

# Financiële integratie en fragmentatie in het eurogebied

M. de Sola Perea

Ch. Van Nieuwenhuyze

## Inleiding

De afgelopen decennia werd wereldwijd een snel en intensief proces van economische en financiële integratie opgetekend. De financiële integratie verliep sneller dan de integratie via de internationale handel (Lane en Milesi-Ferretti, 2003; Unctad, 2012), deels door kapitaalliberalisering, deregulering en financiële innovatie. Tussen 1970 en 2006 verzesvoudigden de grensoverschrijdende financiële activa als aandeel van het mondiale bbp (Lane en Milesi-Ferretti, 2008), met een verdubbeling tussen 1996 en 2006 (Schindler, 2009). Het integratieproces bleek zelfs nog intensiever op het niveau van het eurogebied, dit onder impuls van de interne markt en, naderhand, de gemeenschappelijke munt en het beleid en de regelgeving die daar in het eurogebied uit voortvloeiden. Financiële integratie dient in feite te worden beschouwd als een fundamentele pijler in een monetaire unie, onmisbaar om in alle landen van die unie een adequate transmissie van het monetair beleid te waarborgen. De noodzaak om toe te zien op de financiële integratie wordt bevestigd in de missieverklaring van het Eurosysteem: 'Wij in het Eurosysteem hebben als hoofddoel het handhaven van prijsstabiliteit in het algemeen belang. In onze hoedanigheid van toonaangevende financiële autoriteit, beogen wij (...) financiële integratie in Europa te bevorderen'<sup>(1)</sup>.

Door de financiële en economische crisis, die zich voor het eerst manifesteerde in augustus 2007 en die in 2008 en 2009 verder om zich heen greep, kwam het wereldwijde integratieproces evenwel tot stilstand: samen met de

krimpende internationale handel droogden de internationale (interbancaire) kapitaalstromen sterk op. In het eurogebied kon het institutionele kader en de mate van de op dat ogenblik bereikte integratie niet voorkomen dat zich ook in de landen van de Economische en Monetaire Unie (EMU) soortgelijke ontwikkelingen voordeden: het proces van financiële integratie, dat tot dan toe het meest zichtbaar was op de interbancaire en obligatiemarkten, trok zich overwegend terug achter de nationale grenzen. Tijdens de overheidsschuldencrisis nam deze thuisvoorker verder toe, wat ook zorgde voor een ommekeer in de nettokapitaalstromen binnen het eurogebied; dienvolgevingen de landen die netto-invoerders van kapitaal zijn, hun externe posities aanpassen. Deze fase van financiële fragmentatie dreigde tevens de effectiviteit van het monetair beleid in het gedrang te brengen, wat het Eurosysteem ertoe noopte niet-conventionele maatregelen te nemen (Cœuré, 2014).

Traditioneel worden in de literatuur de voordelen van financiële integratie geprezen aangezien deze laatste het pad effent voor een vlottere marktwerking en ze derhalve efficiëntiewinsten tot stand brengt. Terzelfder tijd kan een toegenomen financiële integratie aanleiding geven tot meer broosheid en instabiliteit indien de markten niet perfect functioneren – bijvoorbeeld in geval van extreme blootstelling aan risico's, moral hazard, liquiditeitstekorten, onvolmaakte institutionele structuren of risico-onderschatting. Het is bijgevolg mogelijk dat zich door de financiële integratie extreme situaties voordoen, bijvoorbeeld zogenaamde 'sudden stops'. De recente gebeurtenissen hebben deze potentiële dualiteit aangetoond, zowel op mondiaal niveau als op dat van het eurogebied waar juridische en institutionele hervormingen

(1) Zie de website van de ECB [http://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/escb/html/mission\\_eurosys.nl.html](http://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/escb/html/mission_eurosys.nl.html).

de financiële integratie hebben vergemakkelijkt, met de facto tot gevolg dat de kapitaalstromen tussen de landen fors toenamen. Als gevolg daarvan heeft het eurogebied sedert zijn oprichting en tot in 2007 de financiële integratie fors zien toenemen, zowel qua volume als qua prijzen. In die periode namen de absolute grensoverschrijdende blootstellingen, vooral van de banksector, aanzienlijk toe, waardoor ook de nettoblootstellingen op landspecifiek niveau significant groter werden, deels als gevolg van de door de financiële integratie ondersteunde onevenwichtigheden op de lopende rekeningen. Op het vlak van de prijzen vertaalde de integratie zich in een sterke convergentie van de prijzen van financiële activa en, in het bijzonder, van de rentetarieven.

De onvolmaaktheden van het institutionele kader en de forse herprijzing van de risico's naar aanleiding van het uitbreken van de crisis deden de trend van een toenemende financiële integratie omslaan, wat op internationaal niveau aanleiding gaf tot een proces van financiële desintermediatie dat werd gekenmerkt door een ommekeer van de kapitaalstromen en ernstige financieringsproblemen voor een aantal landen van het eurogebied. Ofschoon deze landen sommige van hun macro-economische en financiële onevenwichtigheden aanpakten, blijven zij gekenmerkt door een omvangrijke externe debiteurpositie en blijft er een aanzienlijke fragmentatie van de bancaire rentes langs de nationale grenzen.

In dit artikel worden deze punten belicht, eerst door het concept 'financiële integratie' te definiëren en door nader in te gaan op de kosten en baten ervan. Vervolgens worden uit twee oogpunten – namelijk dat van de volumes en dat van de prijzen – de recente ontwikkelingen onderzocht in het financiële integratie- en fragmentatieproces in de landen van het eurogebied. Op die manier wordt getracht bepaalde structurele/onderliggende factoren in de aan de gang zijnde fragmentatie van de financiële markten te identificeren. Het artikel wordt afgerond met een voorstelling van de beleidsacties die sinds de financiële crisis werden ondernomen om een einde te maken aan het fragmentatieproces en een terugkeer naar financiële integratie mogelijk te maken, zij het een andere en meer robuuste integratie dan die tijdens de eerste tien jaar van de derde fase van de EMU.

## 1. Financiële integratie: definities

Financiële integratie kan worden gedefinieerd uit een institutioneel en juridisch oogpunt (de iure) of op een feitelijke basis (de facto). Volgens Baele et al. (2004), is een financiële markt de iure geïntegreerd indien 'alle potentiële marktdeelnemers met dezelfde relevante kenmerken:

- onderworpen zijn aan één stelsel van regels wanneer ze besluiten te werken met (een bepaald type) financiële instrumenten en/of diensten;
- een gelijke toegang hebben tot de bovengenoemde financiële instrumenten en/of diensten; en
- gelijkwaardig worden behandeld wanneer ze actief zijn op de markt.'

De iure maatstaven zijn van belang voor de beleidsanalyse, omdat ze aangeven in welke mate het beleid van de landen het grensoverschrijdende kapitaalverkeer vergemakkelijkt (of belemmert). In principe zou de iure financiële integratie derhalve kunnen worden beschouwd als een eerste vereiste voor de facto financiële integratie, en het valt te verwachten dat beide maatstaven nauw samenhangen.

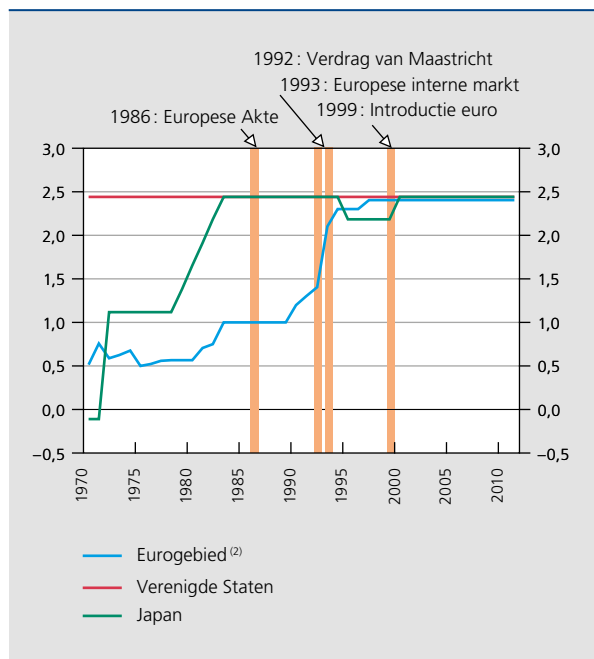
Binnen de Europese context, en in het bijzonder die van het eurogebied, nam de 'de iure' financiële integratie tussen de landen toe samen met het meer algemene proces van economische integratie in het kader van de Europese Unie en de EMU. De voortgang naar een interne markt binnen de Europese Unie versnelde in de jaren tachtig en negentig<sup>(1)</sup>. In 1985 stelde de Commissie-Delors bijna 300 maatregelen voor ter voltooiing van de interne markt, wat resulteerde in de ondertekening van de Europese Akte in 1986. Ingevolge deze Akte werd begin 1993 de Europese interne markt opgericht, waarin personen, goederen, diensten en kapitaal zich vrij over de grenzen heen kunnen verplaatsen. Kort voor de start van de interne markt werd met de overeenkomst in Maastricht over het Verdrag de basis bepaald van de Economische en Monetaire Unie (EMU), als de volgende fase in de Europese integratie. De totstandkoming van de monetaire unie (die van kracht werd in 1999 in 11 lidstaten) vormde een belangrijke mijlpaal op de weg naar meer geïntegreerde financiële markten, en elimineerde het wisselkoersrisico binnen het eurogebied.

Sindsdien bleef het Europese beleid streven naar een meer open en geïntegreerde markt. Een belangrijke verwezenlijking was bijvoorbeeld de vorming van het gemeenschappelijk eurobetalingsgebied (SEPA), dat bijdroeg tot een daling met 90 % van de kosten van geldoverdrachten in euro tussen de landen van het eurogebied sinds 2001 (EC, 2006).

Die institutionele maatregelen maakten van het eurogebied een juridisch gezien sterk geïntegreerde financiële markt, waarvan het integratieniveau vergelijkbaar is met dat in de Verenigde Staten of Japan. Deze perceptie wordt

(1) Reeds vroeger, in 1972, zorgde het uiteenvallen van het Bretton Woods-stelsel op een meer mondiaal niveau al voor een versoepeling van de beperkingen op de kapitaalmobilititeit.

**GRAFIEK 1** DE IURE FINANCIËLE INTEGRATIE: CHINN-ITO-INDEX<sup>(1)</sup>



Bronnen: Chinn en Ito (2006), Eurostat.

(1) Index tussen -2,5 (gesloten kapitaalmarkten) en 2,5 (volledig open kapitaalmarkten).

(2) Eerste 12 lidstaten van de EMU, met uitzondering van Luxemburg. Aan de hand van het bbp gewogen gemiddelde.

bevestigd door verscheidene indicatoren van de iure integratie, zoals de Chinn-Ito-index<sup>(1)</sup>, die tracht te 'meten hoe intens de kapitaalcontroles zijn, in zoverre die intensiteit samenhangt met het bestaan van andere beperkingen op internationale transacties', naast beperkingen op de financiële rekening van de betalingsbalans. Wanneer die index wordt toegepast op de lidstaten van het eurogebied, toont hij de vooruitgang in de richting van de interne (financiële) markt en de toenemende openheid voor de mondiale financiële markten. Tegelijk met het proces tot invoering van de eenheidsmunt, bereikten de landen van het eurogebied een openheidsgraad die vergelijkbaar is met die van de meest open economieën in de wereld.

Het feit dat een land maatregelen heeft genomen om de financiële integratie te vergemakkelijken, betekent echter niet noodzakelijkerwijs dat kapitaal daadwerkelijk

het land zal in- of uitstromen, of zegt niets over de mate waarin dat het geval zal zijn. Heel wat andere variabelen spelen een rol, die vooral verband houden met de situatie op de financiële markten, de risicoperceptie, enz. De iure integratie kan dus worden beschouwd als een noodzakelijke maar niet als een voldoende voorwaarde voor de facto integratie.

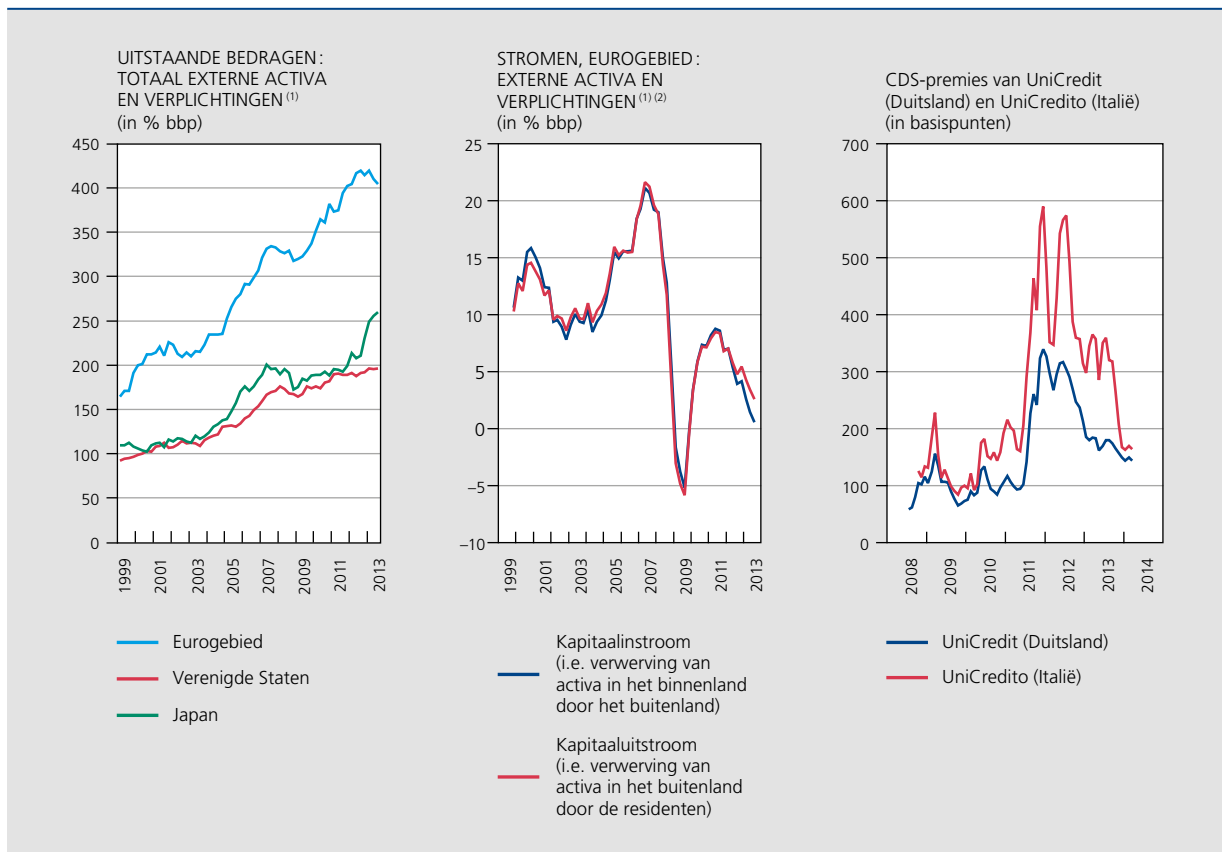
De facto maatstaven voor financiële integratie kunnen worden uitgesplitst in volume-indicatoren, die de internationale kapitaalstromen en de uitstaande bedragen aan grensoverschrijdende financiële activa en passiva meten, en prijsindicatoren, die de integratie nagaan aan de hand van een vergelijking van de risicocorrigeerde rendementen op verschillende markten.

Volgens de volume-indicatoren is de financiële integratie van de belangrijkste economieën de laatste decennia de facto aanzienlijk toegenomen, hoewel deze beweging zeker niet gelijkmatig in de tijd is verlopen, getuige de volatilititeit en het opdrogen van de internationale kapitaalstromen tijdens de financiële crisis<sup>(2)</sup>. Gemeten aan de hand van het uitstaande bedrag aan externe activa en passiva is de financiële integratie sinds 1999 het sterkst toegenomen in het eurogebied, namelijk van 164 % bbp tot 405 % bbp in 2013K3. Ook de financiële openheid van de Verenigde Staten en van Japan is in die periode meer dan verdubbeld. Die trend is voornamelijk toe te schrijven aan de financiële liberalisatie, waarbij kapitaalcontroles gaandeweg zogoed als volledig werden opgeheven (de iure integratie). Daarnaast werd de integratie ook in de hand gewerkt door de ontwikkeling van nieuwe financiële instrumenten en handelsplatformen, alsook door de meer intensieve handelsstromen tussen de economieën. De sinds 1999 opgetekende financiële integratie in het eurogebied kreeg bovendien nog een extra impuls naar aanleiding van de invoering van de eenheidsmunt, enerzijds door de daaruit voortvloeiende intensievere handelsrelaties tussen de EMU-lidstaten en, anderzijds, door de eliminatie van het wisselkoersrisico binnen het eurogebied (zie Lane, 2010; Waysand et al., 2010).

Over het algemeen loopt het niveau van financiële integratie tussen de verschillende economieën sterk uiteen. Een hoge mate van financiële integratie gaat vaak gepaard met een grote financiële (bank)sector (in % bbp), een hoge output per hoofd van de bevolking en een grote handelsopenheid (Lane en Milesi-Ferretti, 2008). Zo verklaart het relatief zware gewicht van de banksector in Europa waarom de financiële openheid ongeveer dubbel zo groot is als die in de Verenigde Staten. Om diezelfde reden kwam het uitstaande bedrag aan externe activa en passiva medio 2013 in het Verenigd Koninkrijk op maar liefst 1 341 % bbp uit.

(1) Chinn en Ito (2006). De index is gebaseerd op gegevens uit het Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions (AREAER) van het IMF, dat informatie verschaft over de omvang en de aard van de regelgeving voor een grote groep van landen inzake externe transacties.

(2) Gelet op het belang en de omvang van de kapitaalstromen wordt een vertraging van deze stromen ook wel als een teruggang van de financiële integratie beschouwd (McKinsey Global Institute, 2013), zelfs indien deze stromen de uitstaande activa en passiva verder doen toenemen. Er zij opgemerkt dat veranderingen in de uitstaande hoeveelheid externe activa en passiva overigens niet alleen toe te schrijven zijn aan de kapitaalstromen, maar ook aan herwaarderings-effecten (wisselkoers- en prijschommelingen).



Bronnen: BIS, EC, Thomson Reuters Datastream, ECB.

(1) Ongerekend de financiële posities/stromen binnen de economische zones. Voor Japan en de Verenigde Staten op basis van de nationale financiële rekeningen (flow-of-funds), voor het eurogebied op basis van de betalingsbalans van het eurogebied in zijn geheel.

(2) Gecumuleerde stromen over vier kwartalen.

