

# Financiële integratie en stabiliteit als randvoorwaarden voor een goed functionerende EMU

*Ivo Arnold\**

Het Verdrag van Maastricht staat terecht te boek als een mijlpaal in het proces van Europese integratie. De opstellers kunnen bogen op een aantal zeer tastbare resultaten. Het belangrijkste resultaat is zonder meer het bewerkstelligen van de meest verregaande vorm van monetaire integratie door de introductie van een gemeenschappelijke Europese munt, de euro. Evenmin onbelangrijk is dat het verdrag veel aandacht schenkt aan het scheppen van de juiste randvoorwaarden voor monetaire stabiliteit in de muntunie. Daarbij is vooral gekeken naar de monetaire en budgettaire aspecten van het economisch beleid in de Europese landen. Met betrekking tot het monetaire aspect kunnen de volgende twee randvoorwaarden worden onderscheiden. Ten eerste hebben de opstellers van het verdrag willen voorkomen dat landen die nog onvoldoende monetaire stabiliteit hebben bereikt, toetreden tot de Economische en Monetaire Unie (EMU). De door het verdrag afgedwongen convergentie van inflatiepercentages en rentestanden heeft dit doel gediend. Ten tweede is in de statuten van de Europese Centrale Bank (ECB) duidelijk vastgelegd dat haar primaire doel het bereiken en handhaven van prijsstabiliteit is. De ECB heeft bovendien een zeer verregaande mate van onafhankelijkheid gekregen om dit doel te bereiken. Met betrekking tot het budgettaire aspect kan worden gewezen op de convergentiecriteria voor het begrotingstekort en de staatsschuldquote, die de Europese regeringen hebben gestimuleerd om hun overheidsfinanciën voor de aanvang van de

---

\* Verbonden aan Universiteit Nyenrode. Correspondentieadres: Dr. I.J.M. Arnold, Universiteit Nyenrode, Straatweg 25, 3621 BG Breukelen, The Netherlands, email: [arnold@nyenrode.nl](mailto:arnold@nyenrode.nl). Mijn dank gaat uit naar Jan Lemmen voor commentaar op een eerdere versie van dit artikel en naar Casper de Vries voor nuttige discussies over dit onderwerp.

EMU te saneren. Het na het Verdrag van Maastricht overeengekomen Stabi-  
teitspact ligt in het verlengde hiervan en heeft tot doel om ook in de muntunie  
de begrotingsdiscipline te handhaven. De aandacht voor gezonde overheidsfi-  
nanciën kan vooral worden verklaard uit de angst dat de op papier vastgelegde  
beleidsdoelstellingen van de ECB zullen worden geschonden wegens politieke  
druk uit landen met een hoge staatsschuld.

Terugkijkend is de concentratie op het monetaire en het budgettaire beleid goed  
te begrijpen. Ten tijde van de onderhandelingen voor het Verdrag van Maas-  
tricht lagen de cijfers voor de inflatie, de rente, het begrotingstekort en de  
staatsschuld in een aantal, vooral Zuideuropese landen nog ver boven het ni-  
veau dat landen als Nederland en Duitsland wenselijk achten. Mede dankzij de  
convergentiecriteria is er sindsdien grote vooruitgang geboekt in het vermindere-  
ren van de inflatie en het terugdringen van het begrotingstekort<sup>1</sup>.

Zonder af te willen doen aan hetgeen de opstellers van het Verdrag van Maas-  
tricht hebben bereikt, is er in één opzicht toch sprake van een gemiste kans. De  
preoccupatie met de monetaire en budgettaire aspecten van het economisch be-  
leid heeft geleid tot een veronachtzaming van het Europese beleid ten aanzien  
van de financiële sector. Sinds de start van de EMU bevinden we ons in een si-  
tuatie waarin het monetaire beleid is losgekoppeld van het nationaal niveau en  
naar een hoger plan is gebracht, terwijl het beleid ten aanzien van de financiële  
sector zich hoofdzakelijk op nationaal niveau blijft afspelen. Het resultaat is als  
volgt. Per 1 januari 1999 hebben we in euroland één munt, maar elf goeddeels  
gesegmenteerde financiële stelsels. De introductie van de gemeenschappelijke  
Europese munt is nog niet gevolgd door belangrijke grensoverschrijdende fu-  
sies tussen Europese financiële instellingen. Er is nu één monetair beleid, maar  
er zijn nog steeds elf toezichthouders op het bankwezen. De ECB is de meest  
onafhankelijke centrale bank ter wereld, maar tegelijkertijd is er weinig gedaan  
aan de sterke verwevenheid tussen overheid en bankwezen in veel landen van  
de EMU. Directe monetaire financiering van staatsschuld door de centrale bank  
is nu verboden, maar indirecte monetaire financiering via het bankwezen geniet  
nog steeds een voorkeursbehandeling in het prudentiële toezicht.

Dit artikel zal ingaan op de vraag welke problemen het uiteenlopen van de tem-  
pi van monetaire en financiële integratie kan geven. Het artikel is als volgt op-  
gebouwd. In paragraaf 1 worden de risico's van een gebrek aan integratie in de  
financiële sector belicht. Hierbij wordt een onderscheid gemaakt tussen micro-  
economische en macro-economische aspecten. Paragraaf 2 gaat vervolgens in

---

<sup>1</sup> Natuurlijk kan men twisten over de duurzaamheid van de bereikte sanering van de overheids-  
financiën door te wijzen op de invloed van de lage rente (Boonstra, 1999), het geringe effect  
van de sanering op het eigen vermogen van overheden (Easterly, 1999) en het recente verslap-  
pen van de begrotingdiscipline in Italië.

op de gevaren voor de financiële stabiliteit van de huidige institutionele vormgeving. Aandachtspunten daarbij zijn de bescheiden rol van de ECB in het banktoezicht en de verwevenheid tussen overheid en bankwezen in veel Europese landen. Dit laatste punt is vooral van belang in het licht van het veranderend kredietrisico van staatsschuld in de EMU. Paragraaf 3 sluit af met enkele aanbevelingen voor beleid.

## 1. Financiële integratie

**Micro-economische aspecten.** Men zou denken dat landen meer moeite hebben met het afstaan van de soevereiniteit over de eigen munt dan met het openstellen van de grenzen voor concurrentie van buitenaf. Het laatste is onder economen ook veel minder controversieel dan het eerste. Toch valt het op dat financiële integratie in Europa veel moeizamer gaat dan monetaire integratie. Met de creatie van de gemeenschappelijke munt zijn we in Europa veel later begonnen dan met de gemeenschappelijke markt voor financiële dienstverlening, maar desondanks veel eerder klaar.

