

2014-06-06

## PERSCOMMUNIQUÉ

---

### **Financiële integratie en fragmentatie in het eurogebied**

(artikel voor het Economisch Tijdschrift van juni 2014)

De afgelopen decennia werd wereldwijd een snel en intensief proces van economische en financiële integratie opgetekend. Gemeten aan de hand van de uitstaande bedragen aan externe activa en passiva, is de financiële integratie voor het eurogebied sinds 1999 aanzienlijk opgelopen: van 164 % bbp tot 405 % bbp in het derde kwartaal van 2013. Deze trend is voornamelijk toe te schrijven aan kapitaalliberalisering, deregulering en financiële innovatie. Daarnaast kreeg de financiële integratie in het eurogebied een extra impuls door de verwezenlijking van de interne markt en de invoering van de eenheidsmunt. De aanvang van de financiële crisis in 2007 maakte evenwel een abrupt einde aan de sterk toenemende integratie en risk sharing. In werkelijkheid stakte de financiële integratie voornamelijk in het eurogebied zoals blijkt uit de facto maatstaven.

In dit artikel wordt die integratie- en fragmentatiebeweging binnen het eurogebied nader geanalyseerd, aan de hand van zowel volumemaatstaven (kapitaalstromen) als prijsindicatoren (rentetarieven). Daarbij wordt de dynamiek van de internationale kapitaalstromen en de externe financiële positie onderzocht. Voor de rentetarieven wordt een analyse met een vector error correction model uitgevoerd om vast te stellen wat de oorzaken zijn van de verschillen tussen de in de landen van het eurogebied toegepaste bancaire debetrentes.

Uit dit artikel blijkt dat de ontwikkelingen in de financiële integratie binnen het eurogebied in belangrijke mate worden gedragen door de financiële sector (de banken). Vóór de crisis was de integratie binnen het eurogebied het verst gevorderd op de interbancaire markt en op de markt voor vastrentende effecten. Tevens waren de belangrijkste nominale rentetarieven binnen het eurogebied in aanzienlijke mate geconvergeerd. Deze integratie ging evenwel gepaard met de opbouw van grote macro-economische onevenwichtigheden in een onvolkomen institutioneel kader en bleek instabiel in het licht van de financiële crisis.

De herprijzing van de risico's vanaf de aanvang van de crisis veroorzaakte een sterke verzwakking van de integratiebeweging, vooral op de markten waar de integratie het meest was toegenomen. Zo liep de financiële integratie, gemeten aan de hand van de posities die de banksector aanhoudt, op de markt voor overheidspapier eind 2013 terug tot een niveau dat vergelijkbaar is met het peil bij de aanvang van de derde fase van de EMU begin 1999. Naast die afname van het integratieniveau, was in sommige landen tevens een omslag in de kapitaalstromen merkbaar: terwijl er voorheen netto kapitaal vloeide naar de landen met een extern deficit, werden deze landen sinds de crisis geconfronteerd met een aanzienlijke netto-uitstroom van privaat kapitaal ('sudden stop'). Deze fase van financiële fragmentatie dreigde tevens de effectiviteit van het monetair beleid in het gedrang te brengen, met grote verschillen tussen de referentierentes langs de nationale grenzen. Mede als gevolg van de toegenomen home bias weerspiegelden de rentetarieven immers in belangrijke mate nationale risicofactoren en raakten de risicopercepties van overheden en banken overmatig met elkaar verweven. Vooral de macro-economische situatie en de kwetsbaarheid van de financiële sector in sommige landen droegen bij tot de uiteenlopende bancaire debetrentes.

In het artikel worden ook de maatregelen besproken die de Europese autoriteiten hebben genomen om die situatie aan te pakken. Het Eurosysteem en de Europese bijstandsmechanismen (bv. de EFFF en het ESM) voorzagen in financieringsmechanismen om de directe financieringsdruk te verzachten. Bovendien lanceerde het Eurosysteem de Outright Monetaire Transacties om belemmeringen van het transmissiemechanisme van het monetaire beleid tegen te gaan. Naast deze maatregelen en om een terugkeer naar een houdbare financiële integratie op de langere termijn te verzekeren werd het institutionele kader aangepast. Met name de versterking van de economische governance en de oprichting van de bankenunie hebben ten doel de onderliggende oorzaken van de afgenomen financiële integratie aan te pakken en creëren een institutioneel kader dat een meer volledige en duurzame vorm van financiële integratie kan bevorderen.

Op dit ogenblik hebben de meeste noodlijdende landen de aanvankelijke onevenwichtigheden die ten grondslag lagen aan de kapitaalruggtrekkingen, grotendeels gecorrigeerd, wat een terugkeer naar de internationale kapitaalmarkten vergemakkelijkt. Uit dit artikel blijkt echter dat er grote onevenwichtigheden blijven bestaan op het vlak van de financiële posities. Zo stegen de netto externe verplichtingen in de zogenoemde programmalanden in het derde kwartaal van 2013 tot 113 % van hun gezamenlijk bbp, en blijven deze hoofdzakelijk gefinancierd door uitstaande 'officiële' kredieten. Een hernieuwde financiële integratie zou bijdragen tot een duurzamere financiering van de netto buitenlandse schuld van die landen. Een herstel van de financiële integratie is ook noodzakelijk om binnen de monetaire unie een adequate transmissie van monetairbeleidsbeslissingen te bewerkstelligen.