Een analyse op basis van de internationale kapitaalstromen leert evenwel dat de financiële integratie in het eurogebied sinds de financiële crisis afgenomen is. Tijdens de crisis gedroegen de internationale kapitaalstromen zich erg volatiel en bleken zij onderhevig aan een boom/bust patroon. Er deed zich internationaal een teruggang in de (bruto)kapitaalstromen voor die, naast de verslechterde macro-economische fundamenteën, ook moet worden gezien tegen de achtergrond van een algemene herprijsing van de risico's door het financieel systeem wereldwijd. De gemiddelde jaarlijkse kapitaalinstroom en -uitstroom van het eurogebied, die tot 2007 ongeveer 13% bbp bedroeg, is op dit ogenblik teruggelopen tot minder dan 5% bbp. In 2009 was er zelfs sprake van een periode van financiële regressie; daarbij deden ingezetenen van het eurogebied hun buitenlandse vorderingen netto van de hand en liquideerden ook niet-ingezetenen netto hun vorderingen op tegenpartijen in het eurogebied.

De prijsindicatoren (bijvoorbeeld de rentetarieven) bevestigen de verzwakking van de 'de facto' financiële integratie

die op basis van de kapitaalstromen wordt vastgesteld. Sinds het uitbreken van de financiële crisis zijn de rendementen van financiële producten met in principe vergelijkbare risico's immers gaan divergeren. Hoewel deze problematiek nader wordt toegelicht in paragraaf 3.3 van dit artikel, wordt ze hier reeds geïllustreerd aan de hand van de Credit Default Swap (CDS)-premies op obligaties die worden uitgegeven door, enerzijds, de bank UniCredito in Italië en, anderzijds, de HypoVereinsbank in Duitsland, die sinds 2005 deel uitmaakt van dezelfde groep UniCredit. Tijdens de financiële crisis, en meer uitgesproken op het hoogtepunt van de overheidsschuldencrisis, gingen de beide CDS-premies sterk van elkaar afwijken. Hoewel er objectieve redenen zijn die verklaren waarom de markt de aan deze twee onderdelen van eenzelfde bankgroep verbonden risico's verschillend inschat (bijvoorbeeld een verschillende blootstelling aan, respectievelijk, de Italiaanse en Duitse overheid en het verschillende juridische kader dat op de beide entiteiten van toepassing is), lijkt deze divergentie toch te wijzen op dieperliggende verstoringen in de 'de facto' financiële integratie binnen de EMU.

## 2. Voor- en nadelen van financiële integratie

De trendmatig toegenomen financiële integratie van de belangrijkste economieën tijdens de afgelopen decennia wordt tot op zekere hoogte onderbouwd door de aanzienlijke voordelen van financiële integratie die ook in de economische literatuur worden beklemtoond:

- een betere kapitaalallocatie: in financieel geïntegreerde economieën bestaan geen kapitaalrestricties, zodat het kapitaal zich vrij kan verplaatsen naar de projecten die het hoogste potentiële rendement opleveren. Volgens de modellen die ten grondslag liggen aan de neoklassieke groeitheorie (zie bijvoorbeeld Mankiw et al., 1992) zou dit moeten leiden tot een kapitaalstroom van kapitaalrijke economieën met een lage productiviteit naar kapitaalschaarse economieën met een hoge productiviteit, en dit tot wanneer het marginale rendement op het kapitaal geëgaliseerd is. Dit bezorgt de kapitaalontvangende economieën een snellere groei tot op het ogenblik dat ze geconvergeerd hebben;
- risicodeling (risk sharing): door financiële integratie kunnen de bestedingen (consumptie en investeringen) en het inkomen van elkaar worden losgekoppeld, zowel intertemporeel als tussen landen. Landen beschikken met andere woorden over de mogelijkheid om op hun lopende rekening een surplus of een deficit te boeken, waardoor de impact van schokken in het nationaal inkomen op de bestedingen kan worden afgezwakt. Daarnaast zorgt de toenemende keuze aan investeringsopportunities (in het buitenland) voor een grotere diversificatie van de financiële activa van de ingezetenen, waardoor hun consumptie minder volatiel verloopt en minder gevoelig wordt voor schokken in het eigen inkomen (Jappelli en Pagano, 2008);
- overige voordelen: een toename van de financiële integratie gaat vaak ook gepaard met een verdere ontwikkeling van de binnenlandse financiële sector en markten, wat de concurrentie verscherpt en de kosten van financiële intermediatie reduceert (Levine, 2001). In een monetaire unie is een hogere mate van financiële integratie tevens bevorderlijk voor een homogene transmissie van het monetair beleid, en omgekeerd. In minder stabiele economieën, ten slotte, zorgt de openstelling van de kapitaalmarkten er voor dat de binnenlandse politiek onderhevig wordt aan externe marktdiscipline, wat mogelijk zelfs voor meer stabiliteit zorgt (Obstfeld, 1998).

Deze voordelen zouden er aldus moeten voor zorgen dat een sterke financiële integratie gepaard gaat met een hogere investerings- en activiteitsgroei en een geringere

volatiliteit van met name de consumptie. Hierover bestaat in de empirische literatuur evenwel geen consensus. Met name Eichengreen (2001) en Kose et al. (2006) hebben een synthese gemaakt van de empirische literatuur. Ze besluiten dat naast een uitgebreide literatuur waarin de voordelen van financiële integratie worden beklemtoond, de theoretische voordelen in sommige studies niet kunnen worden aangetoond en dat, integendeel, financiële openheid zelfs een nefaste impact kan hebben op de welvaart en de stabiliteit van economieën. Ook de recente financiële crisis en eerdere betalingsbalanscrisis die vaak eigen waren aan snel opkomende economieën hebben geleerd dat een toenemende financiële integratie niet alleenzalmakend is.

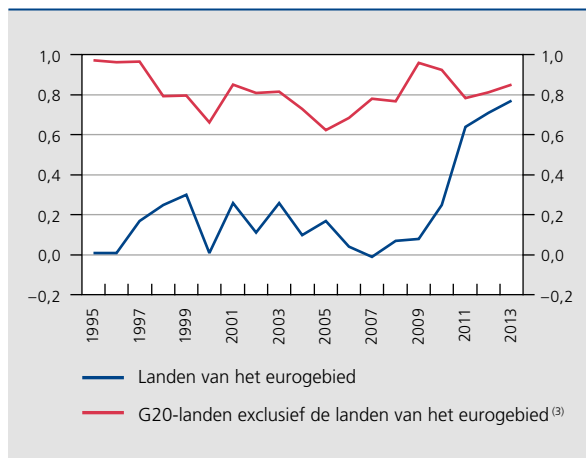
In een gedeelte van de theoretische literatuur wordt bevestigd dat financiële integratie ook aanzienlijke nadelen kan hebben. Deze laatste zijn doorgaans het gevolg van marktfalingen, bijvoorbeeld 'incomplete' financiële markten (Stiglitz, 2004) die worden gekenmerkt door een gebrek aan transparantie en door asymmetrische informatie en transactiekosten. De nadelen zullen mogelijk ook sneller tot uiting komen bij ontstentenis van een stevig institutioneel kader en een adequaat toezicht op, in het bijzonder, de financiële sector (Edison et al., 2002), dit vanwege de rol die deze laatste speelt in het kanaliseren van buitenlandse middelen naar de reële economie. De belangrijkste mogelijke nadelen die in de literatuur worden vermeld, zijn:

- een suboptimale kapitaalallocatie: vanwege markt-imperfecties wordt kapitaal in de praktijk niet steeds optimaal gealloceerd en – in tegenstelling tot wat de theorie voorschrijft – stroomt het soms omgekeerd (namelijk van kapitaalschaarse naar kapitaalrijke economieën), zoals in het geval van China naar de Verenigde Staten (de zogeheten 'Lucas Paradox'; Lucas, 1990). Sommige auteurs wijzen erop dat dit samenhangt met het feit dat de financiële sector in China minder ontwikkeld is dan die in de Verenigde Staten (Caballero et al., 2008). Voorts kunnen handelsverstoringen kapitaalstromen op gang brengen naar activiteiten waar landen geen comparatief voordeel in hebben (Eichengreen, 2001). Hoewel kapitaalstromen op korte termijn de investeringen en de groei kunnen stimuleren, is het effect ervan op de langetermijngroei afhankelijk van het type investeringen dat erdoor wordt gefinancierd. Concentraties en overinvesteringen in bepaalde activiteiten kunnen op de langetermijngroei wegens, bijvoorbeeld wanneer aanzienlijke investeringen in op de binnenlandse markt gerichte bedrijfstakken (bijvoorbeeld de bouw) de exportmogelijkheden van het land niet in dezelfde mate laten toenemen, met steeds grotere (externe) onevenwichtigheden tot gevolg;

- volatiele kapitaalstromen: internationale kapitaalstromen gedragen zich vaak procyclisch, vooral kapitaalstromen op basis van kortlopende instrumenten. In het geval van een (groter wordende) externe onevenwichtigheid kan dit aanleiding geven tot zeer volatiele kapitaalbewegingen met het risico op een ‘sudden stop’ (Calvo, 1998) bij een abrupte wijziging in de risicoperceptie van de economische fundamenteën, waardoor het land zich genoodzaakt zal zien zijn extern tekort weg te werken, mogelijk ten koste van de economische groei. De samenstelling van de kapitaalstroom kan op zich indicatief zijn voor het risico op een ‘sudden stop’, bijvoorbeeld in het geval van een grote hoeveelheid kortlopend schuld papier<sup>(1)</sup>. Asymmetrische informatie bij de financiers over de economische fundamenteën kunnen in een dergelijk geval ook aanleiding geven tot ‘herding’ (Banerjee, 1992) waarbij de ‘sudden stop’ nog wordt versterkt;
- andere nadelen: terwijl een grotere financiële sector diverse voordelen heeft, zijn er ook nadelen aan verbonden, zoals tijdens de financiële crisis is gebleken. Een grotere financiële sector gaat immers vaak ook hand in hand met een toenemende complexiteit van de financiële producten, wat een risico op besmetting inhoudt. Voorts is er ook een grotere kans op instellingen die ‘too big to fail’ zijn en dus mogelijk een ‘moral hazard’ gedrag vertonen. Ten slotte kunnen volatiele en grote kapitaalstromen het monetair beleid hinderen. Ze kunnen bijvoorbeeld aanleiding geven tot een snelle monetaire expansie (indien de instroom niet wordt gesteriliseerd), met als resultaat inflatedruk en reële wisselkoersappreciaties die de externe onevenwichtigheden mogelijk verder verscherpen.

Vóór de financiële crisis en overigens ook vóór de invoering van de euro vertoonden de economieën van het eurogebied een aanzienlijke mate van risk sharing (risicodeling), in die zin dat de nationale investeringen en besparingen in de verschillende landen van elkaar waren losgekoppeld, zoals bleek uit de lage correlatiecoëfficiënt tussen de beide aggregaten (<0,3). Tussen de andere landen van de G20 was die risicodeling veel minder actief. De landen van het eurogebied ondervonden dus een aanzienlijk voordeel van de financiële integratie, namelijk de mogelijkheid om een saldo op de lopende rekening te noteren (sparen < investeringen of sparen > investeringen), waardoor de investeringen konden worden losgekoppeld van het nationale sparen. In het eurogebied gaven de landen met een relatief laag bbp per hoofd van de bevolking doorgaans een extern deficit te zien, dat grotendeels werd gefinancierd door de economieën met een extern overschot, wat de economische groei in de deficitlanden stimuleerde en in de lijn lag van de gebruikelijke convergentiemechanismen.

**GRAFIEK 3** CORRELATIE<sup>(1)</sup> TUSSEN HET NATIONAAL SPAREN<sup>(2)</sup> EN DE TOTALE INVESTERINGEN<sup>(2)</sup> IN DE LANDE VAN HET EUROGEBIED EN DE G20



Bronnen: IMF, NBB.

- (1) Een hoge (lage) correlatie wijst volgens Feldstein en Horioka (1980) op een lage (hoge) mate van kapitaalmobilititeit tussen de landen.
- (2) In brutotermen en in lopende prijzen, in % bbp.
- (3) Argentinië, Australië, Brazilië, Canada, China, India, Indonesië, Japan, Korea, Mexico, Rusland, Saoedi-Arabië, Zuid-Afrika, Turkije, Verenigd Koninkrijk en Verenigde Staten.

Sinds de financiële crisis is deze risicodeling evenwel sterk afgenomen, zoals blijkt uit de veel hechter geworden correlatie tussen de investeringen en de besparingen over de verschillende landen van het eurogebied. Op die manier geldt ook voor het eurogebied de zogeheten Feldstein-Horioka puzzel. Feldstein en Horioka (1980) wezen op een sterke correlatie tussen het sparen en de investeringen langs de nationale grenzen en interpreteerden dat als een gebrekkige risk sharing en een beperkte kapitaalmobilititeit tussen de landen<sup>(2)</sup>. De aldus gemeten risicodeling tussen de economieën van het eurogebied bevindt zich momenteel inderdaad dicht bij het matige niveau dat wordt opgetekend voor de G20-landen (m.u.v. de landen van het eurogebied), wat verontrustend is aangezien er binnen een monetaire unie – als gevolg van de eenheidsmunt – nood is aan een adequate risicodeling, via de goederen-, arbeids- of kapitaalmarkt.

- (1) Schuldfinanciering blijkt doorgaans veel volatiler te zijn dan bijvoorbeeld kapitaalstromen die op directe investeringen berusten. Deze laatste zouden tevens een kleiner risico op foute allocatie inhouden doordat de investeerder nauwer bij het project betrokken is. Daardoor is dit type van investering minder vatbaar voor asymmetrische informatie tussen ingezetenen en niet-ingezetenen (Kirabaeva en Razin, 2010).
- (2) Een gebrek aan risk sharing tussen economieën vertaalt zich in deze context in een evenwicht op de lopende rekening en, derhalve, in het niet-bestaan van nettokapitaalstromen tussen de landen. Er zij opgemerkt dat dit niet noodzakelijk samenvalt met een gebrekkige financiële integratie indien deze laatste wordt gemeten aan de hand van de (bruto)stromen of het uitstaande bedrag aan externe financiële activa en passiva. Dit wijst erop dat zowel de netto- als de brutokapitaalstromen dienen te worden geanalyseerd. Daarvoor wordt verwezen naar hoofdstuk 3 van dit artikel.

### 3. Ontwikkelingen in het eurogebied

In dit hoofdstuk wordt de financiële integratie in het eurogebied nader toegelicht, zowel aan de hand van volumemaatstaven – waarbij een onderscheid wordt gemaakt tussen bruto- en nettokapitaalstromen – als aan de hand van prijsindicatoren (rentetarieven). De brutokapitaalstromen en de daarmee overeenstemmende posities geven het absolute niveau van de financiële integratie in het eurogebied weer. Voorts kan op basis van deze gegevens worden nagegaan hoe de integratie is samengesteld, dit in termen van zowel sectoren als financiële instrumenten. De nettokapitaalstromen zijn dan weer belangrijk vanwege gekoppeld aan de macro-economische onevenwichtigheden, vooral aan het saldo van de lopende rekening. Ze werpen dus een licht op de wisselwerking tussen de macro-economische onevenwichtigheden en de financiële integratie. Ze zijn tevens indicatief voor de risico's die gepaard kunnen gaan met financiële integratie. Door een wijziging in deze stromen, en in het bijzonder indien ze van richting veranderen, kan een economie immers tot aanzienlijke en abrupte aanpassingen worden gedwongen. Tot slot kan de integratie ook worden beoordeeld aan de hand van een vergelijking tussen de voor risico's aangepaste rendementen, waarbij eventuele ecarts op een gebrekkige integratie (fragmentatie) kunnen wijzen.

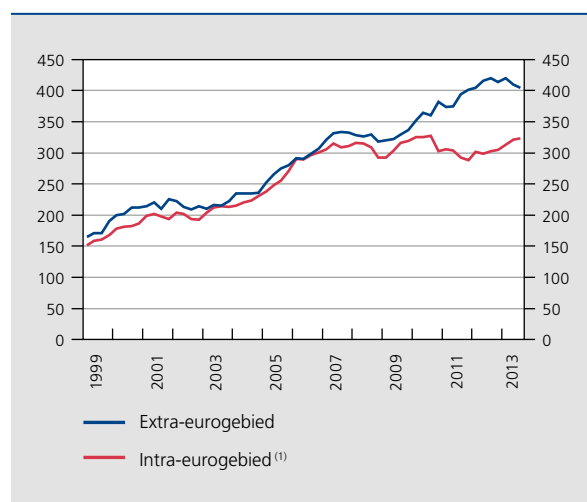
#### 3.1 Brutokapitaalstromen

Naast de toename van de activa en verplichtingen van het eurogebied als geheel ten opzichte van de rest van de wereld (extra-eurogebied), lieten ook de financiële stromen ten opzichte van de partners binnen het eurogebied (intra-eurogebied) een aanzienlijke groei optekenen<sup>(1)</sup>. Met name tijdens de eerste jaren van de monetaire unie nam de financiële integratie sterk toe: over de periode 1999-2007 verdubbelde zowel de extra- als de intra-eurogebied financiële openheid.

Vanaf 2007 en dus ook vanaf de start van de financiële crisis viel de financiële integratie binnen het eurogebied evenwel stil, dit in tegenstelling tot de posities ten

(1) De uitstaande externe activa en passiva van het eurogebied als geheel, zoals die worden geregistreerd in de statistieken van de internationale investeringspositie (betalingsbalans), betreffen de financiële posities ten opzichte van de landen die niet tot het eurogebied behoren (extra-eurogebied). Uit de betalingsbalans van het eurogebied kan men dus niet rechtstreeks de buitenlandse posities afleiden die landen van het eurogebied op elkaar aanhouden (intra-eurogebied). Die posities kunnen weliswaar per verschil worden berekend door de som te maken van de nationale cijfers en daarvan het aggregaat van het eurogebied af te trekken. Bij ontstentenis van historische reeksen voor de internationale investeringspositie in sommige landen, werden de intra-eurogebied posities in dit artikel berekend als het verschil tussen de som van de externe activa en verplichtingen volgens de nationale financiële rekeningen (waarin deze naar analogie met de internationale investeringspositie worden geregistreerd) en de externe activa en passiva voor het aggregaat van het eurogebied volgens de internationale investeringspositie.

