudigde in vijftien jaar tijd. Een vertienvoudiging over dezelfde periode vertoont de handel in effecten. Wereldwijd werd in 2006 voor 51 biljoen

dollar aan effecten verhandeld, tegen slechts vijf biljoen in 1990. Een tweede observatie die aan deze handelscijfers kan worden ontleend is de verschuiving in de verhouding tussen de waarde van alle uitstaande aandelen en de waarde van de handel. Was sinds 1945 de kapitalisatie altijd zo'n factor twee groter dan de handel, sinds het midden van de jaren negentig is deze verhouding omgedraaid en is de waarde van de handel gelijk aan of groter dan de kapitalisatie. Dit is het gevolg van de gelijktijdige opkomst van actieve beleggers als hedgefondsen en het verscheiden van stabiele aandeelhouders als pensioenfondsen. De eerste genereren nu zo rond de veertig procent van alle aandelenhandel, terwijl de tweede hun portfolio steeds sneller wijzigen. Hielden pensioenfondsen begin jaren negentig hun aandelen nog gemiddeld drie jaar vast, inmiddels is dat gedaald tot zeven maanden.

Deze groei valt echter in het niet bij de groei van de wereldwijde derivatenhandel. Deze verzamelterm omvat een reeks nieuwe en oude financiële producten die alle als kenmerk hebben dat ze slechts de aan- en verkooprechten of -plichten van onderliggende waardepapieren betreffen. Dit kunnen valutacontracten zijn, effecten, obligaties, schuldpapieren, hypotheeken, consumentenkredieten, studentenleningen, credit card-schulden, telefoonschulden en -tegoeden, en zelfs royaltyrechten. Hoewel de oudste derivatenmarkten vrijwel allemaal zijn opgericht om een geregelde handel in de termijncontracten van agrarische goederen en grondstoffen mogelijk te maken, dateren de meeste derivatenbeurzen van de laatste twee, drie decennia. De Amsterdamse optiebeurs uit 1978 is daar een voorbeeld van. Gedurende die periode is de handel in derivaten op formele beurzen gestegen van 2,5 biljoen dollar in 1990 tot zeventig biljoen dollar in 2006; een stijging met een factor dertig. Dit is echter niets vergeleken met de aan- en verkoopcontracten die onderhands, tussen financiële partijen zelf, zonder tussenkomst van formele beurzen, plaatsvindt. Hoewel lastig te kwantificeren blijkt uit

cijfers van de BIS dat zich hier veruit de grootste groei heeft voorgedaan. Van een verwaarloosbare omvang in de jaren zeventig is deze handel gegroeid naar 370 biljoen dollar in 2006.

Het is de onderhandse derivatenmarkt die al die nieuwe synthetische financiële producten omvat die in de financiële pers worden aangeduid als: CDS's, CDO's, CLO's, MBS's, CDO2's, CDO3's en LCDS's. Deze producten zijn met name de laatste jaren sterk in opkomst, en zijn uitgegroeid tot de melkkoeien van internationale investeringsbanken, verzekeringsmaatschappijen, pensioenfondsen en hedgefondsen.

## Gevolgen voor Nederland

Nederland beschikt van oudsher over een omvangrijke en goed ontwikkelde financiële sector. Door vroegtijdige consolidatie is een drietal grote financiële conglomeraten ontstaan (ABN Amro, ING en Rabobank) die zich wat omvang en productenscala betreft met de wereldtop kunnen meten. Daarnaast beschikt Nederland van oudsher over sterk ontwikkelde financiële markten. De Amsterdamse optiebeurs was een van de eerste continentale derivatenbeurzen en in de jaren tachtig en negentig een belangrijke reden voor buitenlandse vermogensbeheerders om zich in de Amsterdamse binnenstad te vestigen. Daarnaast was de Amsterdamse vereniging van effectenhandelaars een van de eerste die effectenhandel en optiehandel onder een dak wist te verenigen. Ook met de introductie van elektronische effecten- en optiehandel was Amsterdam vroeg (Posner, 2005; Engelen, 2007). Verder is het Nederlandse pensioenstelsel met zijn tweede kapitaaldeckingspijler uniek in Europa. Waar omringende landen huidige pensioenen vrijwel volledig betalen uit premies die worden geheven over de inkomsten van huidige werkenden, daar financiert Nederland een belangrijk deel van het pensioen uit opbrengsten uit beleggingen (Clark en Bennett, 2001). Sinds 1987, toen de Nederlandse pensioengelden 160 miljard euro bedroegen, zijn deze gestegen tot 640 miljard euro in 2006. Zo bezien beschikt Nederland over alle ingrediënten om mee te profiteren van de sterke financiële internationalisering van de laatste vijftien jaar. In welke mate is dat gebeurd?