In het midden van de jaren tachtig gaf het Witboek tot voltooiing van de interne markt een krachtige impuls aan het in het slop geraakte integratieproces, ook op het terrein van de financiële dienstverlening. Economen van de Europese Commissie berekenden toen dat het voordeel van de creatie van een geïntegreerde markt in financiële diensten zou kunnen oplopen tot circa 1.5% extra groei in het Europese BNP in de zes jaar na 1992 (The Economist, 1995). Afgemeten aan het aantal en de reikwijdte van de Europese richtlijnen die sinds de *Single European Act* uit 1987 op het terrein van de financiële dienstverlening zijn doorgevoerd lijkt er ook inderdaad een indrukwekkende vooruitgang te zijn geboekt (Lannoo, 1998).

Toch is de huidige stand van zaken geenszins bevredigend. De cijfers wijzen niet op een toegenomen Europese concurrentie in de financiële dienstverlening. De grote verschillen tussen de prijzen van vergelijkbare financiële producten in Europese landen, zoals die in 1987 door Cecchini werden blootgelegd, zijn in de tussentijd nauwelijks afgenomen (zie de bijgewerkte cijfers in Lannoo, 1998). Als we bovendien kijken naar de ontwikkelingen in de marktstructuur in het Europese bankwezen, dan blijkt er toch vooral sprake te zijn van een toename van de binnenlandse concentratiegraad, zonder een sterke toename van de concurrentie uit het buitenland<sup>2</sup>. Dit is een gevolg van het feit dat fusie- en overnameactiviteiten in de Europese financiële sector zich voornamelijk op nationaal niveau afspelen. Tabel 1 bevat gegevens over de concentratiegraad, de

---

<sup>2</sup> Concentratie en concurrentie zijn natuurlijk niet hetzelfde. Zie de discussie tussen Bikker (1999) en Van de Ven (1999).

mate van internationalisatie en het aantal fusies en overnames die dit beeld bevestigen. Dit laat overigens onverlet dat er sterke verschillen zijn tussen de Europese landen. Een aantal Europese landen, zoals het Verenigd Koninkrijk en Luxemburg, kent van oudsher een sterke internationale aanwezigheid in de financiële sector.

**Tabel 1: Concentratie en internationalisatie in het Europese bankwezen**

	Concentratie <sup>1</sup>		Internationalisatie <sup>2</sup>			Aantal fusies en overnames <sup>3</sup>		
	1985	1997	1990	1995	1997	1995-1e kwartaal 1998		
						binnenlands	grensoverschrijdend	binnen EEA
België	48,0	57,0	30,0	28,4	36,3	25	4	3
Denemarken	61,0	73,0				5	1	1
Duitsland	13,9 <sup>4</sup>	16,7		4,2	4,3			
Finland	51,7	77,8		6,5	7,1	19	1	0
Frankrijk	46,0	40,3		12,2	9,8 <sup>5</sup>	6	1	1
Griekenland	82,1	71,1		18,6	21,9	11		
Ierland	47,5	40,7		40,6	53,6	3	15	8
Italië	20,9	24,6	2,8	5,4	6,8	189	8	
Luxemburg	26,8	22,4		99,7	99,9	7	2	1
Nederland	69,3	79,4	12,6	9,8	7,7	9	18	6
Oostenrijk	35,9	48,3	2,8	3,5	3,3	66	2	1
Portugal	61,0	76,0	3,8	9,4	10,5	11	3	1
Spanje	38,1	43,6	8,9	11,8	11,7	5	28	0
V.K.		28,0		51,6	52,1	43		
Zweden	60,2	89,71		1,7	1,6	4	3	3

<sup>1</sup>Percentage activa 5 grootste kredietinstellingen, ECB (1999), tabel 3.1.

<sup>2</sup>Marktaandeel buitenlandse kantoren en dochterondernemingen als percentage van het totaal van binnenlandse activa, ECB (1999), tabel 5.1b.

<sup>3</sup>Indicatieve cijfers, ECB (1999), tabel 8.

<sup>4</sup>1990

<sup>5</sup>1996

In een omgeving waarin de binnenlandse concentratie is gestegen, zonder een noemenswaardige toename van de buitenlandse concurrentie, kunnen de micro-economische voordelen die ons in het kader van de voltooiing van de interne markt zijn beloofd maar moeilijk worden gerealiseerd. Wellicht getuigt deze beoordeling van ongeduld. Het is immers nog maar 12 jaar geleden dat de *Single European Act* tot stand kwam en 10 jaar geleden dat de 2<sup>e</sup> bankenricht-

lijn, met daarin het belangrijke *common passport* principe, werd aangenomen. Veel economen en beleidsmakers verwachten dan ook dat na een periode van binnenlandse consolidatie de Europese concurrentie in de financiële dienstverlening in alle hevigheid zal losbarsten. Zo schrijft de ECB (1999, p. 1): "In particular, EMU is expected to reinforce the pressure for the reduction of existing excess capacity, to put profitability under pressure and to lead to increased internationalisation and geographical diversification, also outside EMU, as well as to increased conglomeratation and mergers and acquisitions. Overall competition in banking within the euro area is likely to increase considerably...". Ook White (1998) concludeert dat het bankwezen in continentaal Europa zich kan opmaken voor een periode van sterk toenemende concurrentie.

Het is te hopen dat dit soort voorspellingen uitkomt en dat Europese consumenten eindelijk de vruchten van meer concurrentie in financiële producten kunnen gaan plukken. Toch is enige waakzaamheid op zijn plaats. Zullen Europese regeringen wel even enthousiast meewerken aan de voltooiing van financiële integratie als aan de invoering van de euro? De completering van de interne markt voor financiële diensten kent immers niet alleen winnaars maar ook verliezers. In een aantal Europese landen zal de noodzakelijke vermindering van de overcapaciteit in de financiële sector leiden tot pijnlijk banenverlies. Bovendien zien veel regeringen de financiële sector nog altijd als een strategisch belangrijke bedrijfstak die ze niet graag in buitenlandse handen laten vallen. Zo kan men zich niet aan de indruk onttrekken dat in het overnamegevecht rond de Generale Bank economisch nationalisme een rol speelde (The Economist, 1999). We moeten daarom oppassen voor de altijd aanwezige protectionistische instincten van Europese regeringen.

