



Lessen voor financiële stabiliteit

2014/9

05 | 11 | 2014

 MENSEN

 WELVAART

 BESCHERMING

Financiële stabiliteit is een voorwaarde voor het behoud en de uitbouw van duurzame welvaart en sociale bescherming. Geen enkele samenleving kan bloeien wanneer ze voortdurend geteisterd wordt door financiële crises.

Uit de aard van de zaak is financiële stabiliteit afhankelijk van de stabiliteit van de bankensector en van de individuele banken.

Stappen om de kansen op een herhaling van de voorbije crises te verminderen werden gezet en worden overwogen. Maar deze kunnen echt nog een stuk ambitieuzer dan ze zich vandaag aftekenen. De financiële stabiliteit van ons land is geen populair onderwerp op de politieke agenda of in de debatten in aanloop van de verkiezingen. Gedeeltelijk heeft dat te maken met de complexiteit van de materie en het technisch jargon. Nochtans zijn de basisvragen vrij eenvoudig en is de weg naar een veiligere bankenindustrie vrij duidelijk.

Gelet op het enorme belang mogen alle burgers van alle politici die beleidsverantwoordelijkheid ambiëren en die naar de gunst van de kiezer dingen, verwachten dat zij zich de materie eigen maken en zich achter concrete maatregelen en oplossingen scharen. Centraal daarin zijn de solvabiliteit van de individuele banken en de omvang van de toegelaten activiteiten.

IVAN VAN DE CLOOT
Chief Economist

Het moet dan net een doelstelling zijn om wel degelijk de vertaalslag te maken naar het bevattelijk maken van de discussie naar het brede publiek. Dat regelmatig het verwijt van populisme rondgeslingerd wordt in de debatten voor breder publiek moet ook in dat licht gezien worden.

De essentie kan kernachtig samengevat worden dat systeembanken zijn zoals kerncentrales waarbij niemand het in zijn hoofd zou halen om te besparen op staal en beton. Elke rechtgeaarde bankier erkent dat het macroprudentieel debat een zoektocht is naar het juiste evenwicht en dat we de voorbije decennia volledig het evenwicht verloren hebben. Terwijl het debat over kapitaalnormen steeds vertroebeld wordt door de controverse rond de zogenaamde leverage ratio (kapitaal versus balanstotaal of schulden) versus de risicogewogen maatstaven zoals de Bazelnormen, is de consensus algemeen dat de kapitaalbuffers op onverantwoorde lage niveaus terechtgekomen waren.

Inleiding

In 2007 bedroeg de schuldenlast van de overheden in ons land 282 miljard euro. Ondertussen komt hij uit op zo'n 400 miljard euro. In het voorjaar van 2007 voorzag het Planbureau dat de overheidsschuld in verhouding tot het bruto binnenlands product in 2012 zou zijn gedaald tot 69,5 procent. Maar het is anders uitgedraaid: vandaag schuurt de schuldgraad weer tegen de 100 procent van het bbp aan. De crisis heeft ons land opgezadeld met 100 miljard euro extra schuld. Dat ons land verdiende aan de bankencrisis is dus manifest onwaar.

In de economie zijn er regelmatig spelers die zich laten verleiden tot het organiseren van een piramidespel, zowel in de publieke als private sector. Een van de weinige wapens die we tegen de piramidebouwers kunnen inzetten is realiteitszin. Daarvoor moeten we als mens onze natuurlijke verlatingsangst en neiging om blindelings anderen als schapen achterna te lopen, tegengaan. Het is niet zo dat er iemand ons verplicht om bijvoorbeeld ons pensioenstelsel op drijfzand te bouwen. We kunnen daarentegen ook onze sociale zekerheid robuust maken voor de wispelturigheid van ons kortzichtig denken. Verwijzen we nog even naar de parabel van de zeven vette en zeven magere jaren. In de magere jaren staat iedereen te applaudisseren voor hen die schuldopbouw bepleiten. De moeilijkheid bestaat er net in om applaus te krijgen wanneer men in de zeven vette jaren reserves op wil bouwen.

Je kunt geen fundamentele welvaart creëren door het bijdrukken van wat geld. Vroeger was onze geldhoeveelheid gelinkt aan de goudvoorraad van een nationale bank, wat de mogelijkheden beperkte om moeilijke keuzes te omzeilen door de geldpers op te starten. Het risico van "fiat geld" is echter dat de fundamenten van goed beheer vergeten worden en de geldpers te vlot gehanteerd wordt. Uiteraard kan in een periode waar zich grote schokken voordoen monetair beleid een belangrijke rol spelen, op voorwaarde dat het verantwoord gehanteerd wordt. Maar daar knelt het schoentje net. Leg maar eens uit dat je geen fundamentele welvaart kunt creëren door het bijdrukken van wat geld, als men via de televisie en media vijf jaar lang de boodschap verspreidt dat alles kan worden opgelost als we als consument het geld maar wat meer laten rollen. We hebben nood aan een overtuigend pleidooi voor een cultuur van verantwoordelijkheid en aansprakelijkheid.

Meer dan stresstests

Zoals bekend wordt het bankentoezicht van de nationale toezichthouders naar de ECB overgeheveld. Daartoe stond de centrale bank erop dat er eerst een doorlichting zou komen van de balansen van de banken. Deze werd gekoppeld aan een simulatie om na te gaan of de banken voldoende bestand zijn tegen schokken.

Zoals altijd na een stresstest focust de commentaar zich eerst op de ernst ervan. Zijn de gesimuleerde schokken stressvol genoeg. Is het scenario voldoende zwartgallig: de conjunctuur, koersval van aandelen of obligaties, vastgoed en zoveel meer. Opvallend is dat er in de commentaar vooral veel aandacht ging naar de stress test. Dit is nochtans veel minder fundamenteel dat de "asset quality review" op zich. Het simuleren van schokken is voor toezichthouders een recurrente oefening. Het unieke van deze oefening is niet dat maar dat 128 grotere Europese banken in detail inzage gaven in de gegevens over gemiddeld circa 1250 leningen.

Laten we niet vergeten waartoe de inspanning eigenlijk dient. Namelijk als hoeksteen voor de Europese bankenunie die een einde moet maken aan de vicieuze spiraal tussen banken en overheden. Helaas blijven ook na de doorlichting daarbij belangrijke obstakels overeind. Zo is er geen bereidheid om ook gemeenschappelijk in te staan voor probleem dossiers. Dit betekent dat de band tussen de lidstaat en zijn bankstelsel niet wordt doorknipt. Dit werkt overigens in twee richtingen. Zo zijn er veel pessimistische rapporten verschenen over de kredietwaardigheid van de Franse overheid. Een escalatie op dit vlak zal nog steeds het vertrouwen over Franse banken beschadigen wat een groot verschil is met de situatie in ontwikkelde federaties zoals de Verenigde Staten. De realiteit blijft dat er finaal nog steeds geen bereidheid is opdat de Duitse belastingbetaler voor probleem dossiers elders opdraait. Zo is het feitelijk "newspeak" van de Europese instellingen om over een bankenunie te spreken als er geen Europees systeem van depositogarantie komt.

We kennen allemaal de beperkingen en complexiteit van het Europese beslissingsproces. Daar zullen we nu eenmaal mee moeten leren leven. Het zou echter al een grote stap vooruit zijn indien we de dingen durven benoemen zoals ze zijn. En dat is dat zelfs na deze gigantische operatie van de bankendoorlichting we slechts over een bankenunie kunnen spreken die maar half-af is. Als we dat durven erkennen dan betekent dit bijvoorbeeld dat het des te belangrijk is dat er ingezet wordt op meer marktdiscipline om bankontsporingen te voorkomen. Alle vertrouwen stellen in toezichthouders is echt niet verantwoord. Dat betekent op zijn beurt dat meer transparantie niet een eenmalige oefening kan zijn maar een permanente opdracht.

Als dit gepaard gaat met verdere stappen naar werkelijke resolutiemechanismen op Europees vlak om banken bij problemen ordelijk te ontbinden zodat de belastingbetaler niet weer moet bijspringen en het onderbouwen van een Europese infrastructuur voor risicokapitaal zodat onze ondernemingen minder afhankelijk worden van banken, dan hebben we pas echt iets gerealiseerd dat zijn sporen zal nalaten lang nadat deze stress test al lang vergeten is.

Macropreventie: Begraaf eindelijk de Greenspandoctrine

Een systeemcrisis zoals we meemaken, vormt intellectueel een belangrijk moment: het creëert een momentum om een aantal zogenaamde evidente waarheden in vraag te stellen. De hogepriesters van de economie zouden dan ook de gelegenheid te baat moeten nemen om in eigen boezem te kijken.

De belangrijkste adviseur van Barack Obama in zijn eerste regeerperiode, Lawrence Summers, speelde in het verleden een belangrijke rol bij de fanatieke deregulering van het financieel systeem. Vandaag stelt hij dat hij tot inkeer is gekomen en geleerd heeft uit zijn eigen fouten. Zoveel zelfkritiek hebben we nog niet gehoord van die andere hogepriester, Ben Bernanke, de voorzitter van de Amerikaanse centrale bank. Hij sloeg in zijn analyses voor zijn troonsbestijging verscheidene malen de bal volledig mis. Toch heeft hij in het openbaar nog nooit afstand genomen van zijn eerdere denkbeelden.

Bernanke lag in het bijzonder aan de basis van de doctrine dat het niet mogelijk of verstandig is om zeepbellen preventief te bestrijden of te doorprikken. Zeepbellen zouden met onvoldoende zekerheid geïdentificeerd kunnen worden en de centrale bank zou ook niet erg effectief zijn om de *bubble*-vorming te stoppen. Als de zeepbel zich dan openbaart door een crash, dan zou het wel de taak zijn van de centrale bank om de schade te beperken door bijvoorbeeld de rente drastisch te verlagen. Het is een bewijs dat ook een geleerde professor erin kan slagen om dwaasheden te publiceren die iemand met gezond verstand zou afwijzen.