Een indicator is de mate waarin winsten, toegevoegde waarde en omzet van financiële dienstverleners sterker zijn gestegen dan die van de Nederlandse economie als geheel. Zoals tabel 2. laat zien is de groei van de toegevoegde waarde van de financiële en zakelijke dienstverlening in de periode 1988–2005 vrijwel ieder jaar hoger dan de Nederlandse economie als geheel. Alleen in de jaren 2000, 2002, 2003 en 2004 was dat niet het geval. Opvallend zijn de hoge groeipercentages van het bankbedrijf in de eerste jaren van het nieuwe millennium. Voorzichtig mogen we dan ook concluderen dat het sterk internationaal georiënteerde Nederlandse bankwezen wel vaart bij de volumegroei in de internationale financiële markten van de laatste jaren. Een tweede indicator is de relatieve stijging van de werkgelegenheid in de financiële dienstverlening. Figuur 3 geeft de werkgelegenheids groei in de financiële dienstverlening sinds 1988, afgezet tegen de totale werkgelegenheids groei. Terwijl de totale werkgelegenheid in Nederland sinds 1988 met 1,2 miljoen arbeidsjaren is gestegen, bedroeg de groei in de financiële dienstverlening bijna het driedubbele daarvan. Van de banenaanwas van 1,2 miljoen arbeidsjaren komt ongeveer de helft voor rekening van de financiële en zakelijke dienstverlening. Anno 2005 is ongeveer een op de vijf werknemers in Nederland werkzaam in de financiële of zakelijke dienstverlening. Opmerkelijk is dat dat aantal sinds 2000 daalt. Ondanks fors gestegen groeivolumes in het bankwezen (zie boven), is het

tabel 2

Relatieve ontwikkeling financiële dienstverlening in Nederland, uitgedrukt in groei Bruto Toegevoegde Waarde

	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	
	%																		
<b>Totaal bedrijfstakken</b>	3,1	4,2	3,9	2,5	1,5	1,2	2,8	3	3	4,2	3,8	4,6	4	1,9	0,2	0,5	2	1,6	
<b>Financiële en zakelijke dienstverlening</b>	3,6	6,9	6,2	3,8	3,6	3,3	3,8	6,4	7,1	6,8	5,1	5,4	2,5	2,8	-1,9	-0,2	1,8	3,4	
<b>Bankwezen</b>	2,9	6,6	-1,1	2,4	4,3	3	-1,5	1,2	7,2	10,7	6,6	4,2	-0,2	1,6	4,3	7,3	8,7	8,4	
<b>Verzekeringswezen en pensioenfondsen</b>	-4,7	7,7	17,8	-3,3	9,5	10,5	-6,7	9,3	-3,8	0,7	2,1	2,8	-8,9	0,2	2,5	0,1	7,2	1,7	
<b>Financiële hulpactiviteiten</b>	5,2	1,2	5	0,8	-1,2	5,6	1	7,3	14,3	10,7	10,5	3,5	0,7	-2,2	-8	1,3	0	-2,4	

Bron: CBS Statline

Groei werkgelegenheid financiële dienstverlening Nederland (x 1000 arbeidsjaren)