Tot voor kort bood de zogenaamde *general good* bepaling in de 2<sup>o</sup> bankenrichtlijn regeringen een sluiproute om ongewenste buitenlandse concurrentie tegen te gaan met een beroep op het algemeen belang. Inmiddels heeft de Europese Commissie misbruik van deze regel aan banden proberen te leggen met een *interpretative communication*, waarin de omstandigheden worden gedefinieerd waaronder een beroep kan worden gedaan op de *general good* bepaling (Lannoo, 1998). Los van een eventueel protectionistisch gebruik van de *general good* bepaling, zijn er veel andere juridische en fiscale belemmeringen voor een geïntegreerde markt voor financiële diensten. Hoewel het principe van het gemeenschappelijk paspoort uit de 2<sup>o</sup> bankenrichtlijn banken in staat stelt om met een vergunning in één lidstaat overal in de EU zaken te doen, zijn ze toch gehouden aan de in het gastland geldende *conduct-of-business rules*. Dit houdt de segmentering van markten in stand en voorkomt dat financiële instellingen de schaalvoordelen van het aanbieden van diensten in de interne markt ten volle kunnen uitbuiten. Hoewel het gemeenschappelijk paspoort de binnenlandse financiële sector de jure heeft geopend voor concurrentie uit andere EU landen,

wacht de facto integratie nog op een betere harmonisatie van de regels ten aanzien van de lokale bedrijfsvoering van financiële instellingen<sup>3</sup>.

Zich bewust van de nog gebrekkige integratie op financieel gebied heeft de Europese Commissie recentelijk een actieplan gepresenteerd, waarin de doelstellingen en prioriteiten ten aanzien van verdere financiële integratie zijn vastgelegd (European Commission, 1999). Aan de omvang van het actieplan valt af te lezen dat we de komende jaren nog heel wat richtlijnen uit de koker van de Commissie mogen verwachten. Verdere Europese wetgeving is zeker wenselijk. Toch zou er ook stil moeten worden gestaan bij de vraag wie de wetten uitvoeren en welke prikkels uitvoerders hebben om de wet volgens de bedoelingen van de wetgever uit te voeren. Ik volsta hier met de opmerking dat de protectionistische neigingen van nationale overheden het beste kunnen worden tegengegaan door zo veel mogelijk beslissingsbevoegdheden ten aanzien van de financiële sector uit hun handen te halen en over te brengen naar Europese organen. In paragraaf 3 wordt hierop teruggekomen.

**Macro-economische aspecten.** Gebrek aan financiële integratie in Europa gaat niet alleen ten koste van de welvaart van de consumenten van financiële diensten, maar kan eveneens een probleem vormen voor de ECB. In een klein land als Nederland heeft de centrale bank zich nooit erg druk hoeven te maken over de vraag of het aan het Frederiksplein uitgedachte monetair beleid wel een even sterke uitwerking heeft op de plaatselijke economie van Schiermonnikoog als op die van Zuid-Limburg. Sinds de komst van de euro voert de ECB echter een uniform monetair beleid voor een gebied dat vele malen groter en heterogener is dan Nederland. In euroland is de kans op asymmetrische regionale schokken of een asymmetrische doorwerking van schokken groter dan in Nederland. Het is niet denkbeeldig dat er in de EMU verschillen zullen ontstaan in de uitwerking van het monetair beleid op de EMU-landen, als gevolg van verschillen in het monetaire transmissie-mechanisme.

Er zijn een aantal factoren die verschillen in de monetaire transmissie kunnen veroorzaken: de structuur van de arbeidsmarkt, de sectorale samenstelling van de industrie, het wettelijk kader en de financiële structuur. Hieronder beperk ik mij tot de laatste factor. De literatuur over het monetaire transmissiemechanisme maakt onderscheid tussen het rentekanaal en het kredietkanaal (zie Carlino en DeFina, 1998 en Kashyap en Stein, 1997). In beide kanalen speelt de financiële structuur een belangrijke rol. Volgens de traditionele theorie verloopt de monetaire transmissie via de rente. Een verkrapping van het monetair beleid resulteert in een hogere rente. Dit heeft een remmend effect op de vraag naar consumptie- en investeringsgoederen. Daarnaast hangt het van de looptijdstructuur van de schulden van bedrijven en gezinnen af hoe snel de renteverho-

<sup>3</sup> Prominent hieronder zijn verschillen in het belastingregime. Zie *The Economist* (1995):

ging doorwerkt in de rentelasten. In dit verband wordt vaak gewezen op de uitzonderlijke positie van het Verenigd Koninkrijk, waar veel hypotheekleningen een variabele rente kennen. Op het Europese continent zijn vastrentende hypotheken gebruikelijker, waardoor een renteverhoging de electoraal belangrijke groep van huizenbezitters minder hard treft<sup>4</sup>. Volgens het rentekanaal kunnen regionale effecten van monetair beleid dus worden verklaard door verschillen in rentegevoeligheid tussen gebieden in de muntunie.

Recentelijk is de theorie over het transmissiemechanisme verrijkt met een alternatief transmissiekanaal, waarin het vermogen en de bereidheid van het bankwezen om leningen te verstrekken aan het bedrijfsleven centraal staat. Kashyap en Stein (1997) geven een overzicht van de literatuur. Volgens deze kredietvisie beïnvloedt monetair beleid de economie vooral via het kredietaanbod van banken. Regionale effecten treden op als regio's verschillen in de afhandelbaarheid en beschikbaarheid van bankkrediet. Gebieden met relatief veel kleine ondernemingen reageren sterker op het monetair beleid dan gebieden met grote ondernemingen, omdat kleine ondernemingen een slechtere toegang tot de kapitaalmarkt hebben en derhalve meer zijn aangewezen op bankkrediet. Als banken de kredietkraan dichtdraaien zijn vooral kleinere ondernemingen het slachtoffer. Ook gebieden met relatief veel kleine banken reageren sterk op het monetair beleid. Kleine banken, zo luidt de theorie, hebben een minder goede toegang tot financieringsbronnen dan grote banken en zullen derhalve sneller gedwongen zijn de kredietkraan naar het bedrijfsleven dicht te draaien.

Tabel 2 bevat gegevens die een indruk geven van de ernst van de verschillen in het rentekanaal en in het kredietkanaal voor twaalf Europese landen. De eerste vier kolommen herhalen de inschatting die Kashyap en Stein (1997) hebben gemaakt van de Europese verschillen in het kredietkanaal, gemeten aan de hand van het belang van kleine banken, de gezondheid van het bankwezen, het belang van kleine ondernemingen en de beschikbaarheid van alternatieve financieringsbronnen. Als we deze vier maatstaven samennemen, dan blijkt het kredietkanaal het zwakste te zijn in het Verenigd Koninkrijk. Ook Nederland en België zijn relatief ongevoelig voor het kredietkanaal. In tegenstelling hiermee lijkt het kredietkanaal wel een rol van betekenis te spelen bij de monetaire transmissie in Italië en Portugal.