Het probleem met die doctrine is dat ze een belangrijke asymmetrie introduceert in het monetair beleid. Het beleid is te soepel tijdens de periode dat de excessen in het economisch systeem worden opgebouwd en nadien wordt de schade voor de deelnemers aan de excessen kunstmatig beperkt. Op die manier creëer je ongewild een neiging om steeds tot nieuwe ontsporingen te komen. We spreken van het zogenaamde moreel risico of *moral hazard*: als je wel de winsten kunt inpikken die samenhangen met de zeepbel terwijl de schade achteraf in zekere zin verzekerd wordt door de maatschappij, dan zal er maar al te graag een beroep gedaan worden op die verzekering. Medisch onderzoek toont aan dat wanneer een klein deeltje van de hersenen beschadigd wordt (de amygdala), individuen grotere risico's nemen. De impliciete belofte van een *bailout* werkt als de verwijdering van de amygdala: een aansporing tot meer risiconame.

Moreel risico vormt een heel fundamenteel probleem omdat het nooit ten volle bestreden kan worden. Als iemand onvoorzichtig is door te roken in bed en daardoor zijn eigen woning in brand zet, ga je dan omwille van die onvoorzichtigheid beslissen om de brandweer niet op de brand af te sturen? Niet alleen zouden veel mensen dat te hardvochtig vinden, maar de maatschappij kan zich bovendien het risico niet permitteren dat de brand overslaat naar aanpalende woningen. Uiteraard kun je mechanismen ontwerpen die de

verantwoordelijke beheerder toch tenminste gedeeltelijk voor de schade laten opdraaien, zoals franchises doen bij verzekeringspolissen. Voor het economisch beleid impliceert dat echter logischerwijze dat de centrale bank wel een soort risicomangement moet toepassen om het opblazen van zeepbellen te verhinderen. Dan helpt het niet dat aan het hoofd van de centrale bank iemand staat die te gemakkelijk beïnvloed wordt door de tijdgeest die alle excessen rationaliseert. Terwijl talloze economen sinds 2003 overtuigd waren van een overwaardering van het vastgoed, werd dat niet onderkend door de centrale bank. Ze had ook de mond vol van de zogenaamde 'grote matiging' die stelde dat door de toegenomen expertise van de centrale bank de economie veel stabielere was geworden. Dergelijke zelfgenoegzaamheid in hoofde van de centrale bankier zou in feite onmiddellijk moeten leiden tot ontslag, want een duidelijker signaal van excessen kun je je haast niet voorstellen.

Het beleid is systematisch te soepel bij het opbouwen van excessen in het economisch systeem. Bovendien wordt de schade voor deelnemers systematisch kunstmatig beperkt. Iedereen ziet nu in dat dit enkel leidt tot meer instabiliteit. Door steeds de geldkraan open te draaien als een zeepbel barst maar niets te doen om ze preventief te doorprikken zaait men systematisch de kiemen voor de volgende crisis.

Centrale bankiers dienen dus de Greenspandoctrine te begraven die stelde dat het onmogelijk is zeepbellen te identificeren, en dat men enkel na het barsten puin moet ruimen. Vandaag moeten de centrale banken niet alleen equipes vormen om zeepbellen te detecteren, ze moeten ook nieuwe instrumenten ontwikkelen om de zeepbel te doorprikken. Het inzicht dat meerdere doelstellingen ook meerdere beleidsinstrumenten vragen, komt van de Nederlandse Nobelprijswinnaar Jan Tinbergen. Als we de rente dus gebruiken als wapen om de economische cyclus af te vlakken, moeten we instrumenten zoals hogere reserveverplichtingen durven in te zetten om zeepbellen te bekampen.

Door in te grijpen en het financieel-economisch systeem te stabiliseren, ontstaan immers onvermijdelijk nieuwe risico's. Wat niet wil zeggen dat we de verkeerde strategische keuze gemaakt hebben. Het gaat er veeleer om dat we de fundamentele opties beter moeten combineren met begeleidende maatregelen. We hebben er dus goed aan gedaan de brandweer te laten uitrukken, ook al was de brand veroorzaakt door partijen die onverantwoorde risico's hebben genomen, zoals roken in bed. Maar we moeten bij de heropbouw ook brandmuren en brandmelders voorzien.

Een vertrouwenscrisis zorgt ervoor dat de kudde collectief haar illiquide investeringen liquide wil maken. Het wordt pas hachelijk als de centrale bank ook steun geeft aan instellingen die niet louter een tijdelijk liquiditeitsprobleem hebben, maar fundamenteel insolvent zijn geworden. Dan wordt het gevaar groot dat de centrale bank verliezen zal moeten nemen op haar steunposities. Die verliezen kunnen dan opgelost worden door een herkapitalisering van de centrale bank door de schatkist. Daardoor zal de overheid haar

budgettair beleid moeten verstrakken, bijvoorbeeld door hogere belastingen op te leggen aan de bevolking. Als daarvoor geen maatschappelijk draagvlak te vinden is, ontstaat het risico dat de centrale bank de verliezen zal monetiseren, en geld zal bijdrukken dus, hetgeen dan tot inflatie leidt.

Fundamenteel moeten de monetaire autoriteiten echter goed inzien dat ze vanaf nu hun handen en voeten zullen moeten vuil maken. De doctrine dat we de zeepbel niet kunnen doorprikken, maar achteraf het puin wel zullen opruimen, is onhoudbaar gebleken. Talloze goeroes zeggen dat beleggers riskeren beurswinsten aan zich voorbij te laten gaan als ze nu niet op de trein springen. Fundamenteel baseren ze hun koopadvies voornamelijk op de huidige lage rente. Deze is echter het gevolg van de beleidsreactie na het manifest aflopen van het vorige feestje. We staan dan ook vandaag al voor de test of de centrale bank in staat is krachtige beleidssignalen te geven om het feestje te stoppen, voor het uit de hand loopt. Ze kan dit doen door verbale waarschuwingen, maar de creativiteit mag daar niet stoppen.

Lessen voor Europa: maak onderscheid tussen de muntunie en de Europese Unie

Wat in het Europese besluitvormingsproces beangstigt, is niet het feit dat er flaters gemaakt worden die dan in allerijl rechtgezet moeten worden. Dat is overal zo. Wel beangstigend is dat er van vooruitschrijdend inzicht heel weinig te merken is, en elke kritische noot als vloeken in de kerk wordt beschouwd. Het zou, met Cyprus in het achterhoofd, bijvoorbeeld niet onzinnig zijn mocht voor de toetreding van nieuwe landen tot de euro even op de pauzeknop worden gedrukt.

Het geval Cyprus is uniek en totaal niet te vergelijken met de situatie in andere landen, bezwoeren de Europese leiders met het angstzweet op het voorhoofd. Het is nogal triviaal en vanzelfsprekend dat elk land verschillend is. Na de instorting van de Sovjet-Unie had Cyprus zich ingericht als de draaischijf voor Russisch geld van soms erg dubieuze oorsprong. Niemand stelt zich vandaag blijkbaar nog de vraag hoe het komt dat het land lid kon worden van de Europese Unie in 2004 en vier jaar later van de eurozone, zonder voor de keuze te worden gesteld om zijn carrière als draaischijf te laten varen. We zijn nog niet vergeten dat toen openlijk toegegeven werd dat Griekenland zijn begrotingen had vervalst.

Vanuit economisch oogpunt kan je argumenteren om het lidmaatschap van de Europese Unie los te koppelen van de invoering van de eenheidsmunt. Als je dat zegt, hoor je juristen vaak vanuit een soort Pavlov-reflex antwoorden dan zoiets niet kan volgens het huidige Europese Verdrag. Daarin staat inderdaad dat een kandidaat-lidstaat ook uiteindelijk de euro moet invoeren. Wel, mag ik dan eens en voor altijd de suggestie doen dat men bij het opstellen van wetten en verdragen rekening houdt met wat economisch realistisch en

werkbaar is? Want papieren tijgers hebben gewoon geen zin.

Als er een ding essentieel is voor het lot van honderden miljoenen Europeanen dan is het dat onze politici beseffen dat de muntunie niet vereenzelvigd mag worden met de Europese Unie. Om dezelfde munt te delen met andere landen moeten talloze voorwaarden voldaan zijn op straffe van groot economisch onheil voor de inwoners. Als devaluatie niet meer kan om uit de problemen te komen, dan moeten er voldoende aanpassingsmechanismen op het vlak van de arbeidsmarkt zijn om een schok te absorberen. Arbeidsmobiliteit waarbij mensen wegtrekken uit getroffen regio's naar andere delen van de muntunie is hier een voorbeeld van. Evengoed kan loonflexibiliteit ervoor zorgen dat opnieuw werkgelegenheid kan gecreëerd worden. Te vaak werd hier in het verleden aan voorbijgaan.

Vandaar het belang van de Europese governance agenda. De Europese Commissie wil meer toezicht uitoefenen op de begrotingen, maar nogal wat lidstaten van de EU zien dat als een aantasting van hun soevereiniteit. Het is in de eerste plaats aan de lidstaten van de eurozone om het overheidshuishouden onder controle te hebben. Want het is de essentie van een muntunie dat het veel corrigerend werk vraagt om verscheiden landen toch een gemeenschappelijke munt te laten delen. Er is naast crisismanagement dus ook grote nood aan betere coördinatie en preventie van onevenwichten.

Nieuwe bankmodellen

Uit een recente enquête blijkt het Belgische bankmodel onder druk te staan waarbij personeelsinkrimpingen bij de grootbanken veel aandacht trekken. De banksector heeft nu wel de oudste leeftijdspiramide van alle bedrijfssectoren. Dit betekent dat het in de eerste plaats niet om ontslagen gaat maar om natuurlijke afvloeiingen. Een dergelijk scenario lag al jaren in de lade maar wordt door de bankencrisis versneld in uitvoering gebracht. De overdimensionering van de Belgische banken tegenover de markt komt ook doordat verschillende spelers van buitenlandse avonturen zich terugplooiën op de thuismarkt.

De realiteit van de lage rente, de extra regelgeving en digitaal bankieren zijn niet bepaald brandnieuwe en verrassende evoluties. We zitten nu eenmaal met een lage renteomgeving en zwakke economische prestaties. De regelgeving gaat ook niet direct verdwijnen, hoewel ze wel niet per se complex hoeft te zijn. Paradoxaal genoeg zijn velen zelf vragende partij voor complexere regels omdat eenvoudiger typisch ook strenger is. Zowel van de aanbodzijde als de vraagzijde zijn er nieuwe factoren die een en ander in beweging brengen. Het meeste aandacht gaat naar de aanbodfactoren die te maken hebben met nieuwe technologische ontwikkelingen. Het zijn de banken zelf die hier al jaren zwaar op inzetten. Het laagst hangende fruit was het informatiseren van het betaalverkeer waarbij voor vele klanten de papieren overschrijvingsformulieren al uit het geheugen verdwenen zijn. Het betalen op internet toont dat we daar het einde nog lang niet gezien hebben.