**GRAFIEK 4** TOTAAL VAN DE EXTERNE ACTIVA EN VERPLICHTINGEN VAN DE LANDEN VAN HET EUROGEBIED, UITSTAANDE BEDRAGEN (in % bbp)



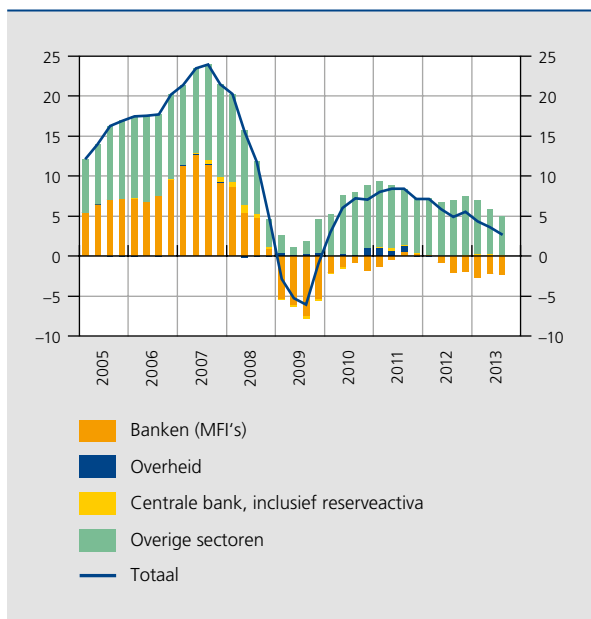
Bronnen: EC, ECB, NBB.

(1) Intra-eurogebied berekend als het verschil tussen de totale externe activa en passiva van de landen van het eurogebied volgens hun respectieve nationale rekeningen en de externe activa en passiva van het eurogebied in zijn geheel volgens de betalingsbalans.

opzichte van partijen buiten het eurogebied die, na gedurende twee jaar (2008-2009) te hebben gestagneerd, verder toenamen. De stabilisatie binnen het eurogebied hield verband met de toename van de onzekerheid en het wantrouwen tussen kredietverleners en -nemers op met name de interbancaire markt. Binnen het eurogebied had de risicoherprijzing vooral gevolgen voor de deficitlanden die niet langer konden rekenen op een nettofinancieringsstroom uit de andere landen van het eurogebied, wat een herbalancering van de lopende saldi binnen het eurogebied met zich bracht en de brutokapitaalstromen mee drukte. Een en ander bleek ook reeds uit de verminderde (financiële) risk sharing tussen de landen van het eurogebied.

Het verloop van de financiële integratie wordt in hoge mate gedreven door de financiële sector (de banken), gelet op de rol van die sector als (internationaal) financieel intermediair. De toename van de internationale activa van de banken geeft scherper het verloop weer dat wordt vastgesteld voor de financiële integratie van de economie in haar geheel. Het aanzienlijke gewicht van de banksector in de internationale kapitaalstromen blijkt uit de sectorspecifieke uitsplitsing van de kapitaaluitstroom van het eurogebied (dat is de vorming van externe activa door ingezetenen). Tijdens de periode voorafgaand aan de financiële desintegratie (van 2005 tot en met 2008) waren de banken goed voor gemiddeld ongeveer 45% van de opbouw van externe activa, voornamelijk door het

**GRAFIEK 5** TRANSACTIES IN EXTERNE ACTIVA <sup>(1)</sup>, EUROGEBIED  
(in % bbp)



Bron: ECB.

(1) Transacties in externe activa buiten het eurogebied (aankoop '+', verkoop '-'), gecumuleerde stromen over vier kwartalen.

toenemende belang van de grensoverschrijdende instellingen en door een meer internationale financieringsstructuur (OESO, 2011). Nadien waren de banken blijkbaar duidelijk de oorzaak van de teruggang van de financiële integratie. Sedert 2009 hebben ze hun externe activa continu afgebouwd, terwijl de overige sectoren buitenlandse activa zijn blijven opbouwen in vrijwel hetzelfde tempo – uitgedrukt in procenten bbp – als vóór de crisis.

Ook de International Banking Statistics (BIB) bevestigen de sterke opbouw en de daaropvolgende afbouw van externe activa door de banken, dit zowel ten opzichte van landen binnen als buiten het eurogebied. Terwijl de externe activa ten opzichte van de landen van het eurogebied tussen 2000 en 2007K3 met € 4,1 biljoen (of 226 %) waren toegenomen, zijn ze over de periode 2007K3-2013K2 met € 1,7 biljoen (of -22 %) teruggelopen. Ten opzichte van de landen buiten het eurogebied bedroegen deze toename en afname respectievelijk € 7,2 en € 1,9 biljoen. In combinatie met een vrijwel ononderbroken verdere toename van de activa ten opzichte van de ingezetenen

(1) Deze analyse steunt op de maandelijkse bancaire balansgegevens die ten behoeve van het monetair beleid van de ECB op territoriale basis zijn opgesteld (Balance Sheet Items). Deze statistieken zijn dus niet geconsolideerd op het groepsniveau van de banken, wat betekent dat de buitenlandse posities de transacties met in het buitenland gevestigde moeder-/dochterondernemingen of bijkantoren van ingezetenen banken omvatten.

wijst dit erop dat de banken in het eurogebied zich terugplooien op de thuismarkten.

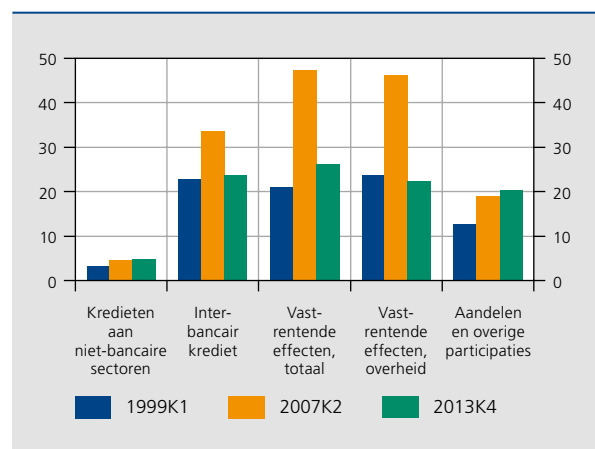
De sterke deleveraging-trend bij de financiële sector en de bijbehorende afbouw van externe activa en passiva kan zowel aan tijdelijke als aan structurele factoren worden toegeschreven. Om te beginnen, bracht de met de financiële crisis gepaard gaande (tijdelijke) liquiditeitsnood bij de banken een verkoop van internationale activa op gang teneinde hun liquiditeitspositie te herstellen. Voorts zorgde de plots toegenomen risicoaversie voor een afbouw van de posities ten opzichte van de landen/sectoren en de specifieke marktsegmenten die te kampen hadden met solvabiliteitsproblemen. Een van de meer structurele factoren is de gewijzigde regelgeving (onder meer de versterking van de kapitaalpositie), waarbij de banken bij de hertekening van hun business models over het algemeen minder inzetten op hun internationale expansie.

De door de banken binnen het eurogebied bewerkstelligde financiële integratie is niet op alle markten even sterk, zoals blijkt uit een geografische uitsplitsing, naar type financieel instrument, van de bancaire vorderingen op het eurogebied <sup>(1)</sup>.

De financiële integratie binnen het eurogebied – gemeten op basis van het aandeel van de niet op het binnenland aangehouden vorderingen in het totaal van de vorderingen op het eurogebied – loopt sterk uiteen. De integratie

**GRAFIEK 6** BANKEN <sup>(1)</sup> EUROGEBIED: AANDEEL VAN DE VORDERINGEN OP DE OVERIGE LIDSTATEN VAN HET EUROGEBIED <sup>(2)</sup>

(in % van de door de banken voor het specifieke instrument aangehouden totale vorderingen op het eurogebied)



Bron: ECB.

(1) Monetaire financiële instellingen (MFI's) exclusief de centrale bank. Niet-geconsolideerde (territoriale) gegevens.

(2) Vorderingen aangehouden t.a.v. andere landen van het eurogebied dan de lidstaat waar de bank gevestigd is.



is het verst gevorderd op de interbancaire markt en op de markt voor vastrentende effecten (die onder meer de overheidsobligaties omvat). De home bias van zijn kant lijkt het sterkst te zijn voor de aandelen en, vooral, voor de kredietverlening aan de niet-bancaire sector.

De start van de financiële crisis in 2007 betekende een keerpunt in de steeds toenemende financiële integratie op de markt voor interbancair krediet en vastrentende effecten. Terwijl op deze markten het aandeel van de niet op het binnenland aangehouden vorderingen in het totaal van de vorderingen op het eurogebied opgelopen was tot respectievelijk 34 % en 47 % in 2007K2, liep het nadien terug tot respectievelijk 24 % en 26 % in 2013K4.

De verzwakking van de integratiebeweging binnen het eurogebied kwam bijzonder sterk tot uiting op de markt voor overheidspapier. Het aandeel van de buitenlandse overheidsobligaties in het totaal van de obligaties die de banken ten opzichte van het eurogebied aanhielden, nam sinds de introductie van de euro gestaag toe en evenaarde omstreeks medio 2006 het gewicht van het binnenlands papier in de portefeuille van de banken; nadien is dat aandeel evenwel fors gekrompen. Volgens de laatst beschikbare gegevens bevindt de integratie op deze markt zich opnieuw op het niveau van begin 1999, toen de derde fase van de EMU van start ging.

Voorop de markt voor overheidspapier is de toegenomen home bias mogelijk problematisch aangezien hij zorgt voor een toename van de feedback tussen de nationale overheden en hun binnenlandse banksector. Ook het monetaire transmissieproces in het eurogebied kan erdoor in het gedrang komen, met als mogelijk gevolg een divergerend verloop van de rentes aan huishoudens en ondernemingen in het eurogebied<sup>(1)</sup>. Deze rentever verschillen, die in paragraaf 3.3 van dit artikel nader worden toegelicht, kunnen een zware impact hebben op de reële economie vanwege de gebrekkige financiële integratie op de retailkredietmarkt.

De sedert de crisis opgetekende inkrimping van het relatieve aandeel van de buitenlandse vorderingen op de interbancaire markt en op de markt voor vastrentende effecten is toe te schrijven aan een daling van de absolute posities ten opzichte van het buitenland (in een jaar-op-jaar tempo van gemiddeld -5 %, tegen een jaar-op-jaar

groei van meer dan 10 % vóór de crisis), terwijl op deze markten de vorderingen op ingezetenen in absolute termen zijn blijven toenemen. Het zijn dus blijkbaar vooral de buitenlandse posities op deze markten die vatbaar zijn voor een boom/bust patroon.

### 3.2 Nettokapitaalstromen en onevenwichtigheden

De tot aan de financiële crisis opgetekende forse toename van financiële integratie en risk sharing tussen de economieën van het eurogebied zorgde over de periode 2003-2007 ook voor zware onevenwichtigheden op de lopende rekeningen, wat de deficitlanden voorzag van een aanzienlijke nettokapitaalinstroom.

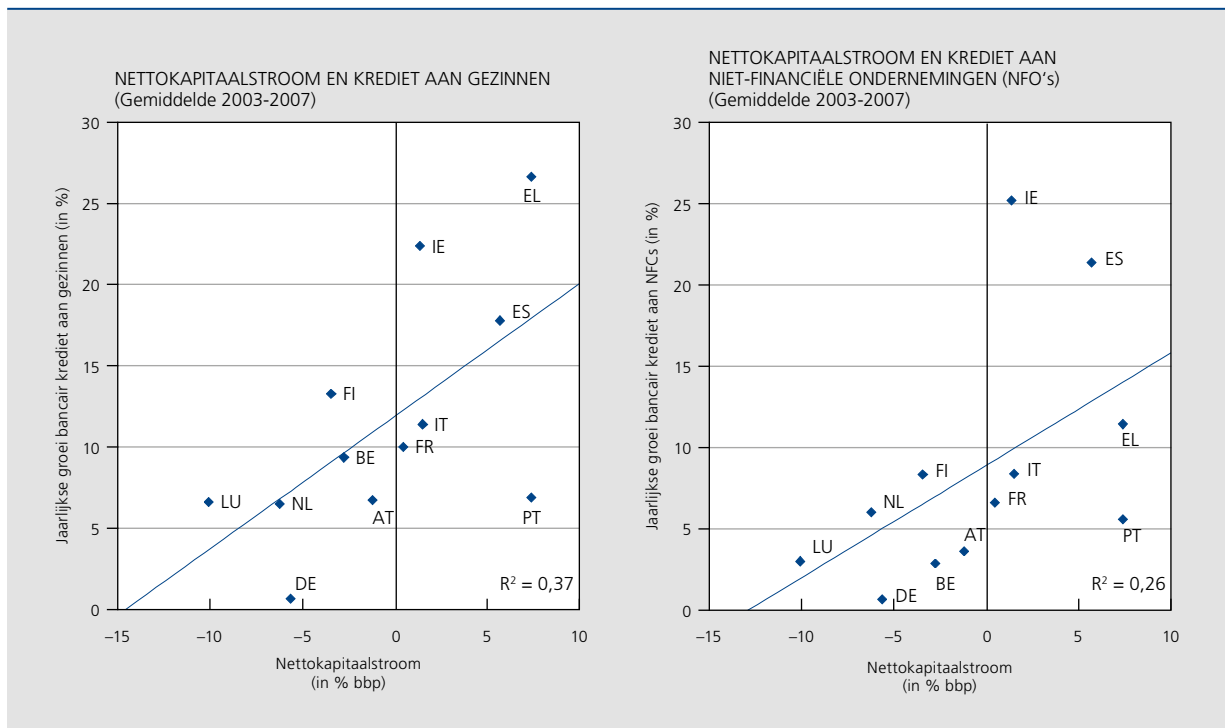
Deze laatste lag vaak ten grondslag aan de gunstige financieringsvoorwaarden in de deficitlanden en bood de banken in die landen de mogelijkheid de kredietverlening fors te laten groeien dan het binnenlands sparen. Een intensieve omzetting van kapitaalinstromen in binnenlandse kredietverlening wijst op een toename van de financiële fragiliteit en mogelijk op een te soepele kredietverlening, met het risico op leverage-gedreven booms in onder meer de vastgoedsector. Dergelijke kredietbooms zijn vaak ook een voorteken van financiële crisissen (zie, bijvoorbeeld, Gourinchas en Obstfeld, 2012).

Over de periode 2003-2007 is in een aantal landen van het eurogebied met een sterke nettokapitaalinstroom (bijvoorbeeld Griekenland, Spanje en Ierland) de binnenlandse kredietverlening uitermate krachtig gegroeid. De nettokapitaalinstroom ging in die periode kennelijk hand in hand met de kredietverlening aan ondernemingen en huishoudens. De hoge nettokapitaalinstroom (en dus hoge kredietgroei) die deze landen genoten, hield aldus het risico in tot onproductieve investeringen te leiden, wat twijfels zou kunnen doen rijzen omtrent de externe onevenwichtigheden. Volgens Reinhart en Reinhart (1998) gaan kapitaalinstromen inderdaad vaak gepaard met een vermindering van de kredietkwaliteit en met snelle prijsstijgingen voor financiële activa of vastgoed. Het risico op een inefficiënte allocatie is vooral reëel in het geval van een onderontwikkelde financiële sector en een zwakke regelgeving.

De broosheid van de deficitlanden in het eurogebied en de bezorgdheid over hun externe onevenwichtigheden werden duidelijk toen er, als gevolg van de financiële crisis, op de financiële markten een algemene risicoherprijsing plaatsvond.

Een uitsplitsing van de financiële rekening van de betalingsbalans – waaruit blijkt hoe de landen hun gebrek

(1) Over het algemeen kan de rente op overheidspapier de retailrentes via drie verschillende kanalen beïnvloeden: een prijs-, een liquiditeits- en een balanskanaal. Een hogere rente op overheidspapier kan tot een hogere retailrente leiden doordat (i) de overheidsrente als impliciete referentie voor de retailkredieten wordt beschouwd (prijskanaal), (ii) de banken hogere financieringskosten ervaren, hetzij omdat de overheidsobligaties bij herfinancieringstransacties als minder waardevolle waarborg worden beschouwd (liquiditeitskanaal), hetzij omdat waarderingsverliezen op de overheidsobligaties de kapitaalbasis van de banken aantasten (balanskanaal). Deze kanalen zullen er, in het geval van een home bias, voor zorgen dat de financieringskosten van de nationale overheden zich vertalen in de retailrentes.



Bronnen: ECB, NBB.

(1) Saldo van de financiële rekening van de betalingsbalans.

(2) Krediet toegekend door de ingezeten bancaire sector (inclusief geëffectiseerde kredieten) aan ingezetenen.

aan extern evenwicht (i.e. saldo van de lopende- en kapitaalrekening) financieren – in officiële en private kapitaalstromen (zie het Kader verderop), wijst op een markante terugtrekking van privaat kapitaal uit zowel de programma- als de deficitlanden<sup>(1)</sup> (zie ook Boeckx, 2012).

Vóór de financiële crisis werd het externe tekort in deze landen vrijwel volledig door private kapitaalstromen gefinancierd, maar sedert het uitbreken van de financiële crisis in 2007 verminderen deze stromen die, in het geval van de programmalanden, sedert medio 2010 – toen de bezorgdheid over de overheidsfinanciën acuut werd – zelfs tot een massale nettoterugtrekking van privaat kapitaal leidden. Hetzelfde deed zich voor bij de deficitlanden, zij het in een later stadium van de overheidsschuldencrisis, namelijk omstreeks eind 2011.

(1) Ten behoeve van dit artikel werden de landen van het eurogebied in drie groepen onderverdeeld (programma-, deficit- en surpluslanden). Tot de programmalanden behoren de landen die een macro-economisch hervormingsprogramma hebben aanvaard in ruil voor een krediettoekenning aan de overheid (Griekenland, Portugal, Ierland en Cyprus). De surpluslanden zijn Duitsland, Nederland, België, Finland, Oostenrijk en Luxemburg en dit op basis van een gemiddeld positief saldo op de lopende rekening over de periode 2005-2013. De overige zeven landen van het eurogebied (ongerekend Letland) behoren tot de deficitlanden, met dien verstande dat ook de programmalanden over deze periode een tekort op hun lopende rekening vertoonden. Ook Spanje wordt in deze analyse tot de deficitlanden gerekend aangezien de financiële bijstand (via het ESM) die het land ontving en het uit te voeren programma bestemd waren voor de banksector, en niet voor de overheid.