Tabel 2 bevat tevens drie maatstaven voor de looptijdstructuur van schulden: het percentage korte termijn krediet in de private sector, het aandeel lange termijn schuld in de niet-financiële sector en het percentage korte termijn staats-schuld. Ook hier zien we grote onderlinge verschillen tussen de Europese lan-

---

<sup>4</sup> Er zijn overigens tekenen die erop wijzen dat de situatie in het Verenigd Koninkrijk toegroeit naar die in continentaal Europa (Boonstra en Eijffinger, 1997).

den: in het algemeen is de looptijd van schuld korter in het Verenigd Koninkrijk, Italië en Spanje en langer in Nederland en Duitsland.

**Tabel 2: Financiële integratie en monetaire transmissie**

	Maatstaven voor kredietkanaal <sup>1</sup>				Maatstaven voor rentekanaal		
	Belang van kleine banken	Gezondheid van banken	Belang van kleine bedrijven	Beschikbaarheid van niet-bank financiële ring	% kort krediet in de private sector <sup>2</sup>	% lange schuld in de niet-financiële sector <sup>3</sup>	% korte termijn staats-schuld <sup>4</sup>
België	A	B	B	A	23	27,6	24,6
Denemarken	B	B	B	A			8,1
Frankrijk	B	C	B	B	17	41,8	30
Duitsland	C	B	A	B	16	55,9	18,5
Griekenland	B	B	C	C			21,8
Ierland	B	B	B	B			9,2
Italië	B	C	C	C	51	20,2	51,5
Luxemburg	C	A	A	B			3,6
Nederland	A	A	C	B	17	44,5	1,3
Portugal	B	C	C	C			42,1
Spanje	B	B	C	B	40	4,5	41
V.K.	A	A	A	A	31	21,4	26,7

<sup>1</sup>Overgenomen uit Kashyap en Stein (1997), tabel 6: "A" geeft een gering effect van de gevoeligheid van het kredietkanaal voor monetair beleid; "C" geeft een grote gevoeligheid aan.

<sup>2</sup>Als percentage van het totale krediet. Bron: Borio (1995).

<sup>3</sup>Als percentage van het GDP. Bron: Kneeshaw (1995).

<sup>4</sup>Als percentage van de totale staatsschuld. Bron: EMI (1998).

Deze verschillen in de structuur van het bankwezen en in looptijdstructuur van schulden voorspellen weinig goeds voor een soepele, uniforme doorwerking van het gemeenschappelijke monetair beleid op de reële economie in euroland. Toch zijn er twee redenen voor optimisme. In de eerste plaats blijkt het erg moeilijk om, ondanks cijfers zoals die in tabel 2, consistente verschillen in de effecten van monetair beleid op de Europese economieën te vinden. In haar overzicht van de empirische literatuur schrijft de OECD (1999, p. 65): "Although there seem to be differences in the existing monetary transmission mechanism across European countries, the empirical evidence does not provide clear guidelines for policy. (...) Some of the studies suggest a relatively similar response for the area. But even those studies which identify an uneven response



do not agree on one country as being more sensitive to interest rate changes and a large number of the cross-country differences appear to be statistically insignificant." In de tweede plaats moeten we ons realiseren dat tabel 2 een momentopname is en geen rekening houdt met gedragwijzigingen van economische agenten als gevolg van de invoering van de euro. Het is bijvoorbeeld zeer aannemelijk dat de looptijdstructuur van schuld afhangt van het monetaire regime in een land (Arnold en De Vries, 1999). De hoge en variabele inflatie in landen als Engeland en Italië maakt crediteuren huiverig om de rente voor een lange periode vast te zetten. Met de overschakeling op een nieuw monetair regime, gericht op het bereiken van een lage en stabiele inflatie, mogen we in deze landen looptijdverlenging verwachten, waardoor een convergentie in de looptijdstructuur in Europa zal plaatsvinden.

Voor wat betreft het kredietkanaal hangt verdere convergentie sterk af van de voortgang in de Europese integratie van de financiële dienstverlening. In principe kunnen grensoverschrijdende fusies en overnames in de financiële sector er toe leiden dat het belang van kleine banken afneemt en dat ongezonde banken worden gesaneerd. Grensoverschrijdend aanbod van financiële diensten kan voorts zorgen voor een gelijkschakeling van de beschikbaarheid van alternatieve financieringsbronnen voor Europese bedrijven. Voor drie van de vier in tabel 2 weergegeven maatstaven voor het kredietkanaal kan derhalve verdere convergentie worden bevorderd door financiële integratie. Als de ECB het risico wil beperken dat verschillen in financiële structuur de implementatie van het gemeenschappelijke monetair beleid zullen frustreren, dan doet ze er goed aan zich samen met de Europese Commissie sterk te maken voor de voltooiing van de interne markt in financiële diensten.

## 2. Financiële stabiliteit

**Relatie tussen de financiële sector en de ECB.** Zoals hierboven besproken vormt de financiële sector een belangrijke schakel in de transmissie van het monetair beleid. Verstoringen in de financiële sector kunnen het effect van het monetair beleid op de reële economie frustreren, zoals de recente ervaringen in Japan laten zien. Het verstopte kredietkanaal maakt het daar lastig om met het renteinstrument de economie weer op gang te brengen. Het belang van financiële stabiliteit voor de monetaire autoriteiten is dan ook moeilijk te overschatten. Op hun beurt hebben financiële instellingen alle belang bij een stabiel monetair beleid met een lage maar vooral stabiele inflatie. Macroeconomische speculatiegolven hebben zelden een gunstig effect op de winstgevendheid en solvabiliteit van het bankwezen.

De samenhang tussen financiële en monetaire stabiliteit heeft er in veel landen toe geleid dat de centrale bank een rol heeft gekregen in het toezicht op de financiële sector. De volgende drie vormen van toezicht kunnen worden onderscheiden: 1) systeemtoezicht, gericht op het waarborgen van de stabiliteit van het financiële systeem; 2) bedrijfseconomisch toezicht, gericht op het beschermen van de consument tegen het faillissement van financiële instellingen en 3) gedragstoezicht, gericht op het beschermen van de klant tegen ontoelaatbaar gedrag van financiële instellingen (Ministerie van Financiën, 1999). De discussie hieronder spitst zich toe op het systeemtoezicht en het bedrijfseconomisch toezicht. Voor wat betreft het gedragstoezicht ligt een verband met de ECB minder voor de hand, hoewel ook hier een sterk argument voor toezicht op Europees niveau valt te maken.