Ook inzake kredietverlening zijn de mogelijkheden echter veelvuldig. Dit haakt in op ontwikkelingen aan de vraagzijde die door de banken meestal niet vermeld worden. Vroeger was vertrouwen het fundament onder de relatie tussen de klant en zijn bank. Door de financiële crisis en de berichten over manipulatie van rentetarieven en wisselkoersen is dat fundament echter zwaar aangetast.

In elk geval is er net in de bankensector veel nood aan vernieuwing. Deze wordt echter afgeremd omdat vele gezinnen slaafs vele jaren bij dezelfde bank blijven. Het is belangrijk dat klanten mondiger worden en aangepaste service eisen. Alleen door meer mobiliteit zal vernieuwing mogelijk worden waardoor ook het belang van de klant meer centraal kan komen en bestaande praktijken uitgedaagd worden. Initiatieven die toelaten dat consumenten banken gemakkelijker vergelijken op meer dimensies dan enkel kost zijn hierbij essentieel. In andere landen overweegt men directe maatregelen om de concentratie in de sector te reduceren. In elk geval moet het een belangrijke bezorgdheid voor alle verantwoordelijken zijn dat de concentratie eerder de tendens heeft om nog toe te nemen. Beleidsverantwoordelijken gaven in het verleden echter niet thuis voor het pleidooi om de bankheffingen minder penaliserend voor kleine banken te maken die zich net op een gezonde manier financieren met spaardeposito's.

Het is in ieders belang dat er een grotere diversiteit aan financiële spelers de kans krijgt. En dat vereist dat er een hele panoplie aan verschillende bankmodellen gangbaar wordt. De toezichthouder en regulator hielden in het verleden nogal vaak nieuwkomers in het bankieren tegen vanuit de filosofie "better the devil you know". Het resultaat is echter problematisch. Niet alleen vanuit het perspectief van de keuzevrijheid van de bankconsument maar ook vanuit het oogpunt van financiële stabiliteit. Banken die allemaal dezelfde activiteiten ontplooiën, zich op dezelfde wijze financieren, in dezelfde markten aanwezig zijn vormen een monocultuur die gevaarlijk kan zijn. Als er dan een "perfecte crisis" voordoet kunnen allen tegelijk voor de bijl gaan. Echte bankhervormingen zorgen ervoor dat er vanuit systeemdenken gewerkt wordt aan het immuniseren van onze maatschappij voor dergelijke crisissen. De instinctieve weerstand van de regulator en toezichthouder tegen nieuwkomers in het bankenlandschap moet daartoe dringend aangepakt worden.

Vergelijken we even met de krantensector waar het klassieke model nog veel meer bedreigd wordt. Wat je daar ziet, is dat vooral nieuwe modellen ontwikkeld worden zodat de mediasector vandaag net veel dynamischer en aantrekkelijker wordt voor velen.

Solvabiliteit

Voor zij die verantwoordelijkheid dragen op het maatschappelijke niveau is het essentieel te beseffen dat de kapitaalbuffer van een bank de moraliteit ervan uitmaakt. Bij onvoldoende kapitaalbuffer is de burger immers geconfronteerd met een privatisering van de winsten en een socialisering van de verliezen. De aandeelhouders en managers ontvangen de winsten zo lang het goed gaat en de burgers betalen het gelach wanneer het misgaat, doordat zij depositogaranties, reddingen en kapitaalsverhogingen moeten betalen.

Deze situatie is niet alleen onwenselijk. Ze is ook van die aard dat ze het risico op ongelukken nog bevordert. Bij elke risicobeslissing zou een bankverantwoordelijke ervan kunnen het uitgaan dat als een risico goed afloopt, de winst voor de medewerkers en eigenaars van de bank is en dat in het andere geval het verlies afgewenteld kan worden op de burgers en de bedrijven. Dit zou dus betekenen dat de maatschappij risico's op een onverantwoorde wijze subsidieert: ze moedigt de risico's aan terwijl ze er alleen maar bij te verliezen heeft.

Deze verliezen kunnen zeer hoog oplopen. Iedereen erkent in dit verband het zogenaamde "too big to failprobleem". Er is immers een fundamenteel verschil tussen risiconame in (systeem-)banken en in gewone ondernemingen. In deze laatste worden ook beslissingen genomen die het voortbestaan ervan beïnvloeden. Een gewone onderneming die tenonder gaat, heeft echter niet dezelfde destabiliserende impact als een (systeem-)bank. Uiteraard kan hierdoor ook turbulentie ontstaan op de arbeidsmarkt en de sector waarin het bedrijf actief is. Na een transitieperiode zal zolang het bedrijf voorzag in een werkelijke behoefte echter de activiteit overgaan naar een concurrerend bedrijf samen met de werkgelegenheid.

Het werkelijke objectief van bankhervormingen moet er uiteraard in bestaan een einde te maken aan de subsidiëring van risicogedrag en van het "too big to failprobleem". Het doel moet zijn te evolueren naar een financieel ecosystem dat gekenmerkt wordt door een grotere diversiteit. Het probleem zit immers niet louter bij banken die "te groot zijn". Als er een monocultuur bestaat van kleinere banken die allemaal aan dezelfde risico's blootgesteld staan, dan kan een schok even grote systemische impact hebben als een deze bij een enkele grootbank. Ze vallen dan allemaal samen om en ze moeten allemaal samen gered worden door de belastingbetalers.

In elke bankhervorming is een resolutiemechanisme het belangrijkste sleutelstuk.

Een resolutiemechanisme beschrijft hoe en maakt mogelijk dat elke bank die in faling is op een ordentelijke wijze wordt geliquideerd zonder de welvaart van de samenleving in gevaar te brengen. Alleen dankzij goede resolutiemechanismen kunnen we een einde maken aan het probleem het van "too big to fail" waardoor de managers van grote financiële instellingen weten dat ze met een kredietkaart van de maatschappij mogen werken.

Economen drukken het op hun geëigende wijze zo uit: de levensvatbaarheid en de solvabiliteit van een bank is een privaat goed. Dat betekent dat het principiële niet de taak is van de overheid om banken die in de problemen komen kunstmatig in leven te houden met gemeenschapsgeld

Nogmaals: een bank die het zover gebracht heeft insolvabel te worden, moet op een geordende wijze afgewikkeld worden. Daarvoor moet een resolutiemechanisme in stelling gebracht worden. Een resolutiemechanisme is een coherent geheel van procedures om financiële instellingen die in problemen komen te ontbinden en te herstructureren en vormt een sleutelonderdeel van wat economen de Europese bankenunie noemen. Dit is wereldwijd de geijkte wijze om met financiële stabiliteit om te gaan. Zo is er bijvoorbeeld het Amerikaanse agentschap Federal Deposit Insurance Corporation dat maandelijks in de VS bij een bank in de problemen wordt geroepen en de verzekerde deposito's overdraagt aan concurrerende banken, de gezonde activa doorverkoopt zodat een kettingreactie van banken die elkaar in de problemen brengen, vermeden wordt.

Het volstaat echter niet om louter Wet te schrijven die een dergelijk afwikkelingsmechanisme poneert. De goede uitvoering ervan moet ook worden verzekerd. In Europa is het immers meermaals gebleken dat als het goed om een politiek geconnecteerde bank in de praktijk gewoon afgeweken wordt van de gezonde principes. Daarom is al langer het inzicht gegroeid dat deze bevoegdheid weg moet van het nationale niveau van een lidstaat¹. Uiteraard is er nog het belangrijke fenomeen dat heel wat banken ondertussen gebruik gemaakt hebben van de financiële integratie in Europa om grensoverschrijdende activiteiten te ontwikkelen. Maar als puntje bij paaltje kwam tijdens de financiële crisis, waren het wel de nationale lidstaten die garant moesten staan voor banken die wereldwijd actief waren - denk aan Dexia met bijvoorbeeld zijn blootstelling in de Verenigde Staten.

Het "too big to fail" probleem blijkt dan ook nog eens een "too big to save"probleem. Banken met een balanstotaal van een veelvoud van de bruto binnenlands product van een land kunnen niet meer gered worden door vele individuele lidstaten. Als we daar geen fundamentele oplossing voor formuleren dan stevenen we onvermijdelijk af op de volgende crisis. Vandaar het cruciale belang van de zogenaamde Europese bankenunie.

¹ Het fenomeen van de toezichthouder/regulator die te dicht staat bij de gereguleerde bank en er daardoor niet in slaagt om het algemeen belang af te dwingen maar gevangen zit in de logica van de gereguleerde bank zelf, wordt uitgebreid beschreven in de wetenschappelijke literatuur als "cognitive capture".

De Europese bankenunie nog in embryonaal stadium

Op woensdag 12 september 2012 werd een ambitieuze blauwdruk voor een uniek Europees garantiestel voor 5.000 miljard euro spaardeposito's op het laatste moment afgeblazen. De drie pagina's met twee nieuwe agentschappen en een nieuwe Europese bankenheffing bleken te hoog gegrepen voor Berlijn. De voorzitter van de federatie van Duitse spaarbanken stelde dat de spaartegoeden van de Duitsers in gevaar komen door de plannen van de Europese Commissie voor een Europese bankenunie.

Centraal in de Eurocrisis staat inderdaad het bankenprobleem. Nergens werd dat duidelijker dan in Spanje waar de bail out door de staat eigenlijk een verdoken redding van de zinkende Spaanse banken was. Problematisch is dat de Europese belastingbetaler wel zijn centen richting Spaanse banken ziet gaan, maar weinig garanties krijgt dat dit niet gewoon in een bodemloze put verdwijnt. Een Europese resolutiemechanisme moet kunnen verzekeren dat dit geld enkel gebruikt wordt om uit de ruïnes van corrupte Spaanse banken een gezond banksysteem te doen verrijzen.

Het doorsnijden van de band tussen het soevereine schuldenprobleem en het bankenprobleem zou prioriteit moeten zijn. Naast een **Europees resolutiemechanisme**, is er ook nood aan een Europees **banktoezicht** en een Europees **depositoverzekeringstelsel**. Zoals altijd is het eenvoudig om te weten wat noodzakelijk is, veel moeilijker is de weg ernaar toe.