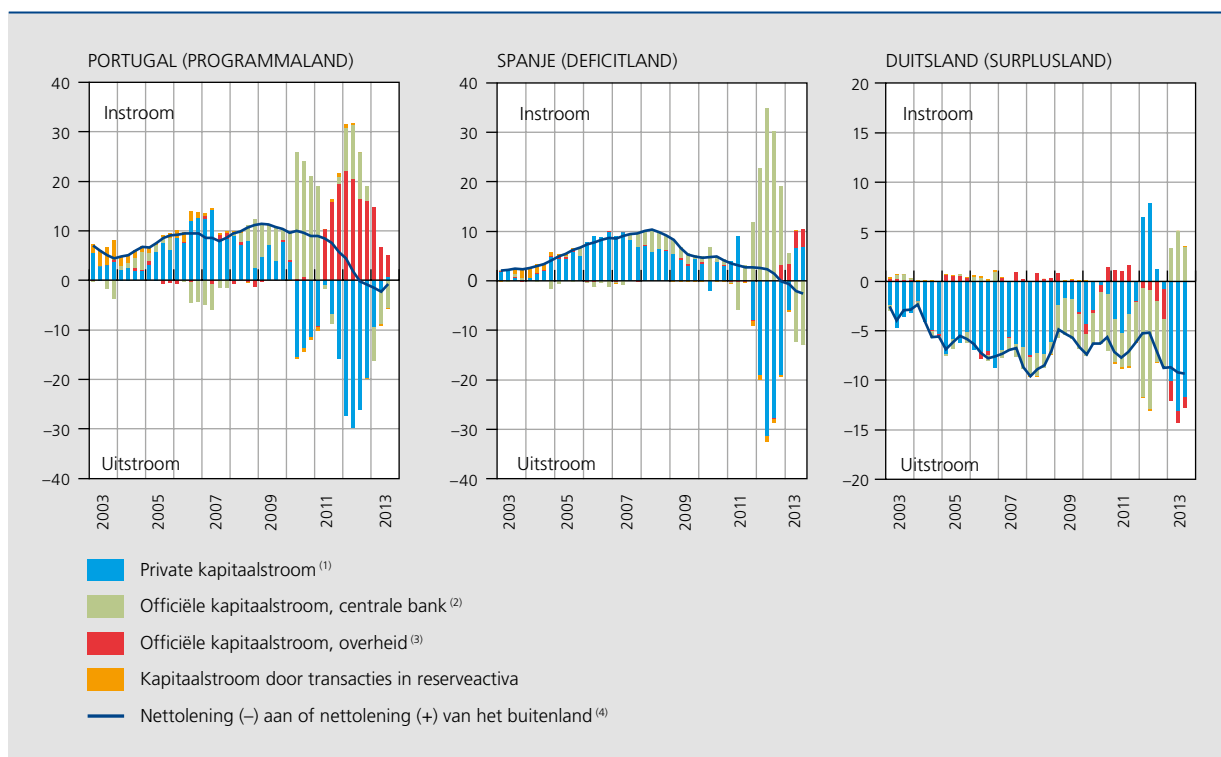
Een en ander ging gepaard met een verminderde private kapitaaluitstroom uit de surpluslanden, waarvan Duitsland het belangrijkste is. Begin 2012 registreerde dat land gedurende korte tijd zelfs een netto-instroom van privaat kapitaal, die grotendeels de 'tegenpost' vormde van de kapitaal terugtrekking uit de perifere landen.

Een dergelijke 'sudden stop', waardoor in het verleden vooral opkomende economieën werden getroffen, gaat normaliter gepaard met een onmiddellijke aanpassing van het externe saldo van de deficitlanden tot een niveau dat in overeenstemming is met de nieuwe private financieringsstroom. Deze aanpassing gaat vaak samen met een diepe recessie en financiële instabiliteit (met name als gevolg van de scherpe deleveraging-beweging die de banken moeten ondergaan). In het geval van een monetaire unie maakt de afwezigheid van het wisselkoersinstrument dat een dergelijke aanpassing ook een aanzienlijke flexibiliteit van de prijzen op de arbeids- en productmarkten vereist om via een verbetering van het concurrentievermogen het externe saldo op te krikken.

Om instabiliteit te vermijden, nam officiële financiering de rol van private financiering over. Deze officiële financiering

**GRAFIEK 8** NETTO IN- OF UITSTROOM VAN KAPITAAL: FINANCIERINGSBRONNEN VOLGENS DE FINANCIËLE REKENING VAN DE BETALINGSBALANS

(in % bbp, gecumuleerde stromen over vier kwartalen)



Bronnen: ECB, NBB.

- (1) Nettokapitaalstroom berekend als het verschil tussen het saldo van de financiële rekening van de betalingsbalans en de officiële kapitaalstromen (via de centrale bank en de overheid, inclusief de transacties in reserveactiva).
- (2) Nettokapitaalstroom die de centrale bank boekt in de rubriek 'overige investeringen' (voornamelijk kredieten en deposito's) in de betalingsbalans.
- (3) Nettokapitaalstroom die de overheid boekt in de rubriek 'overige investeringen' (voornamelijk kredieten en deposito's) in de betalingsbalans.
- (4) Zoals blijkt uit het saldo van de financiële rekening. Een nettolening aan het buitenland wordt geboekt als een nettokapitaaluitstroom (-), een nettolening van het buitenland als een nettokapitaalinstream (+).

verliep, enerzijds, via de liquiditeitsverschaffende operaties van het Eurosysteem en, anderzijds, via de nieuwe institutionele architectuur op het niveau van de EU en het eurogebied waardoor overheden elkaar konden bijstaan.

Financiering via het Eurosysteem is weliswaar eigen aan de werking van de monetaire unie, waarbij banken – tegen afgifte van gepast onderpand – via hun centrale bank financiering kunnen verkrijgen tegen de basisherfinancieringsrente van de ECB, maar ze is niet automatisch. Om aan de toegenomen financieringsvraag te voldoen, heeft de Raad van Bestuur van de ECB via verschillende maatregelen immers besloten een verruimde liquiditeitsvoorziening op te zetten, die in aanzienlijke mate door de deficit- en programmalanden werd opgenomen. De ECB trad daarbij op als 'financieel intermediair' tussen de surplus- en de deficitlanden. De aanzienlijke grensoverschrijdende stromen van centralebankgeld – die werden gecompenseerd door een wijzigende kredietverlening door het Eurosysteem – komen tot uiting in de zogeheten

Target 2-saldi die de nationale centrale banken ten opzichte van de ECB aanhouden. Die saldi zijn vernoemd naar het betalingssysteem dat binnen het eurogebied de grensoverschrijdende bankbetalingen regelt.

De aanpassingen in de institutionele architectuur brachten een door de overheden ondersteunde financieringsstroom op gang die, min of meer achtereenvolgens, verliep via de bilaterale kredietverlening aan Griekenland (Griek loan facility), het EFSM (Europees financieel stabilisatiemechanisme), de EFFS (Europese faciliteit voor financiële stabiliteit) en het ESM (Europees stabiliteitsmechanisme).

In eerste instantie nam voornamelijk het Eurosysteem de rol van financier op zich; pas achteraf, namelijk met de inwerkingtreding van de programmafinanciering, werd die rol toebedeeld aan de overheden van het eurogebied samen met het IMF en de EC. Er zij opgemerkt dat beide financieringsvormen vanuit het perspectief van de financiering van het externe tekort nauwe substituten

van elkaar zijn, en dat door de toename van de programmafinanciering het Eurosysteem bijvoorbeeld zijn rol als tussenpersoon kan afbouwen. Ze verschillen echter van elkaar doordat de financiering via het Eurosysteem langs de banksector verloopt, en de publieke financieringsstromen langs de overheden<sup>(1)</sup>. Aan de financiering via het Eurosysteem is bovendien geen expliciete conditionaliteit verbonden zoals dat wél het geval is bij de programmafinanciering. Deze officiële financieringsvormen hadden

indirect ook een stabiliserende werking op de surpluslanden. Het is immers waarschijnlijk dat, zonder deze interventies, de private sector in de surpluslanden grotere waardeverliezen zou hebben geleden bij het liquideren van hun posities in de deficitlanden.

(1) In het geval van het ESM zal deze financiering echter ook via de banksector kunnen verlopen (afhankelijk van de inwerkingtreding van het Gemeenschappelijk Toezichtsmechanisme (GTM)).

## Kader – De registratie en interpretatie van kapitaalstromen in de betalingsbalans

In dit artikel zijn de volumemaatstaven voor de financiële integratie grotendeels gebaseerd op de informatie over internationale kapitaalstromen en externe posities zoals die zijn vervat in de statistieken met betrekking tot de betalingsbalans (stromen) en de internationale investeringspositie (uitstaande bedragen). Een goed begrip van deze concepten is van cruciaal belang om inzicht te verwerven in het verloop van de financiële integratie. Daarom bevat dit Kader achtergrondinformatie over de berekeningswijze ervan en over de wijze waarop ze binnen het geheel van de betalingsbalans moeten worden beschouwd. Er wordt tevens dieper ingegaan op het effect dat de nieuw gecreëerde bijstandsmechanismen (de EFFS, het ESM) tijdens de crisis in het eurogebied op deze aggregaten hebben gesorteerd.

### INTERNATIONALE KAPITAALSTROMEN OP BASIS VAN DE FINANCIËLE REKENING VAN DE BETALINGSBALANS

De internationale kapitaalstromen in dit artikel zijn afgeleid uit de financiële rekening van de betalingsbalans. Deze rekening omvat alle grensoverschrijdende transacties in financiële activa (kapitaaluitstroom ('-') bij toename van de activa) en passiva (kapitaalininstroom ('+') bij toename van de passiva). Vertoont de financiële rekening een positief saldo, dan wijst zulks op een nettokapitaalininstroom.

Volgens de boekingsprincipes van de betalingsbalans sommeren haar deelrekeningen tot nul<sup>(1)</sup>, en is het saldo van de financiële rekening noodzakelijkerwijs tegengesteld aan het saldo van de lopende- en kapitaalrekening<sup>(2)</sup>.

Betalingsbalans = Lopende rekening (LR) + Kapitaalrekening (KR) + Financiële rekening (FR) = 0

$$LR + KR = - FR$$

Een surplus op de lopende en kapitaalrekening moet immers leiden tot een opbouw van externe financiële activa of tot het verminderen van de externe verplichtingen (nettokapitaaluitstroom en dus een negatief saldo FR). Omgekeerd dient een tekort te worden gefinancierd door de verkoop van externe activa of door het aangaan van nieuwe externe verplichtingen (nettokapitaalininstroom en dus een positief saldo FR).

Terwijl de betalingsbalans de grensoverschrijdende kapitaalstromen registreert, geeft de internationale investeringspositie (IIP) de gecumuleerde posities aan externe activa en passiva weer. De netto IIP (NIIP) wordt berekend als het verschil tussen het uitstaande bedrag aan financiële activa en passiva en geeft aldus de totale netto externe activa of verplichtingen van een land weer. De IIP stemt conceptueel volledig overeen met de

(1) Eventuele resterende discrepanties worden opgenomen in een rubriek 'vergissingen en weglatingen' die buiten de deelrekeningen wordt geboekt en die aldus verzekert dat de betalingsbalans tot een nulsaldo sommeert.

(2) De kapitaalrekening, die kapitaaloverdrachten registreert (bv. kapitaaloverdrachten in het kader van de EU-begroting en schuldkiwijtschelding), wordt doorgaans door een klein saldo gekenmerkt, waardoor het saldo van beide rekeningen soms ook vereenvoudigd wordt weergegeven aan de hand van het saldo op de lopende rekening.



financiële rekening van de betalingsbalans. Veranderingen in de posities zijn immers gelijk aan het totaal van de stromen van de betalingsbalans en de herwaarderingseffecten op de uitstaande externe activa en passiva. De hieronder volgende elementen hebben dus zowel betrekking op de kapitaalstromen als op de externe posities.

#### UITSPLITSING VAN DE FINANCIËLE REKENING IN PRIVATE EN OFFICIËLE KAPITAALSTROMEN

Dankzij de huidige betalingsbalansmethodologie (BPM5<sup>(1)</sup>) kan de financiële rekening verder worden uitgesplitst naar sector en naar financieel instrument. Tot de sectoren behoren de centrale bank, de overheid, de banken (MFI's) en de overige sectoren (niet-bancaire private sector). De financiële instrumenten zijn ingedeeld volgens de zogenoemde 'functionele' classificatie en omvatten directe investeringen<sup>(2)</sup>, portefeuille-investeringen (aandelen en vastrentende effecten), financiële derivaten, overige investeringen (voornamelijk deposito's en kredieten) en reserveactiva (valuta, monetair goud, enz.).

De financiële rekening leert ons dus via welke financiële instrumenten de ingezeten sectoren ofwel lenen aan of lenen van het buitenland. De financieringswijze is niet onbelangrijk, gelet op het feit dat bepaalde kapitaalstromen, meer bepaald die op korte termijn, volatieler zijn dan andere (OESO, 2011) en dus aangeven of de financiering van het saldo van de lopende rekening houdbaar is.

Hoewel de betalingsbalans in haar geheel steeds in evenwicht is, waarbij het saldo van de financiële rekening dat van de lopende rekening compenseert, is het toch courant om in bepaalde gevallen te spreken van een betalingsbalansonevenwichtigheid. Deze laatste slaat dan op een subset van haar rubrieken die niet tot nul sommeren en aanleiding geven tot een compenserend saldo in de overige rubrieken. Meestal worden in dat geval de lopende en kapitaalrekening samengeteld met een aantal rubrieken van de financiële rekening teneinde na te gaan hoe groot het saldo van de overige rubrieken van de financiële rekening is.

Zo is het in een stelsel van vaste wisselkoersen gebruikelijk alle rubrieken, met uitzondering van de reserveactiva van de centrale bank, op te tellen (overall balance). In dit geval treedt een betalingsbalanstekort (nettokapitaaluitstroom) op wanneer het saldo van de rubrieken 'boven de lijn' moet worden gecompenseerd door de verkoop van de reserveactiva (nettokapitaalinstroom). De overall balance geeft op dat ogenblik de omvang weer van de 'officiële transacties in reserveactiva' die de centrale bank moet verrichten om de wisselkoers te handhaven, gelet op de druk die de gebrekkige financiering van het saldo op de lopende rekening uitoefent.

In het geval van een zwevende wisselkoers (dit geldt voor de euro in zijn geheel) worden bij een gebrekkige financiering van de lopende rekening de reserveactiva niet actief ingezet en verdwijnt dus het nut om deze rubriek af te zonderen. Op dat ogenblik zorgen wisselkoersaanpassingen ervoor dat de lopende rekening van het eurogebied opnieuw in evenwicht wordt gebracht met de beschikbare financieringsstroom. Dit evenwichtsmechanisme werkt evenwel niet op het niveau van de individuele landen van het eurogebied, waardoor zij op hun lopende rekening een saldo kunnen aanhouden dat mogelijk afwijkt van de marktfinanciering, bijvoorbeeld indien officiële financiering beschikbaar is. Deze operaties worden in de betalingsbalans geregistreerd in de rubriek 'overige investeringen' (hoofdzakelijk kredieten) van de centrale bank en de overheden.

Wat de landen van het eurogebied betreft, omvat deze rubriek voor de centrale bank hoofdzakelijk, doch niet uitsluitend, de vorderingen/verplichtingen die NCB's boeken ten opzichte van de ECB (hoofdzakelijk Target 2-saldi). Voor de overheid bestaat ze hoofdzakelijk, maar niet uitsluitend, uit de bijstand die de lidstaten onderling aan elkaar verlenen, bijvoorbeeld via de EFFS en het ESM.

(1) Volgens de methodologie beschreven in de Balance of Payments Manual, Fifth Edition (zie IMF, 1993 en 2004). Vanaf het laatste kwartaal van 2014 zal de ECB evenwel overschakelen op BPM6, dat door het IMF (IMF, 2009) naar voren werd geschoven als de nieuwe standaard.

(2) Directe investeringen omvatten alle financiële transacties met entiteiten waarin de buitenlandse investeerder een belang van ten minste 10% heeft in het kapitaal. Zij kunnen verder worden uitgesplitst in aandelen en geherinvesteerde winsten, en in overig kapitaal (bv. kredieten tussen ondernemingen).



De private nettokapitaalstroom is in dit geval gelijk aan het verschil tussen het saldo van de financiële rekening van de betalingsbalans en de officiële kapitaalstromen (overige investeringen van de overheid en de centrale bank, inclusief de reserveactiva).

#### REGISTRATIE VAN DE FINANCIËLE BIJSTAND VIA DE EFFS EN HET ESM IN DE BETALINGSBALANS

De boeking, in de betalingsbalans, van de door de EFFS en het ESM<sup>(1)</sup> verleende kredieten vereist evenwel bijzondere aandacht. In het geval van de ontvangende lidstaat leiden deze operaties tot een toename van de officiële nettoverplichting van de overheid; het deel van de overheidsschuld dat voorheen op de kapitaalmarkt werd gefinancierd (geboekt onder 'portefeuille-investeringen'), wordt nu immers vervangen door een krediet verstrekt door de EFFS/het ESM (geboekt onder 'overige investeringen').

Aangezien zowel de EFFS als het ESM voor de kredietverstrekking een beroep doet op obligatie-uitgiftes op de kapitaalmarkt, wordt de tegenpost van deze officiële financiering bij de verstreckende landen teruggevonden in hun private kapitaalstroom, voor zover de sectoren van deze landen op deze obligaties hebben ingetekend. De impact op de netto officiële kapitaalstroom van de verstreckende landen is verschillend voor de EFFS en het ESM. In het geval van de EFFS, die niet als een aparte institutionele sector wordt beschouwd, maar wel als een buitenlandse financiële instelling (Eurostat, 2011), wordt de door deze faciliteit opgehaalde financiering boekhoudkundig toegekend ('rerouted') aan de overheden die borg staan. Dit gebeurt door middel van een (boekhoudkundig) krediet van de EFFS aan de overheid die borg staat en die het krediet op haar beurt toekent aan de overheid die bijstand vraagt. Hoewel dit de brutoschuld van de borgstaande overheid doet toenemen, is de impact op de nettofinanciering van de overheid in de betalingsbalans nul aangezien de schuld ten opzichte van de EFFS gecompenseerd wordt door een vordering op de ontvangende overheid. In het geval van het ESM, dat wél als een buitenlandse institutionele sector wordt erkend (Eurostat, 2013), wordt het krediet rechtstreeks geboekt als een krediet van het ESM aan de ontvangende lidstaat, waardoor de rekening van de borgstaande overheden ongemoeid blijft. In tegenstelling tot de EFFS, beschikt het ESM evenwel over eigen kapitaal dat door de borgstaande overheden ten belope van € 80 miljard is volgestort. Deze kapitaalparticipatie creëert in de betalingsbalans een officiële nettovordering van de borgstaande overheden.

Zo staat tegenover de officiële nettofinanciering van de programmalanden via de EFFS en het ESM bij de verstreckende overheden geen vordering in nettoterminen, met uitzondering van de kapitaalparticipatie in het ESM. Dit betekent evenwel niet dat de overheden geen risico dragen. Bij wanbetaling zullen immers hun borgstellingen worden aangesproken die, in het geval van de EFFS, 120 % en 165 % bedragen van de EFFS-emissies, afhankelijk van het feit of deze vóór of na oktober 2011 werden uitgegeven. In het geval van de ESM-emissies bedragen de waarborgen 140 %<sup>(2)</sup>. Deze 'contingent liabilities' worden evenwel niet in de betalingsbalans geboekt.