In bijna alle landen van de EU is de nationale centrale bank verantwoordelijk voor de stabiliteit van het financiële stelsel. Opvallend genoeg draagt de ECB deze verantwoordelijkheid niet. Ten aanzien van de uitvoering van het bankentoezicht lopen de praktijken echter uiteen. In Nederland wordt het toezicht op het bankwezen (nog) uitgevoerd door de centrale bank, maar in andere landen kiest men ervoor het toezicht over te laten aan een afzonderlijke instelling.

Over de voors en tegens van het laten uitvoeren van het toezicht door de centrale bank is veel geschreven<sup>5</sup>. Vóór het laten uitvoeren van het bankentoezicht door de centrale bank pleit haar taak als *lender-of-last-resort*. Als een bank in nood een beroep doet op de centrale bank, dan zal deze moeten beoordelen of het hier een liquiditeitsprobleem of een solvabiliteitsprobleem betreft en of het probleem zich kan uitspreiden over de gehele financiële sector. Dat laatste oordeel is overigens het belangrijkste. Men kan immers betogen dat de solvabiliteit van een bank die een beroep moet doen op de centrale bank per definitie twijfelachtig is. Detailkennis over banken is voor deze oordeelsvorming onontbeerlijk. Naast liquiditeitssteun aan individuele probleembanken kan het voorkomen dat een centrale bank op grote schaal krediet zal moeten verstrekken om het financiële stelsel op de been te houden. Het ingrijpen van de Amerikaanse centrale bank tijdens de beurscrach van 1987 is hiervan een goed voorbeeld. Een centrale bank is tevens verantwoordelijk voor het interbancair betalingsverkeer. Ook uit dien hoofde zal zij geïnformeerd willen zijn over de financiële gezondheid van banken.

Er pleiten echter ook een aantal argumenten tegen de implementatie van het bankentoezicht door de centrale bank. Het minst overtuigende tegenargument is de angst voor een belangentegenstelling als de centrale bank gelijktijdig twee doelstellingen nastreeft: lage inflatie en een stabiel bankwezen. In Duitsland valt het bankentoezicht onder een afzonderlijke instelling, het Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen, zodat de Bundesbank haar handen vrij houdt voor het

---

<sup>5</sup> Zie Lannoo (1998, 1999) en Goodhart en Schoenmaker (1995).

monetaire beleid. Zo'n verdeling van verantwoordelijkheden lijkt helder te zijn, maar gaat er ten onrechte vanuit dat de twee doelstellingen onafhankelijk zijn. Achter de schermen heeft de Bundesbank overigens wel degelijk een grote invloed op het banktoezicht. De in Duitsland gekozen oplossing kan dan ook misschien beter worden verklaard uit de behoefte om de monetaire reputatie van de Bundesbank niet te laten lijden onder eventuele fouten in het banktoezicht. Een laatste argument om het toezicht niet bij de centrale bank onder te brengen is het toenemend, sectoroverschrijdend karakter van het toezicht op financiële instellingen. Lannoo (1999) geeft een overzicht van de discussie over de merites van een megatoezichthouder versus gespecialiseerde toezichthouders.

De keuze voor een afzonderlijke toezichthouder stelt hoge eisen aan de coördinatie tussen centrale bank en toezichthouder. Het voordeel van formeel gescheiden verantwoordelijkheden moet dan ook worden afgewogen tegen het risico van competentiegeschillen, gebrekkige informatie-uitwisseling en bureaucratische traagheid wanneer snelle besluitvorming over liquiditeitssteun aan probleembanken is gewenst.

In één van de eerste versies van de ontwerpstatuten van de ECB was een actieve rol van de ECB in het banktoezicht voorzien. Desondanks besloten de Europese regeringsleiders in 1991 de verantwoordelijkheden ten aanzien van het banktoezicht niet naar het Europese niveau te tillen. Dit voorbeeld laat eens te meer zien dat regeringen blijkbaar meer moeite hebben met financiële integratie dan met monetaire integratie. Het resultaat is dat volgens het Verdrag van Maastricht niet de ECB maar nationale overheden de eerstverantwoordelijken zijn voor het instandhouden van de stabiliteit van het financiële systeem. Het Verdrag stelt wel dat de ECB moet bijdragen tot "een goede beleidsvoering van de bevoegde autoriteiten ten aanzien van het bedrijfseconomisch toezicht op kredietinstellingen en de stabiliteit van het financiële stelsel" (artikel 105, lid 5) en houdt tevens de mogelijkheid open dat regeringsleiders in een later stadium besluiten de ECB meer bevoegdheden op dit terrein te geven (artikel 105, lid 6).

Onduidelijkheid over de *lender-of-last-resort* functie van de ECB is momenteel één van de grootste problemen in de relatie tussen banken, toezichthouders en de centrale bank. Hoe ziet het Europese beleid ten aanzien van het redden van probleembanken eruit? Waar wordt beslist over reddingsoperaties: centraal bij de ECB in Frankfurt of decentraal bij de nationale centrale banken? Wie draait op voor de kosten van reddingsoperaties?

Het gebrek aan helderheid over deze zaken, niet alleen in het Verdrag van Maastricht maar ook van de kant van de ECB, wordt meestal goedgepraat door te wijzen op het gevaar van *moral hazard*. Enige onduidelijkheid over de *lender-of-last-resort* functie is in deze optiek wenselijk om de *moral hazard* te reduceren. Als banken niet zeker zijn van de reactie van de ECB op een financiële

crisis, zullen ze zich misschien voorzichtiger gedragen. In de literatuur wordt dit ook wel *constructive ambiguity* genoemd. Dit argument overtuigt niet. Hoewel onzekerheid over de daadwerkelijke reactie van een centrale bank een gunstig effect kan hebben op de *moral hazard*, kan onzekerheid over de verdeling van verantwoordelijkheden tussen overheidsorganen en over de procedures die worden gevolgd tijdens een crisis alleen maar ten koste gaan van de kwaliteit van de besluitvorming. De *lender-of-last-resort* functie is, naar ik vermoed, binnen het Europees Stelsel van Centrale Banken (ESCB) vooral een gevoelig onderwerp omdat het de interne machtsverhoudingen binnen de ESCB raakt. Enerzijds zullen de nationale centrale banken niet graag hun bevoegdheden ten aanzien van de *lender-of-last-resort* functie willen afstaan aan de ECB. Aan de andere kant zal de ECB toch greep hierop willen krijgen, omdat zij anders de volledige controle over de balans van het stelsel mist. Dit machtsspel is zo kort na de oprichting van de ECB natuurlijk nog in volle gang. De toekomst zal uitwijzen hoe de verdeling van de bevoegdheden tussen nationale centrale banken en de ECB zich zal uitkristalliseren.