1° Toezicht: verplicht in plaats van vrijblijvend

Essentieel is een eengemaakt toezicht waarbij één centraal orgaan de leiding neemt. Dat is nu de Europese Centrale Bank in Frankfurt.. Dit onderdeel is bij de meeste nationale politici het meeste populaire. Zo verklaarde onze Minister van Financiën opgelucht dat Dexia Holding vanaf de invoering ervan voortaan onder het toezicht van de ECB zou vallen. Dergelijke opportunistische rekenkunde is echter niet de juiste motivatie voor het inrichten van een bankenunie. Achteraf zou wel eens kunnen blijken dat er in Europa heel wat meer Dexia's verstopt zijn dan we nu denken.

Terwijl het overduidelijk is dat nationale politici zo snel als mogelijk van hun toxische dossiers verlost willen worden, moet er wel voor gezorgd worden dat de Europese Centrale Bank ook effectief de middelen krijgt om haar job te doen. Het zou vooral erg gevaarlijk zijn dat de ECB verantwoordelijk wordt voor de meest problematische bankdossiers van Europa maar in de feiten volledig afhankelijk is van nationale toezichthouders die zich omwille van lokale politieke gevoeligheden mogelijk niet bepaald coöperatief opstellen.

Essentieel is het opstellen van regels die toezichthouders verplicht op te treden als

bepaalde cruciale alarmniveaus overschreden worden. Gezien het falen van de nationale toezichthouders in de huidige crisis is het begrijpelijk dat men zoveel mogelijk bevoegdheden wil overdragen aan de Europese Centrale Bank. Anderzijds is het ook praktisch niet uitvoerbaar dat die ECB over duizenden banken dagelijks toezicht zou moeten uitoefenen. Evengoed op dit niveau moet opgelet worden voor “too big to manage” syndromen.

2° Insolvable banks orderly liquidation

Ook wat betreft het luik van adequate resolutiemechanismen zien we de kracht van de inertie en anderzijds de nationale lidstaten die graag geprivilegieerde relaties blijven onderhouden met “hun” banken. Zo ligt er nu geen echt Europees resolutiefond op tafel maar wel een Europees netwerk van nationale bankfondsen. Als een land onvoldoende geld in het eigen fonds heeft om een bank te stabiliseren, dan kan het beroep doen op een lening uit een ander fonds. Dit houdt het risico in dat als een bank goed politiek geconnecteerd is, ze niet kordaat aangepakt zal worden².

Overigens zouden we, gezien de lange overgangperiode die blijkbaar onvermijdbaar is om in Europa stappen te zetten naar een volwaardige bankenunie, alvast een belangrijke maatregel kunnen nemen in de strijd tegen het “too big to fail”-probleem. Vandaag is het vaak zo dat als lokale entiteiten van een multinational georganiseerde bank in de problemen komen, een ongelooflijk chaotische discussie op gang komt omtrent de bijstand die moet komen van het hoofdkwartier. Een elegante wijze om hier mee om te gaan is simpelweg te eisen dat elke entiteit van een bankengroep in het land van operatie afgewikkeld kan worden en dus ook lokaal over voldoende kapitaal beschikt. Verschillende internationaal actieve banken, zoals Santander, hebben zich vandaag reeds op die wijze georganiseerd. De maatregel is dus niet revolutionair en hij is evenmin hinderlijk voor de betrokken banken..

3° Deposit insurance system on the long road

Het opzetten van werkelijke resolutiefondsen lijdt vandaag aan het risico dat er ondoeltreffende bail outs mee worden gefinancierd in plaats van het liquideren van een “bad bank” met een doorstart voor de “good bank”.

Niet alleen komt men niet tot een overeenstemming tot de oprichting van werkelijke

² De financiële geschiedenis leert dat crises waarbij werd nagelaten het bankstelsel te saneren, jarenlang blijven etteren en nawerken. Twintig jaar na datum spreken we nog steeds van het Japanse zombiebancs terwijl de Scandinavische landen hun banken wel hebben gesaneerd in de jaren '90 en daar dan ook de vruchten van hebben geplukt.

resolutiefondsen, er is zelfs veel druk om het op de lange baan te schuiven. Hetzelfde kan gezegd worden voor het luik van de depositoverzekering.

Op heden is beslist dat het fonds slechts 0,5% van de uitstaande deposito's moet bedragen. Dat is een veel lager niveau dan in de meeste landen in de wereld en roept vragen op over de serieus waarmee men de spaarder wil beschermen. Hetzelfde kan gezegd bij de vaststelling dat het Europees Parlement de horizon waarop dit lage niveau daadwerkelijk bereikt moet worden, wil verleggen van 10 tot 15 jaar.

Fundamentele vragen

Net zoals de politici in de jaren 1990 geen gehoor wilden geven aan de analyses die aantoonde dat de muntunie zich diende te beperken tot een kleine groep gedisciplineerde landen, zo is er vandaag heel weinig gehoor voor de waarschuwing dat het problematisch is om de Europese centrale bank (ECB) zomaar verantwoordelijk te maken voor financiële stabiliteit.

Als de ECB zowel moet instaan voor financiële stabiliteit als inflatiebeheersing dan zullen er onvermijdelijk momenten zijn dat ze geconfronteerd wordt met beleidsconflicten. Het is echt niet denkbeeldig dat in een situatie waar de inflatie uit de hand dreigt te lopen, de centrale bank de rente niet kan verhogen omdat dit bepaalde banken, die gespeculeerd hadden op een daling of een status quo, in de problemen zou brengen.

Een regelrecht nachtmerriescenario is dat de Europese Centrale Bank nauwelijks disciplineringsinstrumenten zou krijgen om bankkontsporingen tegen te gaan. Het risico is dat de ECB dan in een positie gemanoeuvreed zou worden om de putten die ontstaan bij nieuwe bankaccidenten te dichten met het drukken van geld. Het is een basisprincipe in de monetaire economie dat een centrale bank als zogenaamde lender of last resort wel overbruggingskredieten kan verstrekken voor banken die met tijdelijke liquiditeitsproblemen kampen, maar in geen geval aan insolvable instellingen kan lenen. Kapitaalinjecties voor zogenaamde systemische instellingen zijn politieke beslissingen. Het probleem van zogenaamde moral hazard waarbij bankiers weten dat de winsten voor hen zijn maar de verliezen voor een ander, zou helemaal ontsporen indien de ECB ervoor zou opdraaien. Niet alleen omdat de zakken van de centrale bank theoretisch oneindig diep zijn maar ook omdat de politieke overheid bij kapitaalinjecties het management kan ontslaan en de boel herstructureren.

Om al deze risico's en problemen te vermijden, zou het beter zijn om een afzonderlijke instelling te belasten met het toezicht op de banken.

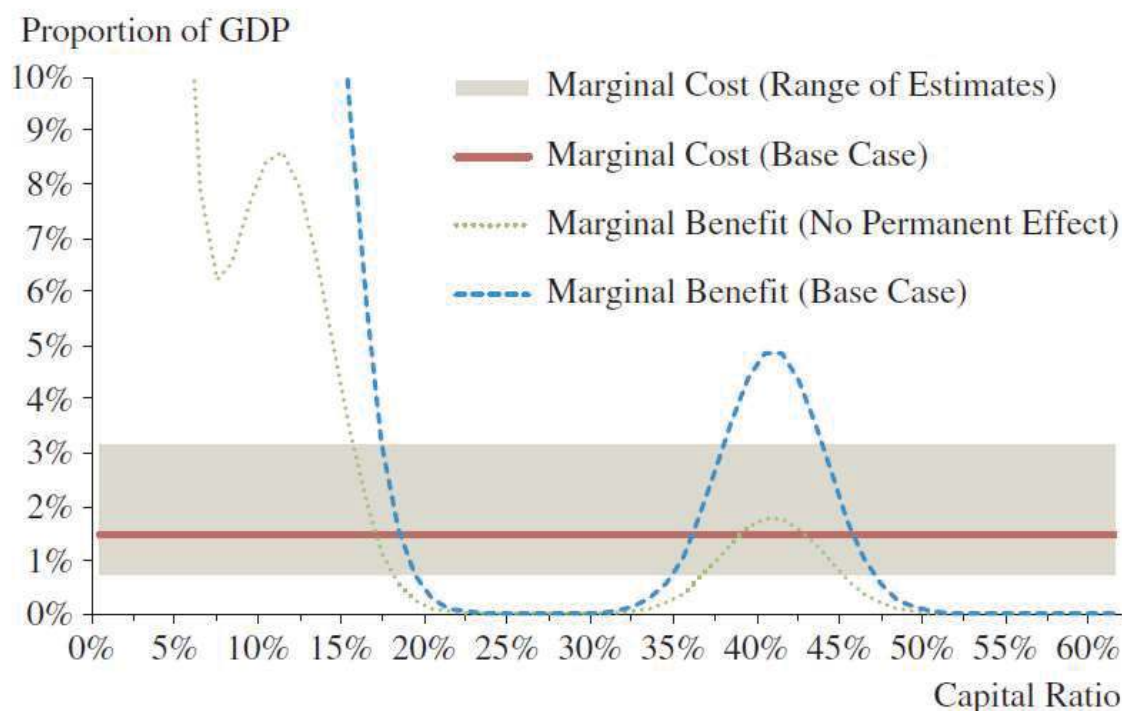
Geen business as usual

De hervorming van het financieel bestel is zowat het belangrijkste agendapunt van onze generatie. Uiteraard zijn er meningsverschillen. Maar die gaan over het gewenste tempo en hoeveelheden, niet over de kern van de zaak.

De hele evenwichtsoefening bestaat er dan in te zorgen dat ondertussen banken hun rol voor het ondersteunen van de reële economie kunnen blijven spelen. Tegelijkertijd hebben we echter de plicht ervoor te waken dat we weg evolueren van de bestaande “business modellen” die te veel gebaseerd waren op het ongewenst overdragen van de slechte risico's naar de maatschappij.