	1988	1990	1992	1994	1996	1998	2000	2002	2004	2005
<b>Totaal</b>	<b>5279,3</b>	<b>5536,3</b>	<b>5682,4</b>	<b>5670,7</b>	<b>5907,6</b>	<b>6266,2</b>	<b>6533,7</b>	<b>6619,5</b>	<b>6452,8</b>	<b>6433</b>
<b>Financiële en zakelijke dienstverlening</b>	<b>733,8</b>	<b>825,2</b>	<b>872,9</b>	<b>933,7</b>	<b>1088,9</b>	<b>1238,3</b>	<b>1336,1</b>	<b>1324</b>	<b>1273,6</b>	<b>1295</b>
<b>Bankwezen</b>				<b>125,0</b>	<b>124,3</b>	<b>139,4</b>	<b>151,9</b>	<b>149,6</b>	<b>141,4</b>	<b>140,6</b>
<b>Verzekeringswezen en pensioenfondsen</b>				<b>46,1</b>	<b>46,4</b>	<b>51,2</b>	<b>52,2</b>	<b>53,7</b>	<b>52,5</b>	<b>51,9</b>
<b>Financiële hulpactiviteiten</b>				<b>44,5</b>	<b>49,0</b>	<b>53,4</b>	<b>56,6</b>	<b>55,3</b>	<b>51,8</b>	<b>51,1</b>

Bron: CBS Statline

aantal werknemers sinds 2000 met elfduizend afgenomen. Daaruit kan worden afgeleid dat de focus van de financiële activiteiten langzaam aan het verschuiven is naar locaties buiten Nederland.

Een derde indicator zijn de gestegen inkomsten uit beleggingen in het buitenland, alsmede de daartegenover staande verplichtingen aan het buitenland, die in de Transactiematrices van de Nationale Rekeningen van het CBS worden gegeven. Deze kruistabellen leren dat de inkomsten uit beleggingen door Nederlandse financiële instellingen sinds 1995 op een structureel hoger niveau liggen. Bedroegen deze in 1995 nog pakweg veertig miljard euro, in 2000 bedroegen ze 104 miljard en in 2005 94 miljard euro (CBS, 2006). Dit weerspiegelt de sterke internationalisering van de financiële markten en, in het voetspoor daarvan, de eveneens sterk gegroeide internationale spreiding van de beleggingsportefeuille van Nederlandse institutionele beleggers. Bedroegen de buitenlandse beleggingen van deze investeerders in 2001 al 441 miljard euro, in 2006 was dat bedrag gestegen tot 638 miljard euro. Daarvan kwam 494 miljard euro voor rekening van pensioenfondsen. Ongeveer de helft van deze beleggingen was in aandelen, de rest in obligaties, onroerend goed en andere beleggingen. De verhouding tussen de omvang van de Nederlandse pensioenspaargelden (640 miljard euro) en de totale kapitalisatie van de Amsterdamse effectenbeurs (613 miljard euro in april 2007) verklaart in belangrijke mate waarom Nederlandse institutionele beleggers hun portefeuille sinds begin jaren negentig sterk hebben geïnternationaliseerd. Gezien de dubbelcijferige rendementen die dat met

uitzondering van 2000 tot 2002 heeft opgeleverd, is dat niet zonder succes geweest. Omgekeerd zijn Nederlandse beursfondsen vaste bestanddelen geworden in de beleggingsportefeuilles van buitenlandse institutionele beleggers, met name Engelse en Amerikaanse. Uit een recent overzicht van de FESE blijkt dat de Amsterdamse effectenbeurs, op die van Boedapest na, het meest is gepenetreerd door buitenlandse beleggers. In totaal was in 2003 69 procent van alle uitstaande aandelen in handen van buitenlandse beleggers, tegen 67 procent in 2002. Op de beurzen van Zwitserland, België, Frankrijk, Duitsland en het Verenigd Koninkrijk ligt dat percentage tussen de twintig en veertig procent (FESE, 2007).