De functiescheiding tussen toezichthouder en *lender-of-last-resort* roept coördinatie-problemen op die op nationaal niveau misschien nog zijn te behappen, maar die in de Europese context een te groot risico inhouden. Om bovengenoemde redenen heeft de ECB informatie nodig over de financiële gezondheid van Europese banken. In de huidige institutionele vormgeving moet zij daarvoor een beroep doen op de nationale toezichthouders. Zoals het cliché luidt, is informatie macht. De informatie-asymmetrie tussen nationale toezichthouders en de ECB geeft vooral problemen wanneer hun doelstellingen uiteenlopen. Er zijn twee redenen waarom zo'n belangentegenstelling niet denkbeeldig is (Giovannini, 1993). Ten eerste hechten nationale toezichthouders meer belang aan het in leven houden van hun eigen banken dan de ECB. Een mogelijk motief hiervoor is het verdoezelen van fouten in het eigen toezicht, maar een plausibelere verklaring is een verschil in perspectief. De nationale toezichthouder heeft het nationale belang voor ogen, terwijl de ECB vooral oog heeft voor het Europese belang. De interpretatie van de *too big to fail* doctrine kan dus verschillen: terwijl de toezichthouder rekening houdt met het belang van een bank voor de nationale economie zal de ECB vooral willen voorkomen dat het liquiditeitssteun aan insolvable regionale banken verstrekt. Ten tweede kan de toezichthouder proberen om de kosten van ongelukken in de binnenlandse financiële sector af te wentelen op het Europese collectief.

In een conflict met de ECB zal de toezichthouder zijn informatievoorsprong proberen uit te buiten. Beslissingen over liquiditeitssteun aan banken worden vaak onder tijdsdruk genomen. De ECB heeft weinig tijd om een onafhankelijk oordeel te vormen en loopt dus het risico door de toezichthouder te worden meegezogen in een reddingsoperatie. Wat is de slaagkans van eventuele afwentelingspogingen? Een overzicht van bankfaillissementen door Goodhart en Schoemaker (1995) laat zien dat steun van de centrale bank niet uitzonderlijk

is: in 27 van de 104 onderzochte gevallen stelde de centrale bank financiering ter beschikking. In principe beschermt artikel 18(2) uit de ESCB statuten de ECB voor financiële verliezen ten gevolge van bankfaillissementen. Dit artikel stipuleert immers dat elke kredietverlening aan banken alleen op basis van adequaat onderpand kan geschieden. De praktijk zal leren of dit principe ook in crisissituaties kan worden hooggehouden. Bovendien kan de waarde van onderpand fluctueren, zeker tijdens een financiële crisis. De ECB loopt dan marktrisico over het onderpand.

Bij afwentelingspogingen hoeft overigens niet alleen te worden gedacht aan directe geldelijke steun van de ECB. Het is evenzeer denkbaar dat problemen in de binnenlandse financiële sector in een EMU land ertoe zullen leiden dat vanuit dat land de roep om een renteverlaging krachtiger wordt. In dit verband is het vermeldenswaardig dat de presidenten van de nationale centrale banken die zitting hebben in de *governing council* van de ECB een dubbele verantwoordelijkheid hebben. Op nationaal niveau zijn ze verantwoordelijk voor de financiële stabiliteit in hun eigen land; op Europees niveau zijn ze verantwoordelijk voor een lage Europese inflatie. Het valt niet te voorspellen hoe een president zal stemmen indien de Europese monetaire situatie een renteverhoging vereist, maar tegelijkertijd zijn binnenlandse financiële sector een renteverlaging nodig heeft. Eén van de zorgen ten aanzien van het ECB beleid is altijd geweest dat het stemgedrag in het ECB bestuur zal zijn gebaseerd op nationale belangen.

De segmentering van de Europese financiële sector kan het monetair beleid dus op twee manieren bemoeilijken. In de eerste plaats kan het leiden tot verschillen in de transmissie van monetair beleid, zoals besproken in paragraaf 1. In de tweede plaats kan het, zoals hierboven besproken, het stemgedrag van ECB bestuurders beïnvloeden. Dit maakt de ECB tot een direct belanghebbende bij verdergaande financiële integratie in Europa. De hierboven geschetste informatieproblemen roepen de vraag op of we in Europa beter af zijn indien de toezichtfunctie bij een Europese instelling wordt ondergebracht. Op deze vraag wordt in paragraaf 3 verder ingegaan.

**Relatie tussen de financiële sector en de nationale overheden.** Overheidsbemoeienis met de financiële sector blijft veelal niet beperkt tot toezicht, regelgeving en de *lender-of-last-resort* functie van de centrale bank. Veel Europese landen kennen een traditie van staatsbanken en veel Europese banken laten een voorliefde zien voor beleggen in staatsschuld. Overheden zijn derhalve prominent aanwezig op de balansen van Europese financiële instellingen. Aan de kant van de passiva neemt dit de vorm aan van staatsdeelnemingen in binnenlandse financiële instellingen. Aan de actiefkant valt af te lezen dat overheden nog steeds de voornaamste debiteuren van veel Europese financiële instellingen zijn. Hieronder zal worden betoogd dat deze verwevenheid ongewenst is, zowel uit het oogpunt van financiële integratie als uit het oogpunt van financiële sta-

biliteit. De voltooiing van financiële integratie in Europa vereist dat het speelveld zo gelijk mogelijk wordt gemaakt. Op zo'n speelveld is geen plaats meer voor staatsbanken. Het waarborgen van de financiële stabiliteit vereist voorts dat er rekening wordt gehouden met het sinds de komst van de euro veranderde kredietrisico van staatsschuld. Dit heeft implicaties voor het risicomangement van banken en voor het prudentieel toezicht. Hieronder wordt eerst ingegaan op de rol van de overheid als (mede-)eigenaar van banken, waarna de rol van de overheid als debiteur aan bod komt. Zie Arnold (1999) voor een uitvoerigere empirische analyse.

Een pleidooi voor privatisering van staatsbanken is onder economen weinig controversieel. Politici hebben meer moeite hiermee, getuige de langzame voortgang van privatiseringsplannen in veel Europese landen. Hieronder worden de argumenten voor privatisering nog eens opgesomd. In de eerste plaats kan men staatsbanken zien als een speciaal geval van staatsbedrijven. Wat geldt voor staatsbedrijven, slecht geleid en overbemand omdat de overheid een politiek belang heeft bij het in stand houden van werkgelegenheid en de verliezen toch wel aanvult, zal dan ook wel voor staatsbanken gelden. Ook kan de wetenschap dat de overheid de verliezen aanvult leiden tot het nemen van excessieve risico's door het bankmanagement<sup>6</sup>.