Vandaar heel de agenda van hogere kapitaalbuffers en liquiditeitsbuffers. Wat zijn de gewenste niveaus waar we naar toe moeten evolueren? Deze hangen af van een aantal cruciale parameters. Ten eerste de maatschappelijke schade die kan toegeschreven worden met een bankencrisis. Volgens het Baselcomité (2012) kan men die schade ramen op 63% van het gezamenlijke jaarinkomen, van het BBP. Ten tweede de frequentie waarmee deze crisissen voorkomen en de mate waarin deze frequentie gereduceerd worden ten gevolge van bankhervormingen zoals hogere kapitaalbuffers ea. David Miles van de Bank of England voerde deze cruciale oefening reeds uit en hij kwam op kapitaalbuffers van 20% van het bankbalanstotaal. Ook de academici Hellwig en Admati komen in hun invloedrijk werk op gelijkaardige niveaus uit.

Als de economen het bij het rechte eind hebben, is het duidelijk dat de kapitaalbuffers die zijn voorzien in in de internationale regulering, Bazel III, ruimschoots te kort schieten.

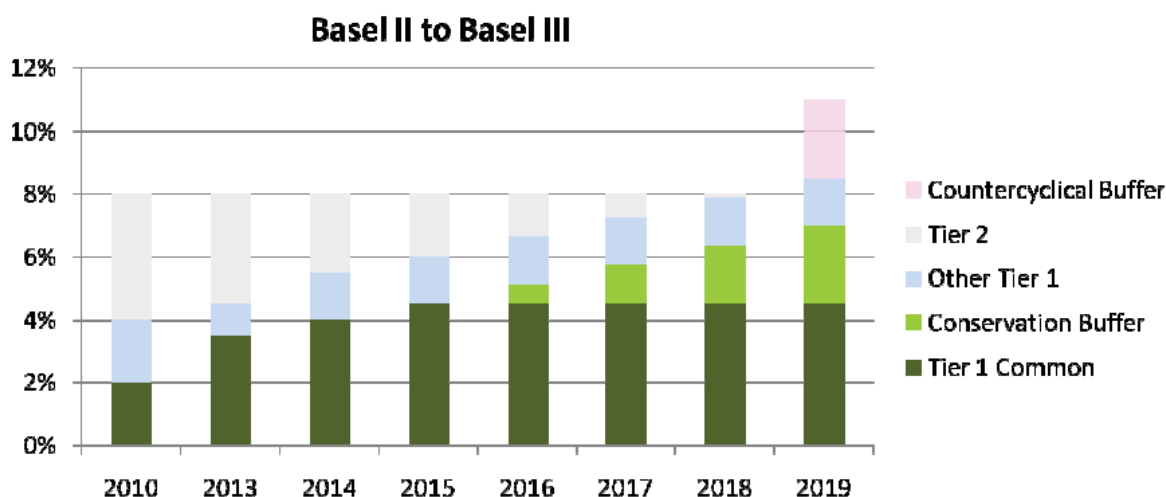
Grafiek 1: Optimale kapitaalnormen


Bron: David Miles & Jing Yang & Gilberto Marcheggiano, 2013. "Optimal Bank Capital," *Economic Journal*, Royal Economic Society, vol. 123(567), pages 1-37

Alleen tegen de achtergrond van de kortzichtigheid van de financiële markten kan het begrijpelijk zijn dat de doelstellingen van kapitaalbuffers van 20% nog niet werden opgenomen in Bazel. Inderdaad: theoretisch ware het eenvoudig geweest om in Bazel III op te nemen dat kapitaalbuffers van 7% bereikt moesten worden tegen 2019 om vervolgens een traject naar buffers van 14% tegen 2024 en 20% tegen 2030 vast te leggen. Maar zodra de deelnemers aan de financiële markten aan het einde van de horizon een objectief zien verschijnen van kapitaalbuffers van 7% ze hier onmiddellijk op vooruitlopen. Deze dynamiek zagen we in elk geval de voorbije jaren tot stand komen. Zodra de nieuwe Bazel III normen zich vaag begonnen af te tekenen ontstond op de financiële markten druk op de banken om deze zo snel mogelijk en liefst zelfs onmiddellijk te bereiken: banken die nog ver van wal waren, zagen hun financieringskosten fors oplopen. Enerzijds kunnen we die marktdruk heel goed gebruiken om tot de gewenste transformaties te komen. Anderzijds kan deze echter ongewenste macro-effecten genereren met banken die in de problemen komen om aan de druk te voldoen én tegelijkertijd hun rol van financier voldoende te blijven spelen. Vandaar dat er op dit moment een zekere dubbelzinnigheid is waarbij op publieke fora

veelal gezwegen wordt over het feit dat Bazel III maar een tijdelijk tussenstation is.

Grafiek 2: Nieuwe kapitaalnormen en historisch overzicht

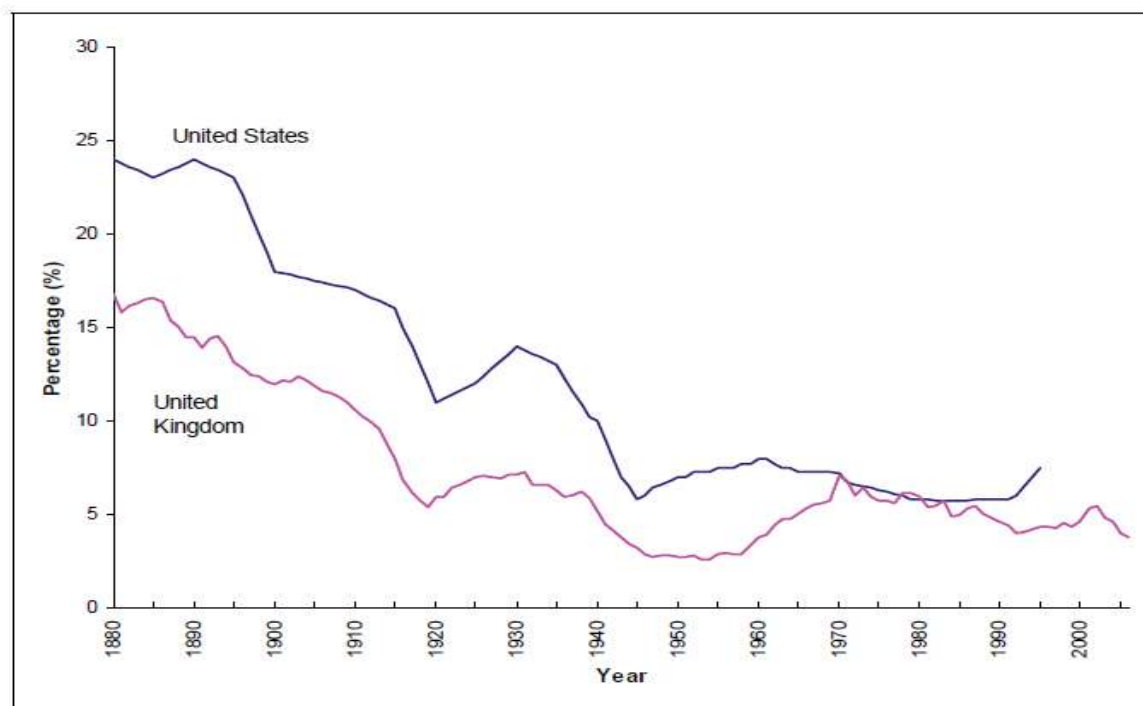


Bron: Bank of England

Ondertussen mogen onze politici zich vooral niet laten tegenhouden door drogredenen. Zo wordt er nogal eens aangevoerd dat hogere kapitaalbuffers schade zouden aanbrengen aan de economie. Dit is enkel zo indien deze overhaast geïmplementeerd worden waardoor er kapitaal opgehaald moet worden in een mogelijk te krappe markt. Als er echter voldoende tijd voor genomen wordt, is dit geenszins het geval. Dit is zo elementair dat het beschamend is om vast te stellen dat het toch vaak als argument opgevoerd wordt. Hogere kapitaalbuffers zullen er voor zorgen dat kapitaalverschaffers met minder risico op verlies van hun inlage moeten rekening houden. Het is dan ook economie voor beginners om te beseffen dat dit niet aanleiding geeft tot een mismatch tussen vereist kapitaalrendement en door de economie op te brengen rendementen. Heel veel van de 'bezwaren' tegen noodzakelijke hervormingen die bankverantwoordelijken aanvoeren zijn gebaseerd op de redenering alsof het huidige businessmodel de maatstaf is voor de toekomst. Het is nu net een elementair inzicht dat dit aan grondige herziening toe is wegens gevaarlijk onduurzaam. De geschiedenis leert overigens dat het heel goed mogelijk is om goed te bankieren op een hoger niveau van solvabiliteit.

Stand van zaken

In historisch perspectief kennen de bankbalansen vandaag nog steeds een enorme hefboom (grafiek 3).

Grafiek 3: Kapitaalnormen: historisch overzicht


Bron: Bank of England

Ondertussen is toch ook maar duidelijk geworden dat banken helemaal niet die monsterachtige omvang van zes jaar geleden nodig hadden om de reële economie te ondersteunen. Toch is wereldwijd, en dus ook in de Verenigde Staten en Europa, de bankconcentratie zelfs nog verhoogd sinds de crisis. Grote banken slokken kleintjes op. Nochtans spelen er geen grenzeloze schaalvoordelen in de banksector. In tegendeel. Onderzoek toont aan dat de groei van bankbalansen boven een beperkte schaal leidt tot lagere productiviteitsgroei. Dit is een inzicht dat nog onvoldoende doorgedrongen is tot beleidsmakers. (Cecchetti, S. and E. Kharroubi 2012) Liikanen (2012) rapporteert dat klantenleningen een groter aandeel uitmaken van de balans van kleine & midsized banks.

De reeds geboekte vooruitgang in de ratio kapitaal versus balanstotaal is echter in grote mate gebeurd door inkrimping van de noemer (balans), meer dan door toename van de teller (eigen vermogen). Dit betekent dat banken in de gekke jaren heel wat activiteiten ontplooiden waarvan vandaag iedereen zich afvraagt wat nu precies destijds hun sociaal nuttigheidsfactor inhield. Een balansinperking die vooral gevolg is van reductie in het interbancair lenen hoeft niet ten koste te gaan van klanten (gezinnen, grote bedrijven, KMO). (Buiter & Rahbari 2012)

Sinds 2007 werden door de belangrijkste banken meer dan 720 miljard aan activa verkocht waarvan de helft door Europese banken (McKinsey 2013). Terwijl de Europese banken netto-verkopers waren heeft Amerikaanse bankindustrie in zijn geheel eerder aan de kopende kant gestaan. Tegelijkertijd hebben de banken volop activa met zogenaamde lage risicowegingen ingeslagen wat vooral op soeverein staatspapier slaat. Op deze manier zijn ze wel extreem gevoelig geworden voor de waardering van overheidsschuld.