(1) Het permanente ESM heeft sinds 1 juli 2013 de rol van de EFFS overgenomen. De EFFS is enkel nog bevoegd voor de afhandeling van de kredieten die het tot dan had toegekend aan Ierland, Portugal en Griekenland ten belope van € 192 miljard. De EFFS had een kredietverleningscapaciteit van € 440 miljard, voor het ESM is dat € 500 miljard. Het gezamenlijk toegekende bedrag door de EFFS en het ESM mag evenwel niet hoger zijn dan € 500 miljard. De emissies van de EFFS en het ESM ter financiering van de kredieten genieten een (over)waarborg van de landen van het eurogebied die geen beroep doen op de financiering, wat bevorderlijk is voor de kredietkwaliteit van de emissies. Via de EFFS en het ESM stonden op 1 april 2014 kredieten uit aan Ierland, Portugal, Griekenland, Spanje en Cyprus ten bedrage van in totaal € 242 miljard.

(2) De borgstelling wordt over de landen verdeeld overeenkomstig hun respectieve aandeel in het kapitaal van de ECB.

De conditionaliteit die in de programmafinanciering aan de landen wordt opgelegd, onder meer het corrigeren van hun externe onevenwichtigheden, is niet zonder gevolgen gebleven. Samen hebben de programmalanden hun externe tekort, dat in 2008 was opgelopen tot gemiddeld 11,5 % van hun gezamenlijk bbp, aanzienlijk weten terug te dringen en vanaf 2013 liet hun lopende rekening zelfs een klein surplus optekenen. Zodoende hebben deze

landen hun extern saldo in overeenstemming gebracht met de beschikbare private kapitaalstroom.

Dankzij het versterkt macro-economisch toezicht binnen de EU, waarvan de MIP (macroeconomic imbalance procedure) een belangrijk onderdeel is, zal er voortaan op worden toegezien dat de externe saldi van de landen niet langer ontsporen, wat het risico op 'sudden stops'

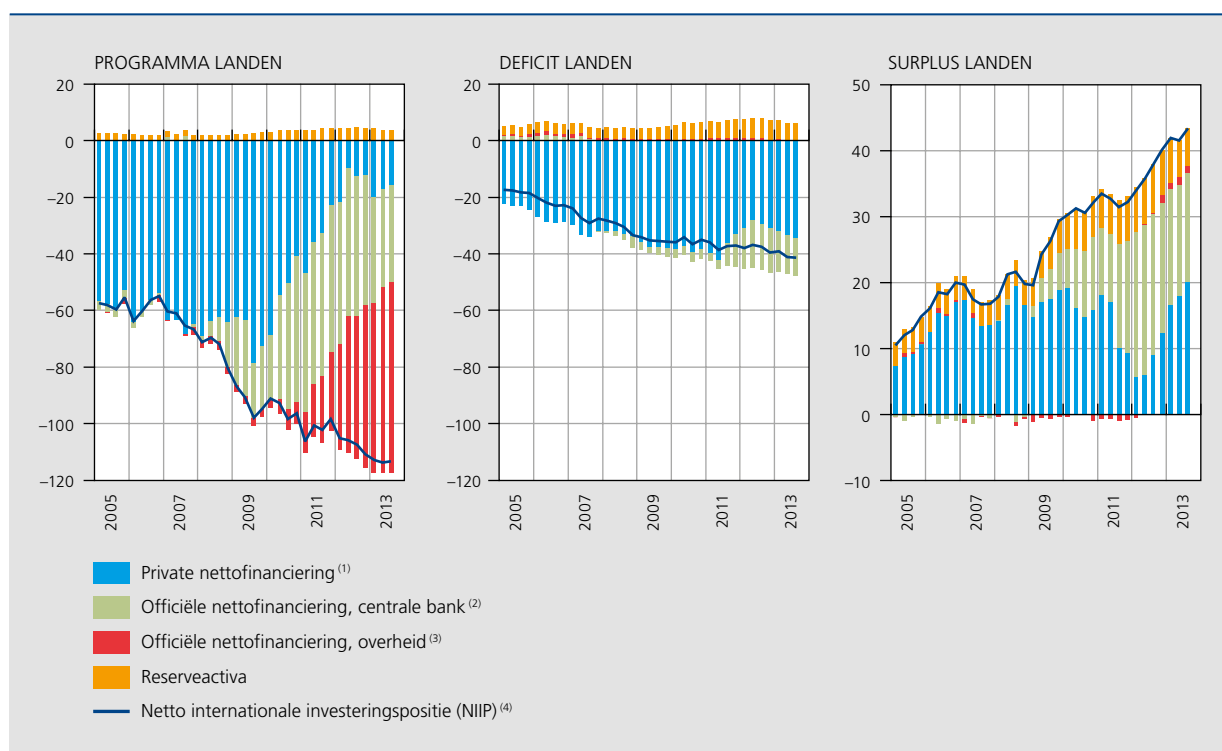
moet verkleinen. In haar scoreboard hanteert de EC voor de lopende rekening  $< -4\%$  en  $> 6\%$  bbp als drempelwaarden (thresholds).

De correctie van de lopende rekening is voor de programma- en deficitlanden evenwel niet noodzakelijk eenzijdig positief. Een snelle correctie zet meestal een extra rem op de economische bedrijvigheid. Een en ander hangt evenwel af van de samenstelling van de correctie. De verbetering van de lopende rekening in de landen met een deficit berustte aanvankelijk op een zwakke binnenlandse vraag (in het bijzonder de investeringen), met mogelijk een neerwaartse druk op de inflatie. Het is zeer de vraag of de verbetering op die manier structureel houdbaar is. Een blijvende verbetering vereist immers een verbeterde concurrentiepositie en een structurele uitbreiding van de exportsector, wat zich in sommige landen deels ook voordoet, getuige de aantrekkende groei van de export. Bovendien weegt de aanpassing van de externe saldi in de deficitlanden ook op de inflatie van het eurogebied als geheel, wat het Eurosysteem ertoe noopt een accommoderende monetairbeleidskoers te varen.

Ondanks de verbetering van het externe saldo is de netto externe schuld van de deficitlanden blijven toenemen. Een vermindering van de netto externe verplichtingen vereist immers ofwel een positief saldo op de lopende rekening ofwel positieve herwaarderings-effecten. De geschiedenis van externe tekorten heeft de deficitlanden met een aanzienlijke netto externe schuld opgezadeld (zie Van Nieuwenhuize, 2013, voor het belang van deze schuld) die in het geval van de programmalanden opgelopen is tot meer dan 100% van hun gezamenlijk bbp. Ook hier hanteert het MIP een drempelwaarde, namelijk  $-35\%$  bbp. Het is weinig realistisch dat, bij ontstentenis van positieve herwaarderings-effecten<sup>(1)</sup>, deze landen hun nettoschuldgraad snel tot dat niveau kunnen terugbrengen. Daartoe zouden immers gedurende verschillende jaren relatief grote overschotten op de lopende rekening moeten worden opgetekend, wat niet lijkt te sporen met het toekomstig structureel evenwichtsniveau van de externe rekening van die landen.

(1) Aanzienlijke positieve waarderings-effecten zouden het gevolg kunnen zijn van een waardestijging van de financiële activa van deze landen en/of een waardevermindering of afboeking (herschikking) van hun schulden.

**GRAFIEK 9** UITSTAANDE NETTO EXTERNE POSITIE: UITSPILSING NAAR TYPE FINANCIERING  
(in % bbp)



Bronnen: ECB, NBB.

- (1) Uitstaande nettofinanciering berekend als het verschil tussen de NIIP en de uitstaande officiële nettofinanciering (de overige investeringen van de centrale bank en de overheid, inclusief de reserveactiva).
- (2) De nettopositie van de centrale bank is deze die zij boekt onder de rubriek 'overige investeringen' in de IIP-statistieken.
- (3) De nettopositie van de overheid is deze die zij boekt onder de rubriek 'overige investeringen' in de IIP-statistieken.
- (4) Zoals blijkt uit de IIP-statistieken. Positieve (negatieve) waarden wijzen op uitstaande nettovorderingen (nettoverplichtingen) ten opzichte van het buitenland.

Ook al is er een einde gekomen aan de periode van zware externe tekorten, wat in sommige gevallen aanleiding geeft tot een 'programma-exit', de vroegere deficitlanden gaan dus nog steeds gebukt onder een aanzienlijke netto externe schuld en ze blijven derhalve een herfinancieringsrisico lopen. Een uitsplitsing van de netto externe verplichtingen (netto internationale investeringspositie, NIIP) naar type van financiering – naar analogie met de uitsplitsing van de financiële rekening van de betalingsbalans – leert ons dat deze schuld sinds de financiële crisis steeds minder door private financiering wordt gefinancierd, waardoor met name de overheden en de centrale banken aan het kredietrisico zijn blootgesteld<sup>(1)</sup>.

In het geval van de programmalanden worden de netto externe verplichtingen van 113 % bbp momenteel zelfs zogoed als integraal via officiële bronnen gefinancierd; in het derde kwartaal van 2013 was dat ten belope van meer dan 100 % van hun gezamenlijk bbp. Sinds eind 2012 is de programmafinanciering de lichtjes dominante financieringsbron voor de programmalanden, van nabij gevolgd door de financiering via het Eurosysteem. Ook in het geval van de deficitlanden blijft een aanzienlijk deel van de netto externe verplichtingen gefinancierd worden via officiële weg (Eurosysteem).

Voor de surpluslanden heeft dit tot gevolg dat de private sector minder aan deze landen is blootgesteld, wat inzonderheid ook de financiële sector in die landen stabielier heeft gemaakt. Van de totale nettovorderingen van de surpluslanden bestaat inmiddels meer dan 40 % uit officiële vorderingen, vooral vorderingen die de nationale centrale banken aanhouden ten opzichte van de ECB (Target 2-saldi). Zoals beschreven in het Kader zijn de nettovorderingen van de overheden in de surpluslanden niet wezenlijk toegenomen. Dit betekent evenwel niet dat deze overheden geen kredietrisico lopen. Zo hebben zij voor de vlotte werking van de EFFS/het ESM aanzienlijke waarborgen toegekend die voortaan bij een eventuele wanbetaling kunnen worden aangewend. Deze worden evenwel niet in grafiek 9 getoond.

Aangezien een ingrijpende correctie van de netto externe schuld op korte termijn weinig waarschijnlijk is, dient – bij het huidige niveau van (private) financiële integratie in het eurogebied – de officiële financiering op korte termijn te worden aangehouden en indien nodig vernieuwd. Op langere termijn is het van essentieel belang dat het vertrouwen wordt hersteld zodat de private financiering weer op gang komt, waardoor het uitstaande bedrag aan

officiële financiering kan worden afgebouwd. Een toename van de financiële integratie in het eurogebied is dus cruciaal voor de houdbaarheid van de externe posities. Dit wordt ook behandeld in de slotbeschouwingen, nadat in de volgende paragraaf wordt ingegaan op het prijsaspect van de financiële integratie.

### 3.3 Rentetarieven

Naast de volumes vormen prijsontwikkelingen of, daarmee gelijkwaardig, rendementen of rentetarieven een aanvullende maatstaf van financiële integratie. De 'no-arbitrage'-kenmerken van een geïntegreerde markt impliceren dat de rentever verschillen tussen landen verwachte wisselkoersschommelingen en uiteenlopende risicopremies voor de verschillende instrumenten weerspiegelen. In een echte monetaire unie, waarin per definitie geen veranderingen in de wisselkoersen te verwachten vallen, zouden de rentetarieven van twee financiële activa met vergelijkbare kenmerken (bijvoorbeeld inzake liquiditeit en kredietrisico) gelijk moeten zijn.

In een monetaire unie is het wenselijk dat dit aspect van de financiële integratie vervuld is: monetairbeleidsbeslissingen die worden uitgevoerd op basis van een enkele beleidsrente voor alle lidstaten moeten in alle delen van de unie homogeen doorwerken in de reële economie. Wanneer de verschillen tussen de rentetarieven van twee financiële instrumenten enkel te maken hebben met het land van herkomst van de emittenten – en niet met fundamentele risicofactoren – wijst dit op fragmentatie en op een verstoorde transmissie van het monetair beleid. In deze paragraaf wordt dat prijsaspect van financiële integratie in verschillende financiële-marktsegmenten in het eurogebied onderzocht, waarbij vooral aandacht wordt besteed aan de ontwikkelingen sinds de aanvang van de crisis. Daartoe worden de tendensen en ontwikkelingen van referentierentes en bancaire debetrentes in de landen onder de loep genomen alsook of, dan wel in hoeverre, monetairbeleidsbeslissingen doorwerken in de rentetarieven van verschillende landen van het eurogebied.

#### REFERENTIERENTES

De eerste fase van het monetaire transmissiemechanisme betreft de doorwerking van de beleidsrente in de referentierentes. Eerst worden de tendensen op de interbancaire markt en de markten voor overheidsschuld geanalyseerd. De rente op die markten wordt immers gehanteerd als referentie voor de prijsstelling van contracten op andere financiële markten, zoals die voor bedrijfsobligaties of retailbanking. De interbancaire rente en de rente op de markten voor overheidsschuld in verschillende monetaire

(1) Gelet op de termijn van de toegekende EFFS/ESM-kredieten zal dit risico mogelijk nog lange tijd blijven bestaan. Zo ligt de laatste vervaldag van de EFFS-kredieten die aan Portugal, Ierland en Griekenland werden toegekend momenteel respectievelijk in 2040, 2042 en 2050. Voor de ESM-kredieten aan Spanje en Cyprus is dat respectievelijk 2027 en 2030.



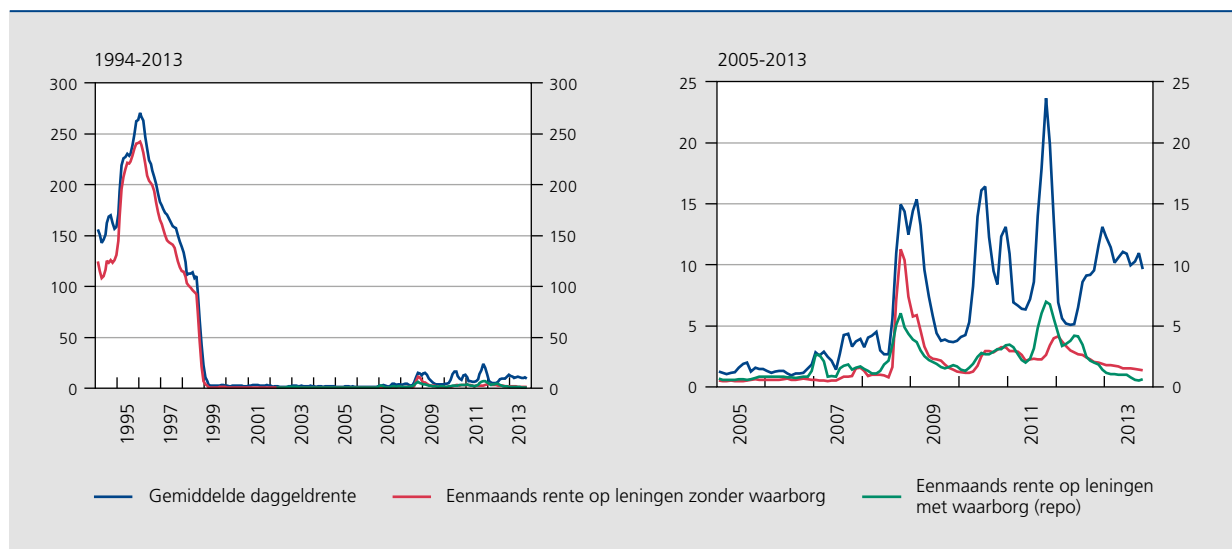
jurisdicties worden bepaald door het peil en het verwachte verloop van de door de respectieve centrale banken vastgestelde beleidsrente, en hangen dus af van de specifieke kenmerken van die jurisdictie, zoals haar (impliciete) inflatiedoelstelling, haar potentiële groei en haar positie in de economische cyclus. Om die reden waren, vóór 1999, de verschillen in de beleidsrente – die voornamelijk uiteenlopende reële groeicijfers en/of inflatiecijfers en verwachtingen tussen de landen weerspiegelden – een van de belangrijkste oorzaken van de verschillen tussen de referentierentes. Ook de risicopremies die aan dergelijke referentierentes verbonden zijn, bijvoorbeeld vanwege het wisselkoersrisico, speelden een rol in de verschillen die ze vóór de invoering van de euro van land tot land vertoonden. Het proces richting die derde fase van de EMU, waarbij de in het Verdrag van Maastricht vastgelegde convergentiecriteria moesten worden nageleefd, hield ook in dat de referentierentes sterk convergeerden. Bovendien verdween het devaluatierisico met de invoering van de eenheidsmunt, waardoor het tweede belangrijke element wegviel dat het verschil deed oplopen tussen de rentetarieven op instrumenten uit diverse landen van het eurogebied.

Die opeenvolging van ontwikkelingen is duidelijk merkbaar op de interbancaire markten: de landenverschillen, zoals gemeten aan de hand van de standaardafwijking, waren hoog vóór 1996, maar liepen sterk terug tijdens de periode tot de EMU. De verschillen bleven verwaarloosbaar vanaf de aanvang van de EMU in 1999 tot de

eerste beroering op de financiële markten in 2007. Vanaf 2007 en met name sinds het laatste kwartaal van 2008 droeg een verhoogde risicoperceptie in een klimaat van buitengewone onzekerheid in de financiële sector immers bij tot een fragmentatie van de geldmarkten langs de nationale grenzen. Verscheidene factoren kunnen hieraan ten grondslag hebben gelegen. Enerzijds zijn de banken mogelijk beter op de hoogte van de situatie van banken in hun thuisland, waardoor ze bij de kredietverlening aan hen andere beslissingen nemen dan ten aanzien van hun buitenlandse tegenpartijen. Anderzijds begon de toestand van de overheidsfinanciën gedurende de crisis steeds nauwer samen te hangen met het aan de banken verbonden risico, zodat de kwetsbaarheid van de begrotingssituatie in bepaalde landen eveneens bijdroeg tot hogere financieringskosten voor hun nationale bankwezen<sup>(1)</sup>. Dit tweede effect lijkt ten grondslag te liggen aan het feit dat de verschillen tussen gewaarborgde interbancaire rentetarieven op het hoogtepunt van de overheidsschuldencrisis in 2011 en 2012 hoger werden dan die tussen niet-gewaarborgde rentetarieven. Overheidsobligaties dienen immers vaak als onderpand voor gewaarborgde leningen op de interbancaire markten, wat betekent dat het aan een specifieke

(1) De 'sovereign-bank loop', of het verband tussen de financieringskosten van banken en overheden, werkt in beide richtingen en via verschillende kanalen. Van de overheden naar de banken resulteert een kwetsbare begrotingssituatie van een nationale overheid in een potentieel onvermogen van de overheid om de banken te ondersteunen en in verliezen – althans tegen marktwaarde – op de portefeuilles met overheidsobligaties van de banken. Van de banken naar de overheden kan een financiële sector in een kritieke toestand leiden tot zware lasten voor de overheidsfinanciën. De loutere indruk dat een banksector kwetsbaar is, zou reeds hogere risicopremies voor de overheid kunnen veroorzaken.