Wetenschappelijk onderzoek geeft echter geen eensluidend oordeel over de relatie tussen staatseigendom en winstgevendheid van banken. Zo vindt Bourke (1989) een negatief verband maar toont het onderzoek van Molyneux en Thornton (1992) een positief verband aan. Dit soort onderzoek wordt gecompliceerd doordat de verwachte lagere efficiëntie van staatsbanken wordt gecompenseerd door lagere financieringskosten. Een staatsbank werkt met impliciete overheidsgaranties en kan dus volstaan met minder kapitaal en lagere vermogenskosten<sup>7</sup>. De lagere vermogenskosten geven staatsbanken overigens een oneerlijk voordeel in de concurrentiestrijd met private banken, hetgeen op zichzelf al een argument voor privatisering is. Een bekend voorbeeld hiervan is het concurrentievoordeel van de Duitse Sparkassen en Landesbanken vis à vis de private commerciële banken in Duitsland (The Economist, 1997).

Een tweede argument voor privatisering is het risico van politiek gestuurde kredietverlening. De kwaliteit van de kredietportefeuille van een bank kan sterk verslechteren als politiek opportunisme in de plaats komt van de afweging tussen risico en rendement. Het Basle Committee on Banking Supervision (1997) benadrukt dan ook het belang van een objectief kredietbeleid. Het is te hopen

<sup>6</sup> Zie Basle Committee on Banking Supervision (1997). Zie ook Krugman (1998) voor een toepassing op de Aziatische crisis.

<sup>7</sup> Zie Molyneux, Altunbas en Gardener (1996) en Basle Committee on Banking Supervision (1997).

dat in Europa het kostbare debacle rond Credit Lyonnais overheden ervan zal weerhouden politiek te bedrijven met bankkredieten. Maar de beste garantie hiervoor biedt vanzelfsprekend de volledige afstoting van staatsbelangen in financiële instellingen. Een extra reden hiervoor is dat de Europese Ministers van Financiën zich voortaan moeten houden aan de in het Stabiliteitspact afgesproken budgettaire discipline. Deze vermindering van budgettaire speelruimte stimuleert de inventiviteit om andere manieren te vinden die de nationale bestedingen beïnvloeden, zoals het uitoefenen van druk op staatsbanken om de kredietverlening uit te breiden, liefst in de door de politici gewenste richting. Uiteindelijk loopt politiek gestuurde kredietverlening verkeerd af, zoals niet alleen de verliezen bij Credit Lyonnais maar ook de recente gebeurtenissen in Azië illustreren. Als oninbare kredieten de solvabiliteit van banken hebben gereduceerd en een bedreiging gaan vormen voor de financiële stabiliteit, zal de overheid moeten ingrijpen. Ook hier geldt echter dat voorkomen beter is dan genezen. Resumerend kan worden gesteld dat overheidseigendom van banken een belemmering vormt voor de vrije concurrentie in een geïntegreerde Europese financiële markt en, indien het gepaard gaat met politiek gestuurde kredietverlening, een bedreiging kan vormen voor de financiële stabiliteit.

Overheidseigendom van banken komt vooral nog voor in landen op het Europese continent. Zowel in Duitsland, Frankrijk als Italië komen staatsbanken relatief veel voor. In Angelsaksisch georiënteerde landen zoals Ierland en het Verenigd Koninkrijk is het percentage staatsdeelnemingen in het bankwezen daarentegen verwaarloosbaar klein. In Nederland zijn er na de verkoop van de Nationale Investeringsbank nog twee echte staatsbanken over: de Bank voor Nederlandse Gemeenten en de Nederlandse Waterschapsbank. Deze banken zijn echter overblijfselen uit het verleden die hopelijk in de toekomst hun bestaansrecht in de private sector zullen bewijzen.

Ook de rol van de overheid als één van de voornaamste debiteuren van financiële instellingen kan risico's opleveren voor de financiële stabiliteit in de EMU. Dit is om de volgende twee redenen veel minder vanzelfsprekend dan de hierboven besproken risico's van staatseigendom. In de eerste plaats wijzen voorstanders van *narrow banking* op de voordelen van een bankwezen waarin deposito's voor 100% worden belegd in veilige overheidsschuld, in plaats van in meer risicovolle en conjunctuurgevoelige instrumenten, zoals onroerend goed. Een systeem van *narrow banking* kan voorkomen dat het bankwezen wordt meegesleurd in een onroerend goed crisis en reduceert daarmee de fragiliteit van het financiële stelsel. In de tweede plaats hebben de Europese Ministers van Financiën in de aanloop naar de EMU erg hun best hebben gedaan om hun overheidsfinanciën te saneren. Men zou dus verwachten dat de staatsschuld van de EMU-landen minder in plaats van meer riskant is geworden.

Toch is een toename van het kredietrisico op staatsschuld, hoe gering ook, de logische consequentie van de wens om de geldpers volledig buiten het bereik van politici te houden. Het uitbesteden van het monetair beleid aan een onafhankelijke supranationale centrale bank heeft veel EMU-landen een rentevoordeel opgeleverd. Omdat beleggers erop vertrouwen dat de ECB verkwistende overheden niet te hulp zal schieten door meer euros bij te drukken, kon de risicopremie voor het inflatierisico sterk worden gereduceerd. Dit heeft echter wel een schaduwzijde: als onverantwoordelijk financieel gedrag van de overheid niet neerslaat in een toename van het inflatierisico, dan zal het tot uitdrukking moeten komen in een toename van het kredietrisico. Het risicoprofiel van de voorheen zo veilige staatsobligaties zal daarom in de EMU fundamenteel veranderen. Zoals Goodhart (1997, p. 34) opmerkt: "once national authorities give up their command over money creation, they lose their unchallenged absolute ability to pay off their domestic currency debt, interest and principal, in legal tender, whatever may happen to demand in the bond market". Het risicoprofiel van overheidsschuld luidende in euro zal meer gaan lijken op dat van overheidsschuld luidende in buitenlandse valuta<sup>8</sup>. Goodhart (1997) voorspelt dat het verdwijnen van de periodieke valutacrisis die het EMS teisterden, wel eens zou kunnen worden gecompenseerd door een toename in het aantal liquiditeitscrisis in de obligatiemarkten, aangezien de overheid bij een plotselinge budgettaire crisis niet langer haar toevlucht kan zoeken bij haar eigen centrale bank. Tabel 3 laat zien dat de *rating agencies* Standard & Poor's, Moody's en Fitch-IBCA zich terdege bewust zijn van de verslechtering van het kredietrisico in de EMU, getuige de verschillen in de ratings van de euroschuld van een aantal EMU-regeringen.