Het financieel stelsel wordt af en toe nog getroffen door naschokken maar de meeste banken buiten Cyprus en Griekenland versterken stilletjes aan hun balans, maar wel op een erg ongelijkmatige wijze. Voor het beleidsproces is het nochtans belangrijk dat er geen te grote gaten vallen in de mate dat nieuwe regulering geïmplementeerd wordt over verschillende Europese landen. Er is dan wel een opklaring van het klimaat in die zin dat meestal de toestand niet verder meer verslechtert, toch is de onderliggende inkomenscapaciteit van de meeste banken niet meer wat ze geweest is. Nog belangrijker is het besef dat dit ook niet meer terug kan komen wegens volledig niet-duurzaam. De sterkste banken hebben hun wonden geslagen door de crisis kunnen likken door de toxische activa af te stoten en zodoende hun balans te repareren en een nieuw evenwicht te vinden door opnieuw aan te sluiten bij hun kernactiviteiten.

Maar ook daar moeten kanttekeningen bij geplaatst. De inconsistenties inherent aan de Bazelregulering hebben al veel vermijdbare economische schade aangericht. Momenteel bestaat er grote ongerustheid over de variatie van risicoweging van activa bij verschillende banken. Deze variatie wijst erop dat de interactie van risico-afhankelijke regels met de complexiteit van risicomodellering de effectiviteit ervan ernstig verzwakt. Voor de eerder kritische bankexperten is het dan ook verbazingwekkend dat de regelgever het anno 2013 nog steeds 'accepteert dat met interne risicomodellen te werken om de kapitaalsbehoefte te bepalen. Het blijkt dat die van bank tot bank aanzienlijk verschillen. De Bank voor Internationale Betalingen onderscheidt vijf factoren die de variatie kunnen verklaren. Ten eerste definiëren de modellen risico op een verschillende wijze. Sommigen meten de kans op falen over de economische cyclus heen, anderen in de huidige economische omgeving. Hetzelfde geldt voor het zogenaamde staartrisiko. De fameuze stresstests toonden aan in hoeverre de geloofwaardigheid van de regelgever door dergelijke variatie op het spel kan gezet worden. Ten tweede beseft iedereen die met modellen werkt dat ze variatie opleveren door de talrijke assumpties waarmee ze werken. Ten derde is er het feit dat de datasets die gehanteerd worden verschillen (bijvoorbeeld in omvang en lengte) en dus verschillende schattingsresultaten zullen opleveren. Ten vierde is er de cruciale menselijke factor met de mogelijkheid van opportunistische keuzes en optimisme bias die een zware rol gespeeld heeft in talloze banken in de financiële crisis. Er is nu eenmaal de verleiding voor bankmanagement om het reglementair kapitaal zo laag mogelijk te willen houden. Niet alleen gezien het objectief om de fundingkost zo laag mogelijk te houden maar ook omwille van de toezichthouder een zo gering mogelijk rol toe te kennen. Ten slotte heeft het verleden grote variatie blootgelegd in de wijze dat toezichthouders de

resultaten van de interne bankmodellen omspringen. De buitenwereld heeft er echter het raden naar wat de bronnen van de variatie op het vlak van risicoweging zijn. Dit is een enorm obstakel in de mate dat ook marktdiscipline een noodzakelijke rol kan spelen in het vrijwaren van ontsparingen in bankrisico's.

Openstaande werven

Terwijl de regelgevers vooral proberen te remediëren aan het "too big to fail"probleem zijn vele bankverantwoordelijken nog de lacunes aan het opvullen die tijdens de crisis bloot kwam te liggen in de consistentie van hun intern beheer. De regelgever van zijn kant is nog aarzelend op zoek om in te spelen op het "too complex to manage" fenomeen van een aantal banken. In elk geval kan het toezichtregime verbeterd worden door meer transparantie te brengen zodat marktdiscipline beter aansluiting vindt met de werkelijke risico's verborgen in de interne bankmodellen. Talloze banken hebben vooral een optimalisatiestrategie gevolgd op het vlak van risicoweging om vlotter aan de veranderende kapitaalseisen te voldoen. In de markt is er momenteel grote controverse over deze zogenaamde "window-dressing". De hervormingsagenda bevat officieel het afdwingen van betere kwaliteit van kapitaal maar de maatstaven om dit transparant te maken dienen nog sterke ontwikkeling te ondergaan. De leverage ratio zoals minimaal afgesproken maar ook de extra kapitaalbuffers voor systeembanken dienen volgens kritische bankanalisten nog sterk opgevoerd te worden en het is niet duidelijk dat de regelgever hiervoor een sterk mandaat heeft. Hetzelfde kan gezegd worden over de toepassing van de zogenaamde contracyclische kapitaalbuffer en de "liquidity coverage ratio". Over controversiële zaken als de behandeling van innovatie op het vlak van securitisatie, het afdwingen van de nieuwe afspraken over resolutiemechanismen en het veiliger behandelen van afgeleide producten is de vooruitgang erg bescheiden. Wat dit laatste betreft, is het principe van centrale tegenpartij ("clearing house") om de zwakke schakels op het vlak van interconnectie te vermijden, verworven. Toch blijft er veel ruimte over om transacties uit te voeren buiten dit systeem. Op dit moment moet vastgesteld dat het hele fenomeen van het schaduwbankieren alles behalve onder controle is.

Ondanks de overeenkomst van de wereldleiders van de G20 in 2009 om tegen 2012 afgeleide instrumenten over centrale handelsplatformen te laten verlopen, is dat bijna nergens bereikt. Deze observatie onderstreept dat het belangrijk is om het momentum van crises zo snel als mogelijk om te zetten in harde daden. Nadien verzwakt de aandacht en de wil om in te grijpen.

Momentum voor bankhervormingen in tijden van extreem accomoderend monetair beleid

Aangezien de gereserveerde winsten momenteel de belangrijkste bron vormen van kapitaalversterking is het extreem belangrijk dat banken enkel risico's verbonden aan het financieren van de reële economie nemen en de speculatieve activiteiten die daarmee

geen verband houden achterwege laten. Arcand (2012) wijst erop dat financiële transacties de schaarse resources van de reële economie inpalmen. Klantenleningen maken slechts 28% uit van de totale balans van de financiële instellingen in de EU! (McKinsey 2013)

In het huidige klimaat blijft het niet evident om investeerders in banken te overtuigen om bij te dragen aan werkelijke kapitaalsverhogingen. Het blijft ook een uitdaging om bankverantwoordelijken én de bevolking te sensibiliseren dat de huidige verbeterde inkomenscapaciteit veel, zo niet alles, te danken heeft aan het extreem accommoderende monetaire beleid. In Europa blijft het bovendien extra delicaat om te wijzen op het feit dat de kwaliteit van soevereine schuld extra risicomangement vergt. De totstandkoming van de muntunie creëerde bij sommigen immers de waanidee dat er geen verschillen meer bestonden in kredietwaardigheid tussen verschillende lidstaten. Deze illusie kwam ten einde na de Griekse crisis maar blijft voor een stuk sluimeren in het hoofd van menigeen.

Structurele bankhervormingen

De belangrijkste hoop op een werkelijk veiliger financieel systeem is vandaag gebaseerd op de initiatieven van enkele pioniers die een stuk verder durven gaan dan het internationaal politiek haalbare minimum minimorum. Het gaat om landen waarvan de politici onder ogen hebben durven zien hoe zwaar de schade was aangebracht aan de reële economie. Die hebben sindsdien vele taboes opzij hebben geschoven om de bevolking werkelijk te tegen financiële catastrofe ten gevolge van roekeloos bankieren.

De structuurhervormingen genomen door een aantal pioniers zijn verschillende initiatieven om commercieel bankieren (deposito's werven en kredieten verlenen) te scheiden van risico's inherent aan investeringsbankieren. Fundamenteel is dat bij afwezigheid van dergelijke scheiding, de klantendeposito's van klanten feitelijk gebruikt kunnen worden om te speculeren voor eigen rekening. Aangezien de maatschappij daarenboven vastberaden is om dat spaargeld van de klanten een bescherming toe te kennen, leidt het typisch tot de realiteit dat investeringsbanken feitelijk kunnen werken op basis van een impliciete subsidiëring. Dit is de ultieme basis van het moral hazard probleem zoals hierboven samengevat als het privatiseren van de verliezen en socialiseren van de verliezen. Realistische resolutie van falende banken veronderstelt een model van gescheiden bankfuncties. Onderzoek kwantificeert deze impliciete subsidiëring van risicotakken ten koste van de depositotak en daaruit blijkt dat dit nog is toegenomen sinds de crisis. (Schich, S. ea 2012)

Dergelijke structurele scheiding is ook evident vanuit een organisatorisch standpunt. Bankgroepen zijn niet alleen heel groot, ze zijn ook bijzonder complex en zelfs "too complex to manage". Ook toezichthouders stellen dat het scheiden van activiteiten van depositobankieren en investeringsbankieren tot een effectiever te superviseren model

leidt. Voor externe stakeholders leidt het tot een transparantere situatie waarbij minder conflicterende functies meer marktdiscipline mogelijk maken wat extreem belangrijk is om de maatschappij te behoeden voor de ontsporingen die doorheen heel de geschiedenis frequent deze cruciale schakel van de economie teisteren. Vanuit de organisatieleer stelt men dat de structurele scheiding noodzakelijk is om te voorkomen dat agressieve risicocultuur van het investeringsbankieren de publieke nutsfunctie van het depositobankieren besmet. Van de 25 banken waarbij trading inkomen het gemiddelde oversteeg met één standaarddeviatie, moesten er 18 gered worden (Chow & Chin 2011); excessieve posities waren ook een factor in de ineenstorting van Frotis.