**GRAFIEK 10** FRAGMENTATIE OP DE GELDMARKTEN IN HET EUROGEBIED  
(standaardafwijking tussen de landen, in basispunten)



Bron: ECB.

overheid verbonden kredietrisico de waarde van het voor de banken beschikbare onderpand vermindert en zo hun toegang tot financiering beperkt. Dit effect werd versterkt door de grote voorkeur voor de thuismarkt in de aangehouden overheidsobligaties (zie paragraaf 3.1), wat het correlatierisico tussen de overheidssector en het bankwezen in elk land deed toenemen.

Naast hun effect op de portefeuilles van de banken en op hun financieringskosten, zijn de rendementen op overheidsobligaties een fundamenteel element in het monetaire transmissiemechanisme, aangezien ze doorgaans de referentieprijzen vormen voor andere vastrentende instrumenten in elk land. Bovendien kwamen de effecten van de crisis in het eurogebied vooral tot uiting in de rendementen op overheidsobligaties. Om die redenen is het zinvol bij een analyse van de financiële integratie in het eurogebied het verloop van de rendementen op overheidsobligaties te bespreken. Net als de interbancaire rentetarieven, liepen de rendementen op overheidsobligaties in het eurogebied aan het begin van de jaren negentig uiteen als gevolg van de voornoemde nominale verschillen, alsook door de uiteenlopende solvabiliteitskenmerken van elke overheid. In de jaren vóór de aanvang van de EMU begonnen de rendementen sterk te convergeren en werden de landenverschillen fors teruggeschoefd.

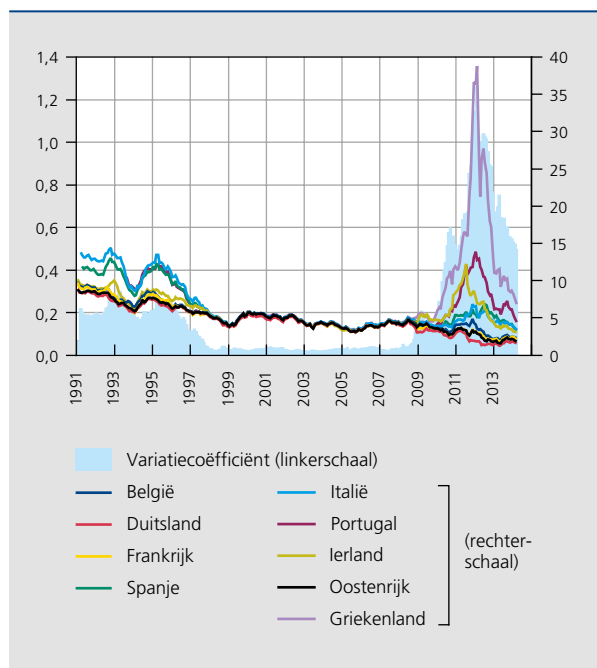
Die beweging werd geconsolideerd na 1999, als gevolg van de convergentie van de inflatierisico's en het wegvalen van het wisselkoersrisico in het kader van een monetaire unie. Tussen 1999 en 2008, echter, gingen de zeer uiteenlopende solvabiliteitskenmerken van de overheden gepaard met uitzonderlijk vergelijkbare rendementen op overheidsobligaties in de landen van het eurogebied, ondanks de no bail-out-clausule. Hieruit blijkt dat het risico tijdens de eerste tien jaar van de EMU hoogstwaarschijnlijk niet efficiënt werd doorberekend, met als gevolg een te hoge convergentie van de rendementen van de verschillende overheden in het eurogebied.

Die bevinding staat in scherp contrast met de aanvang van de financiële en economische crisis, en in het bijzonder met de overheidsschuldencrisis in het eurogebied, die zorgde voor een hogere risicoperceptie bij de beleggers, die zich achter hun landsgrenzen terugtrokken. Het wegvloeiën van kapitaal uit de landen die als risicovoller werden beschouwd, ging gepaard met fors stijgende rendementen op overheidsobligaties voor die landen. Vanaf medio 2011 droeg de angst voor de omkeerbaarheid van de eenheidsmunt, die aanvankelijk voor een zeer klein aantal landen mogelijk werd geacht, bij tot toenemende rendementsverschillen langs de nationale grenzen: terwijl sommige overheden werden gedwongen uit de financiële markten te stappen, liepen in andere, als veilige havens beschouwde landen de financieringskosten aanzienlijk terug als gevolg van een kapitaalinstroom.

In het licht van die situatie en teneinde te voorkomen dat die verstoringen in de interbancaire markt en de markten voor overheidsschuld het eengemaakt monetair beleid in het eurogebied zouden bedreigen, nam de ECB verscheidene niet-conventionele maatregelen die de effecten van de fragmentatie van de interbancaire rente en de rente op overheidsobligaties hielpen temperen. Tot de maatregelen die bedoeld waren om de financiering door banken te vergemakkelijken, behoorden de liquiditeitsverstrekking tegen gunstige voorwaarden, de twee programma's voor de aankoop van gedekte obligaties en de verruiming van het onderpandskader, wat de financieringsproblemen van de banken deed afnemen, ondanks de verslechtering van hun activa. Meer specifiek om de met overheidsobligaties verband houdende verstoringen van het monetaire transmissiemechanisme tegen te gaan, werden twee programma's uitgewerkt die ongerechtvaardigde verschillen in de rendementen op overheidsobligaties aanpakten. Via het Programma voor de effectenmarkten (SMP) kocht het Eurosysteem in 2010-2012 op de secundaire markten overheidseffecten aan om de goede werking van bepaalde marktsegmenten te herstellen. Het SMP werd beëindigd toen de ECB het programma voor Outright Monetaire Transacties

**GRAFIEK 11** FRAGMENTATIE OP DE MARKTEN VOOR OVERHEIDSOBLIGATIES IN HET EUROGEBIED

(rendementen op tienjaars obligaties en variatiecoëfficiënt, in %)



Bron: Thomson Reuters Datastream.

(OMT's) invoerde, dat eveneens ontwichtingen van het monetaire transmissiemechanisme aanpakt, met name in het licht van de perceptie dat de rendementsverschillen voor overheidsobligaties ook werden aangewakkerd door een toename van het zogenoemde redenominatierisico, dat is het risico dat een land het eurogebied verlaat. Derhalve werden de stijging van de rendementen in sommige sterker door de crisis getroffen landen en als spiegelbeeld daarvan de daling in de landen die veilige havens werden geacht, beschouwd als buitensporig en niet volledig gerechtvaardigd door economische fundamentals<sup>(1)</sup>. Daarom streven de OMT's ernaar dat redenominatierisico uit te schakelen om 'destructieve scenario's te voorkomen die potentieel ernstige risico's zouden kunnen inhouden voor de prijsstabiliteit in het eurogebied' (Draghi, 2012).

Ook andere Europese en nationale autoriteiten namen verscheidene economische, structurele en institutionele maatregelen toen de crisis verhevigde. Belangrijke Europese maatregelen waren een versterking van de economische governance in de EU en stappen in de richting van de creatie van een bankenunie. Samen met het OMT-programma slaagden die maatregelen erin tot minder gefragmenteerde geldmarkten en markten voor overheidsobligaties te komen, door het vertrouwen in bepaalde marktsegmenten te herstellen. Dit resulteerde in een veel kleiner verschil tussen de referentierentes in de landen, met name sinds de zomer van 2012, hoewel de spreiding zeer hoog blijft in vergelijking met die vóór de crisis (en, in sommige gevallen, zelfs in vergelijking met de periode vóór de euro).

## BANCAIRE DEBETRENTES

Aangezien referentiemarkten een impact hebben op de financieringskosten van banken en op de waarde van hun portefeuille, zijn ze een belangrijke factor bij het bepalen van de rentetarieven die de banken hun cliënten aanrekenen. De ontwikkelingen van de interbancaire rente en de rente op overheidsobligaties, en in het bijzonder de convergentie en de daaropvolgende divergentie die sinds de aanvang van de EMU werd opgetekend, kwam dus mogelijk tot uiting in andere financiële markten, met inbegrip van de retailmarkten. In een monetaire unie is een adequate transmissie van het monetair beleid naar alle landen en markten een fundamentele eigenschap

van financiële integratie binnen de unie. Tegen die achtergrond is het dan ook passend de ontwikkelingen van de bancaire rente per land te onderzoeken, die de eindfase van de monetairbeleidstransmissie vormen.

Om na te gaan in hoeverre de prijsvoorwaarden op de bancaire markten gefragmenteerd raakten na de verschillen op de referentiemarkten, en welke factoren de fragmentatie veroorzaakten, worden hierna de trends in de retailrentes geanalyseerd. In dit artikel wordt vooral aandacht besteed aan het verloop van de bancaire rente vóór en, in het bijzonder, tijdens de crisis. Meer bepaald wordt aandacht geschonken aan de rente van de kredietverlening van banken aan niet-financiële ondernemingen (NFO's), en dit om twee redenen. Ten eerste blijft het bankkrediet de voornaamste kredietbron voor de niet-financiële private sector in het eurogebied, terwijl financiering via andere financiële intermediairs of rechtstreeks op de markten relatief gering blijft, met name voor kleine en middelgrote bedrijven. Ten tweede wordt de analyse toegespitst op de kredietkosten voor NFO's (in tegenstelling tot huishoudens), omdat deze een fundamentele determinant zijn voor de investeringen van de bedrijven en, derhalve, de economische groei. Daarbij moet worden opgemerkt dat de bancaire rente voor niet-financiële ondernemingen ruimere verschillen vertoonde dan de rente op woninghypotheken voor huishoudens, omdat een groter aandeel van de leningen aan NFO's niet gedekt is door onderpand of niet gewaarborgd is<sup>(2)</sup>, zodat veranderende risicopercepties een grotere impact hebben op de aan NFO's aangerekende rente.

Net als voor de referentiemarkten, lag de spreiding tussen de bancaire rentes<sup>(3)</sup>, zoals gemeten aan de hand van de variatiecoëfficiënt, op een laag peil tussen 2003 (aanvang van de tussen de landen geharmoniseerde gegevensreeksen) en eind 2008. Tijdens de economische expansie tussen 2006 en de zomer van 2007 nam de spreiding af. Na de teloorgang van Lehman Brothers begonnen de verschillen op te lopen. In de zomer van 2011, toen de overheidsschuldencrisis verhevigde en zich uitbreidde naar een groot aantal landen, liepen de bancaire rentes in de landen zelfs nog verder uiteen, en de verschillen bereikten een piek tussen augustus 2012 en augustus 2013, een periode waarin de fragmentatie in de referentiemarkten begon om te keren. In de loop van 2013 begon het ecart tussen de in verschillende landen toegepaste retailrentes af te nemen, zij het in mindere mate dan de bovengenoemde vermindering van de verschillen in de markten voor overheidsobligaties, en bleef het ecart zeer hoog aan het begin van 2014. Daardoor liggen de kosten van kortlopend krediet voor NFO's in sommige landen van het eurogebied op een peil dat vergelijkbaar was met dat in de eerste helft van de jaren 2000, hoewel de beleidsrente

(1) Voor meer informatie, zie Dewachter et al. (2014, nog te verschijnen in het Journal of Banking and Finance).

(2) Sinds juni 2010 is gemiddeld ongeveer 30% van het volume van de nieuwe bankleningen aan NFO's in het eurogebied gedekt door onderpand of gewaarborgd (gegevens uit de enquête naar de Monetary Financial Institutions Interest Rates (MIR-enquête) van de ECB).

(3) Hier worden bancaire rentes gehanteerd uit de MIR-enquête van de ECB, met voor alle landen van het eurogebied geharmoniseerde methoden. De reeksen, die maandelijks verschijnen, vangen in januari 2003 aan.

momenteel dicht bij nul staat. Na de verlaging van de rente op de basisherfinancieringstransacties met 400 basispunten tussen augustus 2008 en januari 2014, daalde de bancaire rente op kortlopende leningen aan NFO's feitelijk met meer dan 300 basispunten in sommige landen (bijvoorbeeld Duitsland, Nederland, Frankrijk en België), terwijl de rente in de zwaarst door de crisis getroffen landen (Spanje, Italië, Portugal en Griekenland) tijdens dezelfde periode gemiddeld slechts met 165 basispunten terugliep.

Dergelijke grote verschillen in de doorwerking van de verlaging van de beleidsrente wijzen op problemen in de transmissie van het monetair beleid naar de bancaire rentes, zodat de versoepeling van het monetair beleid weinig invloed had in de landen die er het meest behoefte aan hadden, gelet op hun economische situatie. In feite was die gebrekkige doorwerking misschien het gevolg van echte problemen in het transmissiemechanisme van het monetair beleid of weerspiegelde ze andere, niet welomschreven factoren. In dat geval kan een loutere analyse van het verloop van de bancaire rente, zonder naar behoren rekening te houden met de onderliggende

kenmerken van de respectieve banken en de economische omstandigheden, een onvolledige beoordeling van het transmissiemechanisme opleveren.

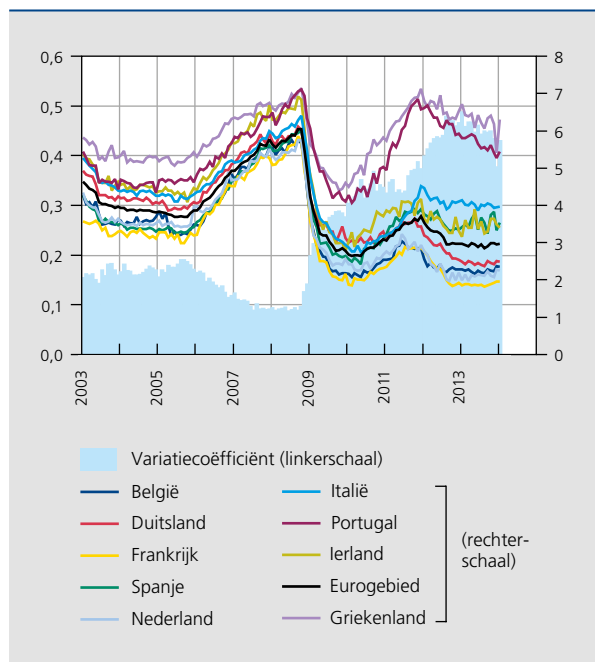
Om meer inzicht te krijgen in de stuwende krachten achter die van land tot land verschillende transmissie van de referentierentes naar de retailrentes, blijkt het leerzaam te kijken naar het verband tussen de bancaire rente (uitgedrukt als het *ecart*, in basispunten, tussen de indicator van de kredietkosten van de NFO's tot en met één jaar en de driemaands rente op daggeldrenteswaps, gemiddeld voor de aangegeven periode<sup>(1)</sup>) en een factor die samenhangt met de financiële gezondheid van de banksector – de Tier 1-kapitaalratio – enerzijds, en een macro-economische factor – dubieuze leningen – anderzijds.

Voor de eerstgenoemde factor blijkt uit de grafiek hoe de kapitalisatiegraad van het nationale bankwezen negatief gecorreleerd is aan de bancaire rente. De Tier 1-kapitaalratio's stegen tussen 2008 en de eerste helft van 2013 aanzienlijk, door de herkapitalisatie van de banken na de crisis, maar dit ging gepaard met een sterke toename van de spreiding tussen de landen: hoewel de verschillen in kapitalisatiegraad tussen de nationale banksectoren al omvangrijk waren in 2008 (gaande van 6,6 % tot 12,7 %), werden ze nog groter in de daaropvolgende jaren, zodat ze in de eerste helft van 2013 tussen 10,7 % en 19,1 % lagen. De vastgestelde negatieve correlatie impliceert dat beter gekapitaliseerde banken lagere rentetarieven op nieuwe leningen toepassen. Dit verband is bovendien versterkt gedurende de crisis, met een steilere helling (die erop wijst dat een verslechterde kapitalisatie van de banken de bancaire rente in 2013 sterker deed toenemen dan vóór de crisis), maar een lager R-kwadraat. Zwakkere banken, met een laag kapitalisatieniveau of een hogere financiële hefboom, krijgen immers moeilijker toegang tot financiering, die tevens duurder uitvalt. Dat de bancaire rente gevoeliger werd voor de financiële soliditeit van het desbetreffende bankwezen wijst er mogelijk op dat de banken in die landen hun winst moeten verhogen om zodoende hun kapitaalpositie te verbeteren, of dat zij hun risicogewogen activa moeten herschikken.

Soortgelijke vaststellingen gelden voor de correlatie tussen de bancaire rente en het risico van de kredietnemer. Door dubieuze leningen (uitgedrukt in procenten van de totale leningen) te hanteren als een benadering voor het risico van de kredietnemer, kan worden vastgesteld dat een hoger aandeel aan dubieuze vorderingen

**GRAFIEK 12** FRAGMENTATIE VAN DE BANCAIRE RENTES IN HET EUROGEBIED

(indicator van de kosten van kortlopend krediet voor niet-financiële ondernemingen<sup>(1)</sup> en variatiecoëfficiënt, in %)



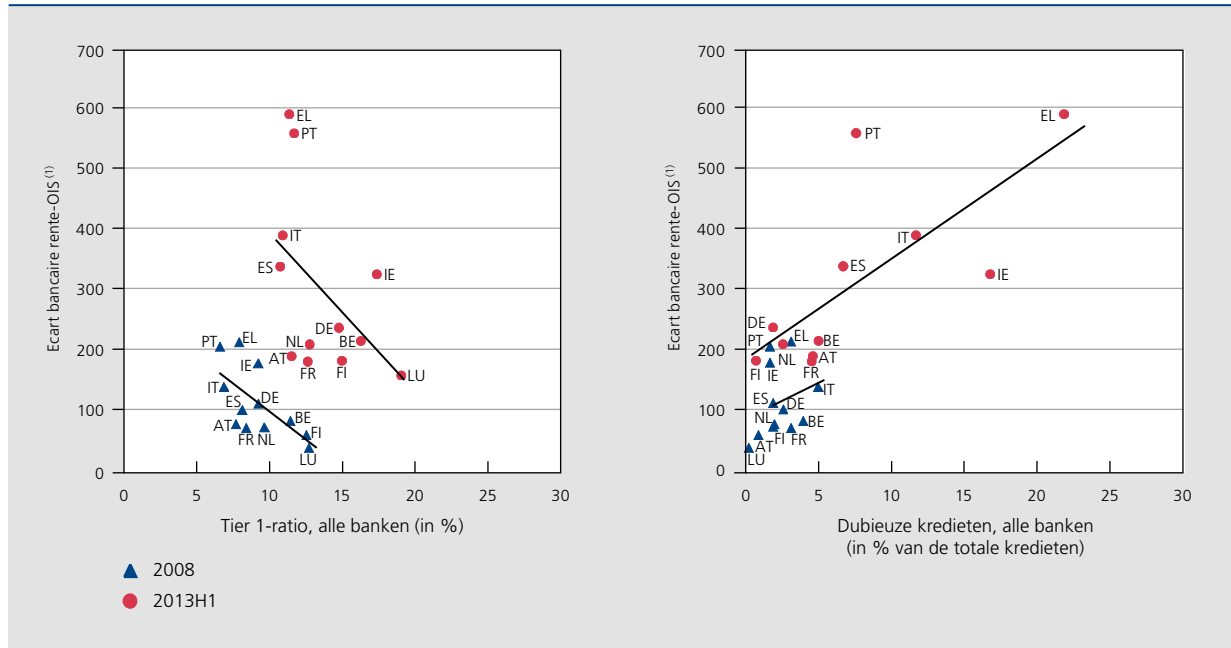
Bron: ECB.