Tenslotte blijkt uit cijfers over grensoverschrijdende overnameactiviteiten dat Nederland steeds aantrekkelijker wordt voor overnames. Bedroeg het aantal overnames in Nederland in 2003 nog 88, in 2006 was dat gestegen tot 145. In waarde is de stijging nog imposanter. Bedroeg de waarde in 2003 10,6 miljard euro, in 2006 was dat bedrag gestegen tot 48,2 miljard euro (KPMG, 2007). Hoewel deels conjunctureel van aard, is het opvallend dat buitenlandse private equity huizen een groot aandeel hebben in deze groeiende overname-markt. Recente cijfers leren dat de omvang van buitenlandse private equity activiteiten in Nederland in 2005 is gestegen naar een waarde van 0,5 procent van het BNP. Dat is verhoudingsgewijs hoger dan in de VS, waar de omvang 0,4 procent van het BNP bedraagt (IFSL, 2006). Overigens moet daar bij worden aangetekend dat de waarde van de overnames die Nederlandse bedrijven in 2006 in het buitenland verrichtten met 76 miljard euro nog altijd hoger is.

### Zegen of vloek?

Hoe valt de winst- en verliesrekening voor Nederland uit? Het voorgaande leert dat gedurende de jaren negentig zowel Nederlandse financiële instellingen, Nederlandse burgers (pensioenen) als de Nederlandse economie als geheel sterk geprofiteerd hebben van financiële internationalisering. Sinds de sluipkrach van 2000 lijkt het tij echter gekeerd. Hoewel Nederlandse financiële instellingen zich snel hebben hersteld van de inzakkende aandelenkoersen en er wederom in zijn geslaagd garen te spinnen bij de groeiversnelling van de internationale financiële markten, is het werkgelegenheidseffect weggeëbd. Dit duidt er op dat een groeiend deel van de activiteiten van Nederlandse financiële instellingen buiten het Nederlands grondgebied plaatsvindt.

Het is lastig aan te geven hoe dat komt. In de internationale literatuur wordt het succes van financiële centra toegeschreven aan ingetogen, principegeleide regulering, een hoogopgeleide arbeidspopulatie, professionaliteit, een open arbeidsmarkt, de aanwezigheid van meerdere liquide markten, een goede infrastructuur, gunstige fiscale voorwaarden, een goed voorzieningenniveau en een aantrekkelijke urbane omgeving (zie Cassis, 2006; McKinsey, 2007; COL, 2007; IFSL, 2007). Op sommige van deze onderdelen heeft Nederland ingeboet. Interviews met handelaren leren dat de AFM als een onbetrouwbare, door incidenten gedreven toezichthouder wordt ervaren. Men heeft begrip voor de wens van een nieuwe toezichthouder om zich te manifesteren, maar preferereert de ingetogen benadering van de Britse *Financial Services Authority*. Die andere toezichthouder, DNB, heeft zich nodeloos gemengd in de bidingenstrijd rond ABN AMRO en daarmee haar internationale reputatie geschaad (Financial Times, 2007). Het Nederlandse universitaire onderwijs scoort gemiddeld redelijk maar mist toppen en trekt daardoor onvoldoende buitenlandse talenten, zeker op het vlak van de bèta-wetenschappen en de wiskundige economie. De Nederlandse vermogensbeheerders hebben in de jaren negentig te weinig gedaan om het Nederlandse pensioenfondsen naar de zin te maken, waardoor het merendeel van het Nederlandse pensioenvermogen nu wordt beheerd door Anglo-Amerikaanse vermogensbeheerders. Het Nederlandse migratiebeleid staat internationaal bekend als weinig gastvrij, waardoor zowel aan de bovenkant als aan de onderkant van de arbeidsmarkt te weinig mensen Nederland betreden. Nederland ontbeert een goed stelsel van kinderopvang waardoor expats Nederland als weinig kind- en oudervriendelijk ervaren. Tenslotte doet de vijandige bejegening van hedgefondsen en private equity fondsen, alsmede het nimmer eindigende gekrakeel over topinkomens, de gunstige fiscale faciliteiten waar Nederland over beschikt deels teniet. De forse investeringen die het rijk en de stad Amsterdam momenteel aan de Zuidas plegen om de financiële en zakelijke dienstverlening aan Nederland en Amsterdam te binden, komen tegen deze achtergrond in een vreemd licht te staan. Hoe zouden staal, glas en steen erin kunnen slagen om Nederlandse financiële instellingen voor Nederland te behouden, zoals zelfs de vakbeweging bepleit, als de juridische, politieke en arbeidsrechtelijke voorwaarden daarvoor niet zijn gerealiseerd?