Er wordt soms gesteld dat er binnen een universele bankgroep een economische diversificatie plaatsvindt, waardoor het algemeen risico vermindert. Er is echter de systemische dimensie om te overwegen dat dit het bankwezen als geheel minder gediversifieerd maakt. Andy Haldane (2009) van de Bank of England stelt dat wanneer banken diversifiëren het systeem minder divers wordt en meer kwetsbaar voor gemeenschappelijke schokken. Dit speelt ondermeer inzake activiteiten op de kapitaalmarkt, maar ook de diversificatie inzake de handel in afgeleide producten heeft dergelijke systemische dimensie. Terwijl voor de crisis sommigen stelden dat derivaten risico verspreidden over de economie en dus het systeem weerbaarder maken, bleek tijdens de crisis nu net het tegenovergestelde. Rajan (1992) stelde al dat dergelijke instrumenten het systeem mogelijk minder kwetsbaar maken voor kleine, ongecorreleerde schokken maar kwetsbaarder voor grote, gecorreleerde schokken. De pleitbezorgers van deregulering gebruikten argumenten van gunstigere schaalvoordelen en meer risicodiversificatie (Barth et al., 2000). Die positie hield echter fundamenteel geen rekening met belangrijke verschillen in de kwaliteit van producten bij universele banken en gespecialiseerde investeringshuizen (Kroszner & Rajan, 1994; Puri, 1994). Het wordt toch wel tijd dat politici en regelgevers recent onderzoek over performantie, efficiëntie en risico bij universele banken ernstig nemen. Terwijl diversificatie verleidelijk is voor de uitbreidingsmogelijkheden op het vlak van bankproducten, worden deze voordelen meer dan teniet gedaan door een toegenomen blootstelling aan volatiliteit (DeYoung & Roland, 2001; Stiroh, 2004 and 2006b; Stiroh & Rumble, 2006). Focarelli et al. (2011) tonen dat producten onderschreven door universele banken risicovoller zijn dan deze door gespecialiseerde investeringshuizen. Diversificatie lijkt wel aantrekkelijk omdat het aanzet tot hogere marktwaarderingen, het zet echter bankiers evengoed aan minder kapitaal aan te houden en meer risicovolle activiteiten op te zoeken (Demsetz & Strahan, 1997; Baele et al., Demirgüç-Kunt & Huizinga, 2010b). Securitatisatie stelt banken in de mogelijkheid om hun risicovolle activa te poolen en te verkopen aan externe investeerders waardoor het risico verschuift. Traditioneel werd de groei in deze transacties verdedigd door het voordeel voor zowel investeerders als de emittenten. Vanuit het oogpunt van de investeerders blijft dit alleen overeind zolang de producten niet gecorreleerd zijn met hun andere posities. Voor de bank-emittent vermindert de transactie het risico en reduceert de noodzakelijke kapitaalbuffers. Maar van dat plaatje blijft niet veel over sinds de financiële crisis (Brunnermeier, 2009; Pozsar et al., 2010).

Belangrijk blijkt de ondermijnende druk vanwege de bankiers in de investeringsdivisie op de cultuur van gepaste screening van leningen in de andere takken van de bank (Mian & Sufi, 2009; Keys et al., 2010). Securitatie zonder risicotransfer blijkt eerder de regel dan de uitzondering te zijn. (Greenlaw et al., 2008; Shin, 2009; Acharya et al., 2010b).

Een parallelle ontwikkeling aan de diversificatie van bankactiviteiten is de diversificatie van de funding strategie. Universele banken komen steevast onder druk om hun afhankelijkheid van retail deposito's te reduceren en zich te wenden tot de interbankenmarkt (en wholesale). Dit laat toe om balanstotaal enorm procyclisch te laten ontwikkelen (Adrian & Shin, 2008, 2010). Zo bekeken is de diversificatie op het vlak van funding erg verbonden met de toegenomen handelsactiviteiten. Voor banken actief in trading neemt hun kapitaal toe onder invloed van een boom op de markt, ongeacht of deze duurzaam is of niet. Deze 'surpluscapaciteit' kunnen banken vervolgens gebruiken om hun balanstotaal te vergroten en nieuwe producten uit te geven. De rol van repos en reverse repos laten de bankiers enorm veel ruimte om hier "creatief" mee om te gaan (Acharya et al., 2010b). De literatuur biedt dus een hele resem argumenten waarom bankiers aangezet worden te diversifiëren waar dat voor de maatschappij helemaal niet zo gunstig hoeft te zijn. Niet alleen kan dergelijke diversificatie het algemeen belang en financiële stabiliteit in gevaar brengen. Door het ongelijke informatieverdeling tussen bankiers en buitenstaanders ontstaan ook talrijke risico's op moral hazard en belangenconflicten.

Praktische implementatie

Uiteraard is het niet evident om de scheidingslijnen tussen commercieel –en investeringsbankieren te definiëren en af te dwingen. Bovendien moet men sowieso voor waken dat activiteiten zich niet onttrekken aan de reguleringssperimeter en het schaduwbankieren versterken. First best is internationale coördinatie zodat initiatieven van verschillende jurisdicties ook op het vlak van structuurhervormingen op elkaar afgestemd zijn.

Natuurlijk zal er steeds internationale arbitrage zijn mogelijk zijn zolang de regulering niet perfect geharmoniseerd is. Maar politici kunnen hun initiatieven om hun bevolking beter te beschermen niet staken met het inhoudsloze argument dat er eerst volledige overeenstemming moet zijn op het internationale vlak. Want dan zou er effectief niets gebeuren op het vlak van structuurvernieuwing. Internationale regulering situeert zich op dit moment vooral op het vlak van het afdwingen van beperkingen in de vorm van kapitaals –en liquiditeitseisen en beschouwt het businessmodel van banken fundamenteel als gegeven. In de internationale literatuur beschouwt men de twee benaderingen, structuurhervormingen door pioniers en internationale parameterhervormingen via (o.a.) Bazel III als complementair.

Pioniers

De meest prominente initiatieven op het vlak van structuurhervormingen zijn op dit moment de Volckerregel in de Verenigde Staten, de Vickershervorming in het Verenigd Koninkrijk en de Liikanenbenadering in de Europese Unie.

De Volckerregel beschouwt bepaalde handelsactiviteiten als niet behorende tot de kern van de bankierstaak en eist daarom dat deze tradingactiviteiten zich buiten het veiligheidsnet van de financiële sector situeren. Dit slaat logischerwijze op “proprietary trading” door bankiers, waarbij ze niet als agent op treden voor klanten maar eigen middelen inzetten op deze of gene marktevolutie. Deze visie impliceert ook dat de Volckerregel investeringen van depositobanken in hedge funds en private equity funds afblokt. Juridische “spitsvondigheden”, zoals als het opnemen van deze activiteiten in dezelfde holdingstructuur zullen niet meer mogelijk zijn.

Ook de Europese Liikanenbenadering stuurt aan op een scheiding van de investeringsbankactiviteiten en andere niet-kernactiviteiten van universele banken van de depositowerving en kredietverlening. Ze streeft er naar om besmetting en kruissubsidiëring binnen bankgroepen te voorkomen door de risico's te compartimenteren. De voorgestelde hervorming is echter erg timide doordat ze toelaat dat de betreffende activiteiten wel binnen dezelfde holdingstructuur behouden kunnen blijven. Daardoor laat het voorstel de onderliggende economische realiteit veeleer onaangetaast en biedt ze slechts een eng-juridisch nieuw kleedje. De hoop is dat ze op die manier wel de afwikkeling van falende activiteiten bevordert en moet daardoor eerder beschouwd worden als een resolutieprocedure.

De Vickershervorming daarentegen durft wel zich duidelijker uitspreken over welke activiteiten tot de publieke nutsfeer behoren. Ze gaat uit van die activiteiten die typisch een laag-rendementbusiness betreffen en afgescheiden moeten worden van activiteiten met hoog risico. De basisoptie in de hervorming is dus de afbakening, de ‘ringfencing’ van de bancaire kernactiviteiten van de overige. Ook hier zijn de politici op het laatste ogenblik teruggedeinsd om af te dwingen dat beide volledig gescheiden worden en laten ze de basisoptie toe dat ze behouden blijven in dezelfde holdingstructuur. Doordat de splitsing niet volledig is, flakkert de discussie over het onder stroom zetten van het hek, elke keer er een belangrijk incident plaatsvindt in een systeembank. In tijden van crisis kan de status quo ter discussie gesteld worden. Het is nog maar eens aangetoond hoe inherent instabiel een bancaire systeem kan zijn. Lidstaten staan nu op bepaalde vlakken hun soevereiniteit wel af maar om tot een coherent stabiel stelsel te komen moeten verschillende dossiers tegelijkertijd in beweging komen wat niet altijd strookt met de politieke logica. In het belang van de toekomst van de Europese bevolking is het essentieel dat het bankendossier intens gemonitord blijft de komende jaren met de nodige kritische zin.

Significante verwezenlijkingen bankhervorming:

- Hogere minimumkapitaalvereisten (+ extra kapitaalheffing voor systeemrelevante financiële instellingen);
- Betere kwaliteitseisen kapitaal (versus hybridekapitaal);
- Een verruiming van de risico's waarvoor kapitaalvereisten worden opgelegd;
- Strengere kapitaalvereisten voor posities in de handelsportefeuilles;
- De invoering van liquiditeitsregels;
- Ambitie effectieve herstel-en resolutieplannen.

Significante tekortkomingen bankhervorming:

- Geen perspectief op kapitaalvereisten (minimaal 20procent) waarbij de kosten van een financiële crisis voldoende in rekening gebracht worden;
- Onvoldoende ringfencing waardoor afwikkelbaarheid banken niet verzekerd en kans groot blijft dat opnieuw bailout door belastingbetaler nodig zal zijn;
- Er wordt geen punt gezet achter de depositogarantiesubsidie voor handelsactiviteiten, het volledig indijken van de besmetting van retailbanken door risicovolle handelsactiviteiten;
- Er wordt toegelaten dat de afgesplitste activiteiten binnen dezelfde groep blijven, waardoor entiteiten binnen dezelfde groep elkaar blijven besmetten en de doelstellingen niet bereikt worden;
- Talloze onderdelen van de passiefzijde van de bankbalans worden vrijgesteld van bail-in, met name de interbancaire schuld op korte termijn, waardoor deze net een vlucht kan nemen en de fundingrisico's van banken voor de maatschappij nog groter worden.

Europa telt zo'n 8.000 banken. Dat 'grote' aantal verhult de concentratie van activa. Maar liefst 43 procent van alle activa bevindt zich op de balans van een groepje van 15 grootbanken. De mate waarin de financiële en reële economie (deze waar feitelijke goederen en diensten worden geproduceerd) van mekaar losgekoppeld zijn, dringt pas door als je weet dat slechts 10 procent van de verhandelde financiële producten betrekking hebben op de reële economie. Minder dan 10 procent van alle schuld papier in omloop houdt verband met niet-financiële ondernemingen. Minder dan 10 procent van alle *over-the-counter* afgeleide producten worden verhandeld met een niet-financiële tegenpartij. Slechts 5 procent van de wisselkoersactiviteit heeft te maken met werkelijke export en import van goederen en diensten. De Europese financiële sector drijft dus hoofdzakelijk handel met en in zichzelf.