(1) Berekend als een gewogen gemiddelde van de rentetarieven op leningen tot en met één jaar (inclusief langlopende leningen uitgegeven met een variabele rente en een initiële rentevaste periode van minder dan één jaar) en door banken aan niet-financiële ondernemingen verstrekte rekening-courantkredieten (zie ECB, 2013).

(1) Aan de hand van het *ecart* tussen de bancaire rente en een risicovrije referentierente kunnen de veranderingen in het peil van de beleidsrente tussen de onderzochte periodes buiten beschouwing worden gelaten.

**GRAFIEK 13 DETERMINANTEN VAN DE HETEROGENITEIT TUSSEN DE BANCAIRE RENTES IN HET EUROGEBIED**

(ecarts in basispunten)



Bronnen: Thomson Reuters Datastream, ECB (MIR-enquête en bankbalansen op geconsolideerde basis).  
(1) Ecart tussen de indicator van de kredietkosten op korte termijn voor niet-financiële ondernemingen en de driemaands rente op daggeldrenteswaps (OIS).

nauw samenhangt met hogere ecarts voor de bancaire rente<sup>(1)</sup>, met name na de crisis. Tijdens de crisis namen de verschillen tussen de percentages dubieuze leningen in diverse landen aanzienlijk toe. Tegelijkertijd werd de regressielijn iets steiler maar nam het R-kwadraat van de relatie af.

Het aangetoonde sterke verband tussen het peil van de bancaire rente en die twee soorten factoren lijkt erop te wijzen dat de transmissie van het monetair beleid wordt beïnvloed door de economische en financiële omstandigheden in elk land, met name sinds de aanvang van de crisis. Teneinde op een meer structurele wijze de oorzaken na te gaan van de ruime verschillen tussen de bancaire rentes in de landen van het eurogebied, wordt hierna een econometrisch model geraamd, waarin uiteindelijk die twee soorten risico's zijn opgenomen. De analyse wordt verricht voor vier landen van het eurogebied die divergerende bancaire rentes gedurende de crisis lieten optekenen (België, Duitsland, Italië en Spanje), via vector error

correction models (VECM), die vaak worden gehanteerd om de doorwerking in de bancaire rentes te modelleren<sup>(2)</sup>. Dat type model stelt ons in staat de langetermijnrelatie tussen de referentierentes en de bancaire rentes te ramen. De methode modelleert ook de reactie op korte termijn van de bancaire rente op veranderingen in de referentierente en de aanpassing in de richting van het nieuwe evenwicht op lange termijn. Hierna wordt vooral aandacht besteed aan de geraamde langetermijnrelatie tussen de variabelen.

De analyses werden verricht aan de hand van de reeds getoonde indicator van de kredietkosten op korte termijn voor niet-financiële ondernemingen (CBI): deze indicator wordt berekend als een gewogen gemiddelde van de rentetarieven op leningen met een looptijd tot en met één jaar (inclusief langlopende leningen die worden uitgegeven tegen een variabele rente en met een initiele rentevaste periode van minder dan één jaar) en van de rekening-courantkredieten die de banken aan niet-financiële ondernemingen verstrekken. Als kortlopende risicovrije referentierente wordt de driemaands rente op daggeldrenteswaps (OIS) gebruikt, een benadering van de verwachte daggeldrente in de komende drie maanden. We ramen de VECM met behulp van de eenvoudige, uit twee stappen bestaande methodologie die wordt

(1) Een hoog risico van de kredietnemer kan ook impliceren dat de bank reeds risicovolle activa in haar balans heeft. Dit zou ook haar financieringskosten verhogen, en derhalve ook de rente op leningen die ze aanbiedt.  
(2) Zie onder andere ECB (2009) en Cordemans en de Sola Perea (2011).

gedefinieerd in Lütkepohl en Krätzig (2004). De geraamde vergelijking luidt als volgt:

$$\Delta cbi_t = \alpha_{cbi}(cbi_{t-1} - \beta ois_{t-1} - \gamma) + \sum_{i=1}^n \delta_{cbi,t-i} \Delta cbi_{t-i} + \sum_{i=1}^n \theta_{cbi,t-i} \Delta ois_{t-i} + u_{cbi,t}$$

waarin cbi gelijk is aan de indicator van de kredietkosten en ois aan de als referentie gebruikte marktrente (drie-maands OIS),  $\alpha$ -coëfficiënt staat voor de snelheid van aanpassing in de richting van het evenwicht op lange termijn,  $\beta$  is de mate van transmissie van de marktrente op lange termijn,  $\gamma$  is een constante in de langetermijnvergelijking die het ecart tussen beide rentes weergeeft, de coëfficiënten  $\delta$  en  $\theta$  meten de kortetermijndynamiek, en  $u$  is de foutterm. Een  $\beta$ -coëfficiënt gelijk aan 1 wijst op een volledige doorwerking op lange termijn van de marktrente in de bancaire rente. De term tussen haakjes vormt de co-integratievergelijking, die het langetermijnverband tussen de rentetarieven weergeeft, terwijl de rest van de vergelijking de kortetermijndynamiek toont. Het in elk model gebruikte aantal vertragingen ( $n$ ) wordt gekozen volgens het Schwarz-informatie criterium.

In een eerste stap wordt dat model toegepast op de periode vóór de crisis, tussen januari 2004 en augustus 2008. Hierdoor kan in elk van de landen de werking van het monetaire transmissiemechanisme worden nagegaan in 'normale tijden' tijdens dewelke de renteversillen klein waren. In tabel 1 wordt de geraamde langetermijncoëfficiënt voor de geldmarktrente weergegeven. Uit kolom 1 blijkt dat, vóór de crisis en aan de hand van het hierboven beschreven eenvoudige model, de transmissie naar de bancaire rente grotendeels volledig en gelijk was voor de vijf geanalyseerde landen: de langetermijncoëfficiënt van de OIS-rente lag tussen 0,91 en 1,25, of telkens zeer dicht in de buurt van 1. Voor Spanje wijst de coëfficiënt boven 1 op een meer dan volledige doorwerking, waardoor de bancaire rente, op lange termijn, in ruimere mate zou stijgen of dalen dan de oorspronkelijke verandering van de marktrente. De aanpassing aan het langetermijnevenwicht ( $\alpha$ , niet in de tabel weergegeven) verliep naar raming sneller in België en Duitsland dan in Spanje en Italië, terwijl de  $\gamma$ -ramingen (niet in de tabel opgenomen) uiteenliepen tussen de beschouwde landen, gaande van laag in Spanje tot hoog in Duitsland en Italië.

Door dezelfde analyse uit te breiden naar de gehele beschouwde periode (tot januari 2014) is het mogelijk na te gaan of de waargenomen fragmentatie in andere markten een structurele verandering heeft teweeggebracht in het verband tussen de marktrente en de bancaire rente in elk van de landen. Uit kolom 2 van tabel 1 blijkt dat de

**TABEL 1** DOORWERKING OP LANGE TERMIJN VAN DE MARKTRENTRE IN DE BANCAIRE RENTE

(standaardfouten zijn weergegeven tussen haakjes)

	Bivariaat, vóór de crisis	Bivariaat, gehele beschouwde periode	Alle factoren, gehele beschouwde periode
België . . . . .	1,01 (0,07)	0,75 (0,04)	0,94 (0,05)
Duitsland . . . . .	0,92 (0,04)	0,79 (0,04)	0,83 (0,02)
Italië . . . . .	0,91 (0,08)	0,47 (0,17)	0,96 (0,02)
Spanje . . . . .	1,25 (0,07)	0,31 (0,14)	1,23 (0,04)

Bron: eigen berekeningen.

transmissie van de marktrente in alle beschouwde landen werd gehinderd, hoewel in zeer verschillende mate: voor België en Duitsland nam de langetermijncoëfficiënt op de referentierente enigszins af, maar bleef hij hoog en relatief dicht in de buurt van 1. In sommige – minder sterk door de crisis getroffen – landen kan het eenvoudige model waarin de bancaire rente enkel wordt gekoppeld aan de korte geldmarktrente, dus ook het gedrag van de bancaire rente tijdens de crisis verklaren. In de zwaarder door de crisis getroffen landen, daarentegen, was de daling van de doorwerking op lange termijn veel sterker: in Italië liep ze terug van 0,91 tot 0,47, terwijl ze in Spanje afnam van 1,25 tot 0,31. Het geraamde verband tussen de referentierente en de bancaire rente lijkt dus sinds de crisis te zijn verbroken in de landen die sterker onder druk stonden<sup>(1)</sup>. In België en Duitsland vertraagde het tempo van de aanpassing naar het evenwicht op lange termijn aanzienlijk, terwijl het onbeduidend werd in Spanje en Italië. De in de langetermijnvergelijking opgenomen constante steeg in alle landen, maar de stijging was veel groter voor Italië en Spanje.

Een verdere analyse kan helpen vaststellen welke factoren ten grondslag liggen aan die verandering in de doorwerking op lange termijn van de marktrente. Daartoe, en gelet op het reeds vermelde sterke verband tussen, enerzijds, de financiële gezondheid van de banksector en de macro-economische situatie van een land en, anderzijds, de bancaire rente, wordt een model geraamd met twee variabelen die deze twee hoofd risico's voorstellen.

(1) Die conclusie wordt versterkt doordat voor Italië en Spanje heel wat van de geraamde coëfficiënten niet significant waren.

Aangezien het om een model op maandbasis gaat, wordt de werkloosheidsgraad eraan toegevoegd als een indicator van de economische kwetsbaarheid van elk land en als een benadering van het risico verbonden aan de kredietnemers. Voorts wordt een niet-gewogen maandgemiddelde opgenomen van vijfjaars CDS-premies voor de in elk van de beschouwde landen gevestigde banken, als een benadering voor de percepties inzake de financiële gezondheid van het nationale bankwezen en, vandaar, voor de financieringskosten die de banken (gemiddeld) in ieder land moeten dragen. Het is nuttig eraan te herinneren dat de CDS-premies voor banken sterk gecorreleerd zijn aan de rendementen op overheidsobligaties, als gevolg van de 'sovereign-bank loop'. Het nauwe verband tussen de banken en de overheid impliceert dan ook dat onze analyse niet zal kunnen uitmaken hoe belangrijk bankenproblemen zijn in verhouding tot overheidsproblemen voor het bepalen van de bancaire rente<sup>(1)</sup>. Tot op zekere hoogte geldt hetzelfde voorbehoud voor de identificatie van de andere variabelen: in feite is de werkloosheidsgraad sterk positief gecorreleerd aan de gezondheid van de financiële sector in Italië en Spanje<sup>(2)</sup>, waardoor een strikte interpretatie en differentiatie van de effecten van elk risicotype niet per definitie mogelijk is.

Die twee variabelen zijn begrepen in de foutcorrectieterm (het langetermijnverband) en in de kortetermijndynamiek. Voorts wordt een dummy variabele opgenomen in de crisisperiode (vanaf september 2007)<sup>(3)</sup>. Net als bij het eenvoudige model ligt de nadruk op de geraamde vergelijking voor de indicator van de kredietkosten, die er als volgt uitziet:

$$\begin{aligned} \Delta cbi_t = & \alpha_{cbi} (cbi_{t-1} - \beta ois_{t-1} - \zeta unemp_{t-1} - \eta cds_{t-1} - \gamma) \\ & + \sum_{i=1}^n \delta_{cbi,t-i} \Delta cbi_{t-i} + \sum_{i=1}^n \theta_{cbi,t-i} \Delta ois_{t-i} \\ & + \sum_{i=1}^n \mu_{cbi,t-i} \Delta unemp_{t-i} + \sum_{i=1}^n \omega_{cbi,t-i} \Delta cds_{t-i} + u_{cbi,t} \end{aligned}$$

De langetermijncoëfficiënten van de marktrente ( $\beta$ ) die uit de raming zijn afgeleid door gebruik te maken van alle risicofactoren voor de gehele beschouwde periode, zijn weergegeven in kolom 3 van tabel 1. De opname van de risicofactoren brengt met zich dat de geraamde doorwerking op lange termijn van de marktrente opnieuw een peil bereikt dat vergelijkbaar is met het niveau van vóór de crisis, wat er derhalve op wijst dat, strikt genomen, de daling van de marktrente ook in de zwaarst door de crisis getroffen landen feitelijk volledig doorwerkte in de bancaire rente, maar dat het bestaan van financiële en economische risico's de bancaire rentes opdreef en zo die 'volledige' transmissie verhulde. Het tempo van de aanpassing naar het langetermijnevenwicht wordt hoger

geraamd en lag zowat even hoog als vóór de crisis in Duitsland, en hoger dan vóór de crisis in België, Spanje en Italië, zodat alle  $\alpha$ -coëfficiënten in de diverse landen dichter bij elkaar lagen.

In tabel 2 zijn de langetermijncoëfficiënten van de CDS-premies voor banken ( $\eta$ ) en de werkloosheidsgraad ( $\zeta$ ) weergegeven. De problemen in de banksector waren voor de banken een belangrijke en significante factor bij het vaststellen van de rente in Duitsland en Italië, terwijl ze minder relevant leken in België, en onbelangrijk voor Spanje. De CDS-premies voor banken hebben in Spanje immers alleen maar een significante en grote impact op de bancaire rente wanneer de analyse wordt uitgevoerd met het model ongerekend de werkloosheid. Dit zou kunnen betekenen dat de CDS-premies voor banken, in ruime mate, het kredietrisico weerspiegelen dat verbonden is aan de verslechtering van de macro-economische situatie in Spanje, zoals hierboven werd uiteengezet. Wat het macro-economische risico betreft, was de werkloosheidsgraad een relevante variabele voor de prijsbepaling van kredieten aan niet-financiële ondernemingen in België, Spanje en – in het bijzonder – Italië, terwijl hij minder belangrijk leek in Duitsland. Afgezien van de orde van grootte van de economische achteruitgang in de verschillende landen en van de toename van het risico van de kredietnemer, kan dat toe te schrijven zijn aan het feit dat een zwakke macro-economische situatie een meer uitgesproken effect zou hebben op een kwetsbaar bankwezen dan op een gezond.

Om de economische relevantie van die factoren voor de bancaire rente te illustreren, worden voor elk van de landen twee hypothetische scenario's berekend, aan de hand van het geraamde model voor de gehele beschouwde periode inclusief de twee risicofactoren. In het eerste scenario wordt aangenomen dat de CDS-premies voor banken onveranderd bleven op hun peil van augustus 2008, vóór de financiële crisis verhevigde. In het tweede scenario is het de werkloosheidsgraad die constant blijft op het niveau van augustus 2008. Alle andere variabelen (de referentierente en ofwel de financieringsproblemen ofwel de indicator van het macro-economische risico) gedragen zich zoals waargenomen, waardoor een scenario voor de bancaire rente kan worden berekend.

Met de eenvoudige structuur van het model voor ogen, kunnen uit die hypothetische scenario's niettemin enkele

(1) In dat verband komen Al-Eyd en Berkmen (2013) tot de bevinding dat 'de informatie over het soeverein risico blijkt te zijn vervat in het risico van de financiële sector en in de ecart op bankobligaties', aangezien de coëfficiënten van de variabelen voor het soeverein risico in hun analyse niet-significant worden door de opname van variabelen voor het risico van de financiële sector.  
 (2) De correlatie is echter negatief voor zowel Duitsland als België.  
 (3) De opname van de crisisvariabele in een bivariaat model voor de gehele beschouwde periode verandert niets aan de bevinding van een sterk gehinderde monetairbeleidstransmissie tijdens de crisis voor Spanje en Italië.