#### LITERATUUR

- Abdelal, R. (2007) *Capital Rules, The construction of global finance*. Cambridge, Mass: Harvard University Press.
- Arestis, O. en M. Sayer (1997) How many cheers for the Tobin transaction tax? *Cambridge Journal of Economics*, 21(6), 753–768.
- Bernstein, P. (1993) *Capital ideas. The improbable origins of modern Wall Street*. Hoboken, NJ: Wiley.
- Bernstein, P. (2007) *Capital Ideas Evolving*. Hoboken, NJ: Wiley.
- BIS (meerdere jaargangen) *Quarterly Review*,
- Cassis, Y. (2007) *Capitals of capital a history of international financial centres, 1780–2005*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Clark, G. (2000) *Pension fund capitalism*. Oxford: Oxford University Press.
- Clark, G. (2003) *European pensions and global finance*. Oxford: Oxford University Press.
- Clark, G. en P. Bennet (2001) Dutch sector-wide supplementary pensions. Fund governance, European competition policy, and the geography of finance. *Environment en Planning A*, 33, 27–48.
- Clark, G., A. Munnell en J. M. Orszag. (2006) *The Oxford handbook of pensions and retirement income*. Oxford: Oxford University Press.
- CBS (2006) *Nationale rekeningen*. Heerlen: CBS.
- COL (City of London) (2007) *The global financial centres index 1*. London: COL.
- Engelen, E. (2003) The Logic of Funding. European Pension Restructuring and the Dangers of Financialisation. *Environment and Planning A*, 35, 1357–1372.
- Engelen, E. (2007) *Amsterdamed? The Uncertain Future of a Financial Center*. *Environment and Planning A*, 39(6), 1306–1324.
- Financial Times* (2007) McGreevy warns Central Bank over ABN protectionism, 20 april, 2007, 25.
- FESE (2007) *Share Ownership Structure in Europe*. Brussels: FESE.
- Grahl, J. en P. Lysandrou (2003) Sand in the wheels or spanner in the works? The Tobin tax and global finance. *Cambridge Journal of Economics* 27, 597–621.
- Hacker, J. (2006) *The great risk shift. The assault on American jobs, families, health care, and retirement and how you can fight back*. Oxford: Oxford University Press.
- Held, D. et al. (1999) *Global transformations. Politics, economics and culture*. Cambridge: Polity Press.
- Helleiner, E. (1994) *States and the reemergence of global finance: from Bretton Woods to the 1990s*. Ithaca, NY: Cornell University Press.
- Hirst, P. en G. Thompson. (1999) *Globalization in question. The international economy and the possibilities of governance*. Oxford: Polity Press.
- IFSL (2006) *Private Equity*. London: IFSL.
- IFSL (2007) *City Indicators Bulletin*. London: IFSL.
- IMF (2006) *Trade Statistics Yearbook 2005*. Washington: IMF.
- KPMG (2007) *Competing for growth 2007*. Amsterdam: KPMG.
- MacKenzie, D. (2006) *An engine, not a camera. How financial models shape markets*. Cambridge: MIT Press.
- McKinsey (2007) *Sustaining New York's and the US' global financial services leadership*. New York: McKinsey.
- Mustier, J.-P. en A. Dubois (2007) Risks and returns of banking activities related to hedge funds. *Financial Stability Review* (10), 85–94.
- Posner, E. (2005) Sources of Institutional Change. The Supranational Origins of Europe's New Stock Markets. *World Politics* 58, 1–40.
- Sassen, S. (2001) *The Global City. New York, London, Tokyo*. Princeton, NJ: Princeton University Press.