Oorspronkelijk verleenden banken gewoon kredieten aan klanten die daarvoor in aanmerking kwamen, en hielden ze deze kredieten ook op hun balans. Deze kredieten werden gefinancierd vanuit de middelen die de bank aantrok in de vorm van deposito's, spaargeld zeg maar. Het model dat gepromoot werd door de Amerikaanse investeringsbanken, werkte echter niet meer volgens dat zogenaamde '*originate and hold*' model, maar veeleer volgens een '*originate and distribute*' model. De kredieten werden versneden, vindingrijk verpakt en opnieuw gedistribueerd binnen het financiële systeem. De herverpakte en doorverkochte kredieten, verdwenen zo van de balans van de bank zelf, waardoor meteen ook regulatoire beperkingen werden omzeild, die ingevoerd waren na vorige excessen.

Voorstanders van het '*originate and distribute*' hebben altijd aangevoerd dat dit model een betere spreiding van het risico mogelijk maakte. In werkelijkheid knipte men de band tussen risico en de bank door, en werd het risico doorgeschoven. Het kwam vooral terecht bij degenen die het risico niet begrepen en dus niet bij degenen die het best uitgerust waren om het risico te dragen. Wie het risico wel begreep schoof het zo snel mogelijk door naar degene die het niet begreep. Bovendien creëerde het systeem prikkels voor opportunistisch gedrag: omdat de bank risico's kon doorschuiven, moest ze immers minder kieskeurig zijn bij het beoordelen ervan. Niet alleen werden zo slechtere risico's opgenomen, ze werden ook nog eens minder nauwkeurig geanalyseerd en gequoteerd. U begrijpt dat zo'n praktijk in alles de kiemen van een vertrouwensbreuk inhoudt.

Het transactie-gebaseerde financieel kapitalisme verdient de naam van 'casinokapitalisme'. Het ontmoedigt langetermijndenken en wederzijds engagement. In het traditionele relatie-gebaseerde kapitalisme daarentegen, heeft de bank er net alle belang bij om nauwlettend toe te zien op de kredietwaardigheid van de klant, omdat een klant die zijn lening niet aflost de bank zelf in de problemen zal brengen. Daardoor zal de bank meer voorzichtigheid aan de dag leggen.

Transactie-gebaseerd kapitalisme

- Via anonieme kapitaalmarkt, i.e. disintermediatie
- 'originate and distribute' model
- securitisering
- buiten-balans vehicles (om regulatoire beperkingen te omzeilen)
- faciliteert risk trading
- flexibel
- prikkel voor opportunistisch gedrag
- weinig prikkels voor monitoring ontleners
- financiering via kapitaalmarkt (wholesale)
- kwetsbaar voor marktilliquiditeit
- behoefte aan 'Market Maker of Last Resort'

Relatie-gebaseerd kapitalisme

- via bankkanaal
- 'originate and hold' model
- illiquide /niet-verhandelbare activa
- beperkte scope voor risk-trading
- kwetsbaar voor klassieke bankrun
- funding vooral door deposito's die steeds teruggetrokken kunnen worden
- moedigt langetermijndenken en engagement aan
- sterke prikkel voor monitoring ontleners (ken uw klant)
- risico op toetredingsbelemmeringen voor nieuwkomers
- behoefte aan Lender of Last Resort

Degenen die in dit alles een ondergang van de vrije markteconomie zien, herinner ik aan het beeld dat Adam Smith al in 1776 hanteerde. Een goede 230 jaar geleden dus. Het financieel systeem is als een huis met vele kamers, en Smith pleitte toen al om tussen die kamers stevige branddeuren te installeren. Ja, dat belemmert de vrijheid van de mens, maar zonder gaat bij een brand het hele huis in de vlammen op. De ambitie moet zijn om gezonde banken te bouwen die robuust genoeg zijn om een storm te doorstaan.

Referenties

Acharya, V.V., P. Schnabl and G. Suarez (2010), "Securitization without risk transfer", NBER Working Papers, No. 15730, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.

Adrian, T. and H.S. Shin (2008), "Financial Intermediary Leverage and Value-at-Risk", Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, No. 338, Federal Reserve Bank of New York, New York, NY.

Adrian, T. and H.S. Shin (2010), "Liquidity and Leverage", Journal of Financial Intermediation, Vol. 19, No. 3, pp. 418-437.

Arcand, J-L., E. Berkes and U. Panizza (2012), "Too much finance?", IMF Working Paper 12/161

Ayadi, R., E. Arbak, and W. De Groen, Business Models in European Banking: A Pre-and Post-Crisis Screening, CEPS, 2011

Baele, L., O. De Jonghe and R. Vander Venet (2007), "Does the Stock Market Value Bank Diversification?", Journal of Banking and Finance, Vol. 31, No. 7, pp. 1999-2023.

Barth, J.R., R.D. Brumbaugh Jr. and J.A. Wilcox (2000), "The Repeal of Glass-Steagall and the Advent of Broad Banking", OCC Economic Working Paper, No. 2000-5, US Office of the Comptroller of the Currency, Washington, D.C., April

Brunnermeier, M.K. (2009), "Symposium: Early Stages of the Credit Crunch: Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007-2008", Journal of Economic Perspectives, Winter, Vol. 23, No. 1, pp. 77-100.

Buiter, W. and E. Rahbari (2012), "Debt of nations: Mr. Micawber's vindication: Causes and consequences of excessive debt", Citi GPS: Global Perspectives & Solutions, November.

Cecchetti, S. and E. Kharroubi (2012), "Reassessing the impact of finance on growth", BIS Working Paper 381

Chow, J. and J. Surti (2011), "Making banks safer: Can Volcker and Vickers do it?", IMF Working Paper 11/236.

Demirgüç-Kunt, A. and H. Huizinga (2010a), "Are banks too big to fail or too big to save? International evidence from equity prices and CDS spreads", World Bank Policy Research Working Paper Series, No. 5360, World Bank, Washington, D.C.

Demirgüç-Kunt, A. and H. Huizinga (2010b), "Bank Activity and Funding Strategies: The Impact on Risk and Returns", Journal of Financial Economics, Vol. 98, No. 3, pp. 626-650

Demsetz, R.S. and P.E. Strahan (1997), "Diversification, Size, and Risk at Bank Holding Companies", Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 29, No. 3, pp. 300-313.

DeYoung, R. and K.P. Roland (2001), "Product Mix and Earnings Volatility at Commercial Banks: Evidence from a Degree of Total Leverage Model", Journal of Financial Intermediation, Vol. 10, No. 1, pp. 54-84.

Focarelli, D., D. Marques-Ibanez and A.F. Pozzolo (2011), "Are universal banks better underwriters? Evidence from the last days of the Glass-Steagall Act", ECB Working Paper Series, No. 1287, European Central Bank, Frankfurt.

Greenlaw, D., J. Hatzius, A.K. Kashyap and H.S. Shin (2008), "Leveraged Losses: Lessons from the Mortgage Market Meltdown", US Monetary Policy Forum Report, No. 2, Rosenberg Institute, Brandeis International Business School and Initiative on Global Markets, University of Chicago Graduate School of Business.

Haldane, A. (2009), "Rethinking the Financial Network", speech to Financial Student Association, Amsterdam, April (<http://www.bankofengland.co.uk/publications/speeches/2009/speech409.pdf>).

Keys, B.J., T. Mukherjee, A. Seru and V. Vig (2010), "Did Securitization Lead to Lax Screening? Evidence from Subprime Loans", Quarterly Journal of Economics, Vol. 125, No. 1, pp. 307-362.

Kroszner, R.S. and R.G. Rajan (1994), "Is the Glass-Steagall Act Justified? A Study of the U.S. Experience with Universal Banking before 1933", American Economic Review, Vol. 84, No. 4, pp. 810-832.

McKinsey Global Institute, Financial globalisation: retreat or reset?, Global Capital Markets, 2013

Mian, A. and A. Sufi (2009), "The Consequences of Mortgage Credit Expansion: Evidence from the U.S. Mortgage Default Crisis", Quarterly Journal of Economics, Vol. 124, No. 4, pp. 1449-1496.

Miles, D. & Jing Yang & Gilberto Marcheggiano, 2013. "Optimal Bank Capital," Economic Journal, Royal Economic Society, vol. 123(567), pages 1-37

Pozsar, Z., T. Adrian, A. Ashcraft and H. Boesky (2010), "Shadow Banking", Staff Reports, No. 458, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, New York, NY, July.

Puri, M. (1994), "The Long-Term Default Performance of Bank Underwritten Security Issues", Journal of Banking and Finance, Vol. 18, No. 2, pp. 397- 418.

Rajan, R.G. (1992), "Insiders and Outsiders: The Choice between Informed and Arm's-Length Debt", Journal of Finance, Vol. 47, No. 4, pp. 1367-1400.

Schich, S. and S. Lindh (2012), "Implicit Guarantees for Bank Debt: Where Do We Stand?", OECD Journal: Financial Market Trends.

Schich, S. and B-H Kim (2012), "Developments in the Value of Implicit Guarantees for Bank Debt: The Role of Resolution Regimes and Practices", OECD Journal: Financial Market Trends

Shin, H.S. (2009), "Securitisation and Financial Stability", Economic Journal, Vol. 119, No. 536, pp. 309-332.

Stiroh, K.J. (2004), "Diversification in Banking: Is Non-interest Income the Answer?", Journal of Money, Credit, and Banking, Vol. 36, No. 5, pp. 853- 882.

_____ (2006a), "New Evidence on the Determinants of Bank Risk", Journal of Financial Services Research, Vol. 30, No. 3, pp. 237-263.

_____ (2006b), "A Portfolio View of Banking with Interest and Non-interest Activities", Journal of Money, Credit, and Banking, Vol. 38, No. 5, pp. 1351- 1361.

Stiroh, K.J. and A. Rumble (2006), "The Dark Side of Diversification: The Case of US Financial Holding Companies", Journal of Banking and Finance, Vol. 30, No. 8, pp. 2131-2161.