**TABEL 2** LANGETERMIJNCOËFFICIËNTEN VAN DE RISICOFACTOREN  
(standaardfouten zijn weergegeven tussen haakjes)

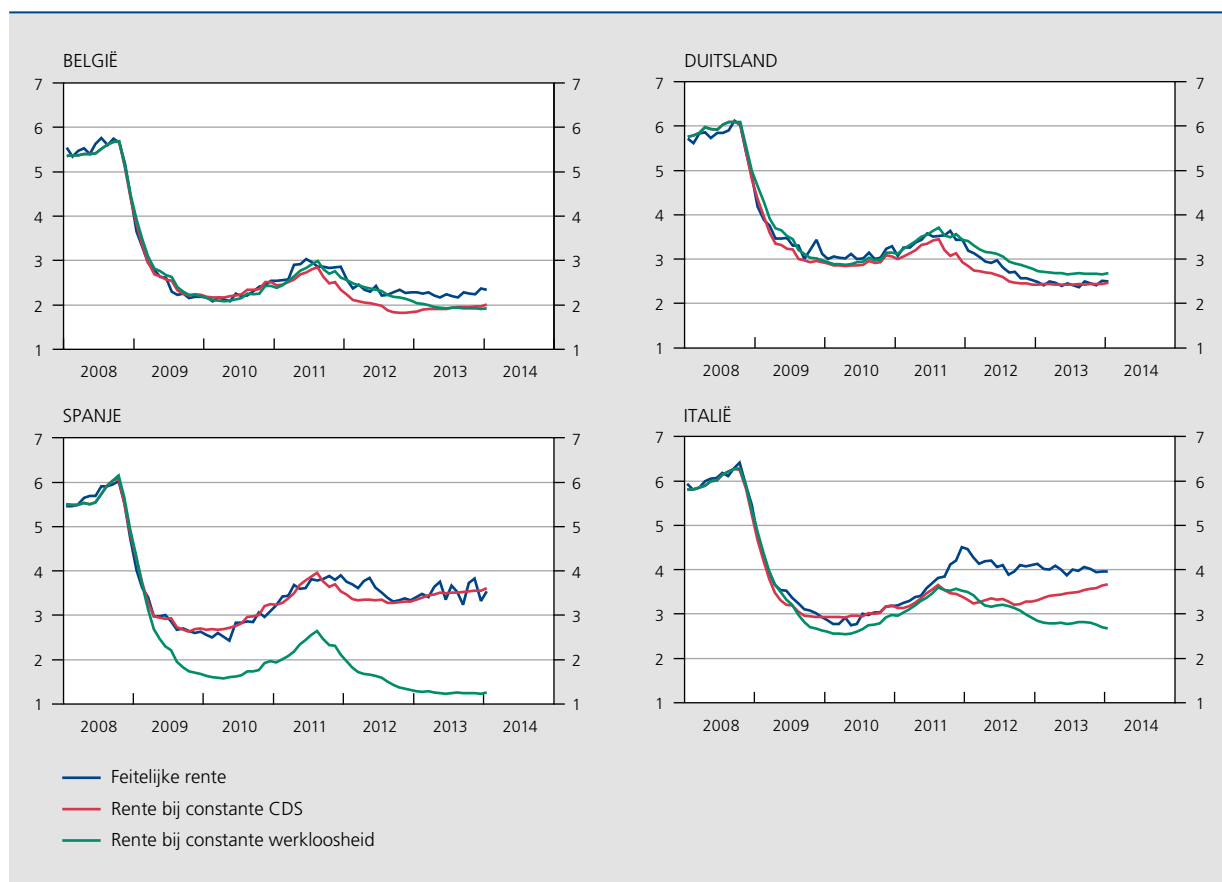
	CDS-premies voor banken	Werkloosheid
België .....	0,11 (0,05)	0,15 (0,10)
Duitsland .....	0,27 (0,06)	0,07 (0,03)
Italië .....	0,20 (0,03)	0,23 (0,02)
Spanje .....	0,03 (0,03)	0,16 (0,01)

Bron: eigen berekeningen.

voorzichtige conclusies worden getrokken. Ten eerste blijken de CDS-premies voor banken een grotere invloed

te hebben gehad op het hoogtepunt van de crisis voor overheidsobligaties (tussen 2011 en 2012), terwijl de werkloosheid sterker bijdroeg tot de hoge bancaire rente tegen het einde van de beschouwde periode, met name in 2013, wegens de hogere werkloosheidscijfers die toen werden opgetekend. Ten tweede had de stijging van de CDS-premies (die zowel het kredietrisico als de daaropvolgende toename van de financieringskosten voor banken weerspiegelde) een relatief geringe invloed op de aan niet-financiële ondernemingen aangerekende bancaire rente in België en Duitsland, in tegenstelling tot Italië, waar de impact sterk was. Volgens het model blijkt de ingeschatte financiële gezondheid niet zo een grote rol te hebben gespeeld in het ontstaan van de hoge bancaire rente in Spanje. In feite blijkt uit het model dat het hoofdzakelijk de stijging van de werkloosheid was die het meest bijdroeg tot het hoge peil van de Spaanse bancaire rentes; dit resultaat was toe te schrijven aan de aanzienlijke stijging van de werkloosheid en het relatief hoge langetermijneffect van de werkloosheid op de rente. Het

**GRAFIEK 14** DE INVLOED VAN CDS-PREMIES VOOR BANKEN EN DE WERKLOOSHEIDSGRAAD OP DE BANCAIRE RENTE: HYPOTHETISCHE SCENARIO'S  
(in %)



Bronnen: Thomson Reuters Datastream, ECB, eigen berekeningen.



werkloosheidspeil had ook een belangrijke invloed op de Italiaanse bancaire rente, en een (meer gematigde) impact op de door Belgische banken aangerekende rentetarieven. De werkloosheidsgraad beïnvloedde eveneens de bancaire rente in Duitsland, zij het met het omgekeerde effect in vergelijking met andere landen, omdat de Duitse werkloosheid sinds juni 2009 neerwaarts gericht is. Bij een onveranderde werkloosheidsgraad zou de Duitse bancaire rente, gemiddeld sinds 2011, dus hoger zijn geweest<sup>(1)</sup>.

De hier toegelichte bevindingen sluiten aan bij die van Al-Eyd en Berkmen (2013). Zij stellen vast dat, wanneer niet wordt gecontroleerd voor factoren als het bankkredietrisico en de financieringskosten, de langetermijntransmissie van marktrente naar bancaire rente gedurende de crisis terugliep voor de landen die het zwaarst door de crisis werden getroffen. In tegenstelling tot onze resultaten, merken ze geen impact van de reële economie (gemeten aan de hand van de vertrouwensindicator PMI en van indices inzake economische onzekerheid) op de bancaire rente. In ECB (2013) worden conclusies getrokken die met de onze overeenstemmen en die wijzen op een belangrijke invloed van de ecarts op overheidsobligaties en van het macro-economische risico en het kredietrisico op de bancaire rente in Italië en Spanje, maar niet in Frankrijk of Duitsland. In tegenstelling tot onze resultaten, lijkt het bancaire risico geen grote invloed te hebben op de bepaling van de rente, hoewel dit kan toe te schrijven zijn aan de opname, in de regressies, van de ecarts op overheidsobligaties: zoals hierboven werd vermeld, maakt de 'sovereign-bank loop' het moeilijk een onderscheid te maken tussen beide effecten.

Al met al lijken de resultaten van deze analyses en van die in dit artikel te wijzen op een gebrekkige transmissie van de monetairbeleidsbeslissingen naar de bancaire rente, niet noodzakelijk wegens problemen in het doorwerkingsmechanisme stricto sensu, maar doordat de bepaling van de rente in sommige landen sterk werd beïnvloed door de forse verslechtering van de gezondheid (en de perceptie ervan) van het financiële stelsel en de macro-economische situatie op nationaal vlak.

## Conclusies

Uit een analyse van de grensoverschrijdende kapitaalstromen en een analyse van de referentierentes en de bancaire rentes blijkt dat het proces van financiële integratie tussen de landen van het eurogebied tijdens de eerste jaren van de monetaire unie in 2007 een kentering vertoonde, die zich heeft doorgezet na 2011. Gelet op de opbouw van grote macro-economische onevenwichtigheden en omvangrijke interbancaire posities en schuldposities in een

onvolkomen institutioneel kader, bleek de financiële integratie binnen het eurogebied onstabiel te zijn in het licht van een financiële crisis. Deze factoren lagen ten grondslag aan de herbeoordeling van de risico's die tijdens de recente crisis een inkringing van de grensoverschrijdende kapitaalstromen veroorzaakte. De daaruit resulterende voorkeur voor de thuismarkt werkte de vicieuze cirkel tussen overheden en banken in de hand: hun risicopercepties raakten overmatig met elkaar verweven, wat de fragmentatie in het eurogebied versterkte.

De Europese autoriteiten reageerden op die situatie ten einde de financiële integratie te handhaven en namen ook maatregelen om in de toekomst een meer duurzame vorm van financiële integratie op te zetten. Dit is om ten minste twee redenen wenselijk. Ten eerste, in een monetaire unie vergemakkelijkt financiële integratie een adequate transmissie van monetairbeleidsbeslissingen naar de verschillende marktsegmenten in de unie. Ten tweede is, bij omvangrijke externe onevenwichtigheden, een reactivering van de grensoverschrijdende private financiële stromen belangrijk om te waarborgen dat de onevenwichtigheden duurzaam worden gefinancierd. De autoriteiten in de Europese Unie grepen op twee fronten in. Op korte termijn creëerden ze financieringsmechanismen om de directe financieringsdruk te verzachten, en op langere termijn pasten ze het institutionele kader aan om het beter in staat te stellen een volmaaktere en duurzamere vorm van financiële integratie in de landen van het eurogebied te realiseren.

Tot de eerste reeks maatregelen behoort de financiering verstrekt door zowel het Eurosysteem als de Europese bijstandsmechanismen, de EFFF en het ESM. Bovendien lanceerde het Eurosysteem twee programma's voor de aankoop van effecten (SMP en OMT's), om belemmeringen van het transmissiemechanisme van het monetair beleid en met name het redeneringsrisico tegen te gaan.

De versterking van de economische governance en de oprichting van de bankenunie zijn op langere termijn gerichte maatregelen. Deze initiatieven zullen de financiële integratie in het eurogebied wellicht helpen herstellen en verbeteren, respectievelijk door de onderliggende macro-economische oorzaken van de afgenomen financiële integratie aan te pakken en door een institutioneel kader te creëren dat een gedegen financiële integratie in de hand werkt.

De invoering van het Europees Semester, dat het toezicht op het begrotingsbeleid versterkt, en het verruimde

(1) Gelet op de eenvoud van het model, is enig voorbehoud geboden bij deze resultaten. Een grondiger en meer gedetailleerde analyse is vereist om de bijdrage van de verschillende schokken werkelijk en volledig vast te stellen.

toezicht op interne en externe macro-economische onevenwichtigheden met de start van de procedure bij macro-economische onevenwichtigheden, zijn belangrijke stappen die in de toekomst de opbouw van buitensporige onevenwichtigheden zouden moeten voorkomen. Samen met de andere elementen die de 'economische pijler' van de EMU versterken, zoals de 2020-strategie, zouden ze uiteindelijk de houdbaarheid van de economische groei moeten herstellen, wat een noodzakelijke voorwaarde is om internationale beleggers aan te trekken en financiële integratie langs de vraagzijde aan te moedigen.

Op dit ogenblik hebben de meeste noodlijdende landen de onevenwichtigheden in hun stromen grotendeels gecorrigeerd, zoals blijkt uit de omslag van de saldi op hun lopende rekening, die een terugkeer naar de markten vergemakkelijkt. Uit dit artikel blijkt echter dat er nog grote onevenwichtigheden in de uitstaande posities overblijven. Een hernieuwde financiële integratie zou ertoe bijdragen het daarmee gepaard gaande herfinancieringsrisico te beperken en dus te verzekeren dat de netto buitenlandse schuld van die landen op een duurzame wijze wordt gefinancierd.

Aan de aanbodzijde zal de oprichting van de bankenunie, die het nationale toezicht en de afwikkeling van banken op een Europees niveau brengt, wellicht leiden tot een efficiëntere financiële integratie, aangezien ze de aan grensoverschrijdende kapitaalstromen verbonden negatieve

externaliteiten zal internaliseren. De oprichting van het Gemeenschappelijk Toezichtsmechanisme (GTM) maakt het eveneens mogelijk de risico's beter te identificeren en zal wellicht de grensoverschrijdende bancaire/financiële stromen en dus de integratie veiligstellen. Ten slotte zullen elementen van grensoverschrijdende risicodeling, bijvoorbeeld via de creatie van het gemeenschappelijk afwikkelingsmechanisme (single resolution mechanism – SRM), een de facto integratie bevorderen wanneer daar het meest behoefte aan bestaat. De huidige wetgeving omschrijft een gemeenschappelijk afwikkelingsfonds dat door alle banken wordt gefinancierd. Idealiter zou het SRM ook moeten worden ondersteund door een betrouwbaar opvangmechanisme, om de systeemshokken het hoofd te kunnen bieden.

Die inspanningen om een echte bankenunie op te richten, vormen een belangrijke stap voorwaarts in het institutionele raamwerk van het eurogebied, en naar verwachting zullen ze de financiële integratie bevorderen en verbeteren. De integratie zou uiteindelijk echter verder voordeel kunnen trekken uit een nog ruimer gedefinieerde financiële unie (met inbegrip van kapitaalmarkten en niet-bancaire financiële intermediaatie), zodat nog beter de vrije en doelmatige allocatie van kapitaal in de monetaire unie wordt gewaarborgd. Daarenboven zou de EMU ook kunnen profiteren van een diepere integratie, om te voorkomen dat de financiële integratie sneller verloopt dan de integratie in andere domeinen en daarbij zichzelf dreigt te ondermijnen.

## Bibliografie

- Al-Eyd A. en S. P. Berkmen (2013), *Fragmentation and Monetary Policy in the Euro Area*, IMF Working Paper 13/208, October.
- Baele L., A. Ferrando, P. Hördahl, E. Krylova en C. Monnet (2004), *Measuring financial integration in the euro area*, ECB Occasional Paper 14.
- Banerjee A. V. (1992), 'A simple model of herd behavior', *The Quarterly Journal of Economics*, 107(3), 797-817.
- Boeckx J. (2012), 'Welke rol speelt het Eurosysteem tijdens de financiële crisis?', NBB, *Economisch Tijdschrift*, 7-30, september.
- Caballero R., E. Farhi en P.-O. Gourinchas (2008), 'An equilibrium model of global imbalances and low interest rates', *American Economic Review*, vol. 98(1), 358-393.
- Calvo A. G. (1998), 'Capital Flows and Capital-Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stops', *Journal of Applied Economics*, vol. 1(1), 35-54.
- Chinn M. D. en H. Ito (2006), 'What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions, and Interactions', *Journal of Development Economics*, vol. 81(1), 163-192, October.
- Coeuré B. (2014), *Current challenges for the conduct of monetary policy in the euro area*, Speech at the Conference ECB and its Watchers, Frankfurt, Germany, 12 March.
- Cordemans N. en M. de Sola Perea (2011), 'Leidinggevende rentetarieven, marktrentes en retailrentes in het eurogebied tegen de achtergrond van de recente economische en financiële crisis', NBB, *Economisch Tijdschrift*, 29-55, juni.
- Dewachter H., L. Iania, M. Lyrio en M. de Sola Perea (2014), *A macro-financial analysis of the euro area sovereign bond market*, te verschijnen in *Journal of Banking and Finance*.
- Draghi M. (2012), *Introductory statement to the press conference*, Frankfurt, 6 September.
- EC (2006), *Commission Staff Working Document on the impact of Regulation (EC) 2560/2001 on bank charges for national payments*, SEC(2006) 1783, Brussels, 18 December.
- ECB (2009), 'Recent developments in the retail bank interest rate pass-through in the Euro Area', *Monthly Bulletin*, 93-105, August.
- ECB (2013), 'Assessing the retail bank interest rate pass-through in the euro area at times of financial fragmentation', *Monthly Bulletin*, 75-91, August.
- Edison H.J., R. Levine, L. Ricci en T. Slok (2002), 'International Financial Integration and Economic Growth', *Journal of International Money and Finance*, vol. 21(6), 749-776, November.
- Eichengreen B. J. (2001), 'Capital Account Liberalization: What Do Cross-Country Studies Tell Us?', *World Bank Economic Review*, vol. 15(3), 341-365.
- Eurostat (2011), *New decision of Eurostat on deficit and debt: The statistical recording of operations undertaken by the European Financial Stability Facility*, News Release 13/2011, 27 January.
- Eurostat (2013), *Decision of Eurostat on deficit and debt: Statistical classification of the European Stability Mechanism*, Luxembourg, 31 January.

Feldstein M. en C. Horioka (1980), 'Domestic Saving and International Capital Flows', *Economic Journal*, vol. 90 (358), 314-329, June.

Gourinchas P.-O. en O. Jeanne (2007), *Capital Flows to Developing Countries: The Allocation Puzzle*, NBER Working Paper, 13602.

Gourinchas P.-O. en M. Obstfeld (2012), 'Stories of the Twentieth Century for the Twenty-First', *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 4(1), 226–265.

IMF (1993), *Fifth edition of the IMF's Balance of Payments Manual*.

IMF (2004), *Revision of the Fifth Edition of the IMF's Balance of Payments Manual*.

IMF (2009), *Sixth edition of the IMF's Balance of Payments Manual*.

IMF (2013), 'Fragmentation, the monetary transmission mechanism, and monetary policy in the euro area', *Euro area policies 2013 Article IV consultation*, Selected issues paper, IMF Country Report 13/232, July.

Jappelli T. en M. Pagano (2008), *Financial market integration under EMU*, CEPR Discussion Paper 7091.

Kirabaeva K. en A. Razin (2010), *Composition of Capital Flows: A Survey*, NBER Working Paper 16492.

Kose M. A., E. Prasad, K. Rogoff en S.J. Wei (2009), 'Financial Globalization: A Reappraisal', IMF Staff Papers, vol. 56(1), 8–62.

Lane P. R. en G. M. Milesi-Ferretti (2003), *International financial integration*, IMF Working Papers 03/86.

Lane P. R. en G. M. Milesi-Ferretti (2008), 'The Drivers of Financial Globalization', *American Economic Review*, vol. 98(2), 327–332.

Lane P. R. (2010), *International Financial Integration and the External Positions of the Euro Area Countries*, OECD Economics Department Working Papers 830.

Levine R. (2001), 'International financial liberalization and economic growth', *Review of International Economics*, vol. 9, 688–702.

Lucas R. (1990), 'Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries?', *American Economic Review*, vol. 80, 92–96.

Lütkepohl H. en M. Krätzig (2004), *Applied time series econometrics*, Cambridge University Press, U.K.

Mankiw N.G., D. Romer en D. Weil (1992), 'A Contribution to the Empirics of Economic Growth', *Quarterly Journal of Economics*, 107 (2), 407–438.

McKinsey Global Institute (2013), *Financial Globalization: Retreat or Reset*, Global Capital Markets, March.

Obstfeld M. (1998), 'The Global Capital Market: Benefactor or Menace?', *Journal of Economic Perspectives*, 12 (Fall), 9–30.

OESO (2011), 'Getting the most out of international capital flows', *OECD Economic Outlook*, Vol. 2011/1, Chapter 6.

Reinhart C. en V. Reinhart (2008), *Capital Flow Bonanzas: An Encompassing View of the Past and Present*, CEPR Discussion Papers 6996.

Schindler M. (2009), *Measuring Financial Integration: A New Data Set*, IMF Staff Papers, Vol. 56, 222–238.

Stiglitz J. (2004), 'Capital-Market Liberalization, Globalization, and the IMF', *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 20(1), 57–71.

Unctad (2012), *Development and Globalization: Facts and Figures*, UNCTAD/WEB/GDS/DSI/2012/2, April.

Van Nieuwenhuyze Ch. (2013), 'Debt, assets and imbalances in the euro area: An aggregate view', in Winkler B., A. van Riet en P. Bull (eds.), *A flow of funds perspective on the financial crisis*, Vol. II, Palgrave Macmillan.

Waysand C., K. Ross en J. de Guzman (2010), *European Financial Linkages: A New Look at Imbalances*, IMF Working Paper 09/295.