Met het veranderde risicoprofiel van staatsschuld gaat het voornaamste voordeel van *narrow banking* verloren. Vanwege de functiescheiding tussen de monetaire en de budgettaire autoriteit is binnenlandse overheidsschuld immers niet meer per definitie vrij van kredietrisico. Wat dan rest is het vertrouwen dat de in de aanloop naar de EMU getoonde budgettaire discipline zal worden volgehouden, mede in het kader van de in het Stabiliteitspact gemaakte afspraken. Over het succes van het Stabiliteitspact in het afdwingen van duurzame budgettaire discipline valt nu slechts te speculeren. Het valt echter niet op voorhand uit te sluiten dat op enig moment in de toekomst een regering in de EMU zal terugvallen in de verkwistende gewoonten uit het verleden. Prudent beleid zou niet alleen gericht moeten zijn op het verminderen van de kans dat dit ge-

---

<sup>8</sup> Europese overheden houden wel het recht om belasting te heffen. In het verleden is dit middel in veel gevallen niet toereikend gebleken om wanbetaling op overheidsschuld luidende in een buitenlandse valuta te voorkomen. Als de geldpers geen gemakkelijke uitweg meer biedt, kan de overheid in een situatie geraken waarin wanbetaling op staatsschuld makkelijker of politiek opportuener is dan het verhogen van de belastingontvangsten of het verlagen van de overheidsuitgaven.



beurt, zoals het Stabiliteitspact probeert te doen, maar ook op het beperken van de schade indien zo'n situatie zich onverhoopt wél zou voordoen. Het potentieel van schadebeperking is het grootste in de financiële sector (Arnold en Lemmen, 1999). Zoals tabel 3 laat zien hebben banken in veel Europese landen een groot percentage van hun activa uitstaan in de vorm van vorderingen op de overheid. Uitgedrukt als een percentage van het eigen vermogen van banken zouden deze vorderingen in veel gevallen boven de 100% komen. Dit betekent dat een budgettaire crisis in een EMU-lidstaat een direct risico met zich meebrengt voor de solvabiliteit van de financiële sector.

**Tabel 3: Veranderend kredietrisico van staatsschuld**

Land	Staatsschuld- quote, % GDP, 1997	Vorderingen van banken op de overheid, 1997 <sup>1</sup>	Rating S&P <sup>2</sup>	Rating Moody's <sup>2</sup>	Rating Fitch- IBCA <sup>2</sup>
Oostenrijk	66,1	n.a.	AAA	Aaa	AAA
Frankrijk	58,0	6,78	AAA	Aaa	AAA
Duitsland	61,3	13,27	AAA	Aaa	AAA
Nederland	72,1	8,88	AAA	Aaa	AAA
België	122,2	22,85	AA+	Aa1	AA-
Ierland	66,3	2,77	AA+	Aaa	AAA
Italië	121,6	15,83	AA	Aa3	AA-
Spanje	68,8	15,91	AA+	Aa2	AA
Finland	55,8	n.a.	AA	Aaa	AAA
Portugal	62,0	8,39	AA	Aa2	AA

<sup>1</sup>Als percentage van de binnenlandse activa; bron: ECB (1999), tabel 2.13a.

<sup>2</sup>Bron: Bank of England (1999).

De meeste toezichhouders gebruiken solvabiliteitsrichtlijnen die voortkomen uit internationaal overleg in Bazel. Banken dienen voor hun naar risicograad gewogen activa een minimum percentage aan eigen vermogen aan te houden. Schuld van de centrale overheid heeft een risicoweging van nul. Ook is deze schuld uitgesloten van de zogenaamde grote-posten regeling, die moet voorkomen dat banken hun eieren in één mandje stoppen. Deze bevoorrechte behandeling van staatsschuld in het Bazel-kader is om twee redenen moeilijk verdedigbaar in de EMU. Ten eerste gaat de nationale soevereiniteit over geldcreatie verloren. Daarmee verliest staatsschuld haar unieke kenmerk dat banken onder alle omstandigheden de nominale betaling van rente en aflossing kan garanderen. Ten tweede druist dit soort discriminerende regelgeving in tegen de geest van het verbod op *privileged access* in het Verdrag van Maastricht. Artikel 104A van het verdrag bepaalt dat: "any measure, not based on prudential considerations, establishing privileged access by Community institutions or bo-

dies, central governments, regional, local or other public authorities, other bodies governed by public law, or public undertakings of Member States to financial institutions shall be prohibited." De uitzondering op maatregelen betrekking hebbende op toezicht is vreemd. Smits (1997, p. 76, voetnoot 235) beargumenteert deze uitzondering als volgt: "...it is undisputed that a different risk perception may lead to different supervisory treatment of categories of claims. In international agreed rules for banking supervision, claims on Governments are considered to carry a lower credit risk than other assets." Maar deze constatering houdt geen rekening met de verandering van het risico-profiel van staatsleningen in de EMU. Vanzelfsprekend zal de toezichthouder verschillende risicocategorieën verschillend willen behandelen, maar daarbij gaat het te ver om bij voorbaat alle staatsschuld van alle EMU-landen in de meest veilige risicocategorie in te delen en uit te zonderen van de grote-posten regeling. Er zijn private debiteuren die een betere Standard's & Poor's *credit rating* hebben dan bijvoorbeeld Portugal. Aangezien de EMU een niet eerder beproefde scheiding van budgettaire en monetaire bevoegdheden inhoudt, met een nog onzeker effect op het kredietrisico van overheden, zou het prudent zijn als toezichthouders de solvabiliteitsrichtlijnen voor de publieke en private sector zouden gelijkgeschakelen.

### 3. Beleidsimplicaties

Dit artikel signaleert een aantal problemen die zich kunnen voordoen als gevolg van het uiteenlopen van de tempi van monetaire en financiële integratie. Ten eerste kan de segmentatie van de Europese financiële sector een uniforme overbrenging van het gemeenschappelijke monetair beleid op de reële economie dwarsbomen. Diezelfde segmentatie leidt ertoe dat consumenten weliswaar straks kunnen gaan genieten van de euro, maar niet van lagere europrijzen voor financiële producten. Ten derde bestaat er onduidelijkheid over de *lender-of-last-resort* functie van de ECB. Het is twijfelachtig of de huidige institutionele vormgeving, met nationale toezichthouders maar met een Europese liquiditeitsverstrekker, robuust genoeg is om financiële crises te doorstaan. In de vierde plaats houdt het huidige banktoezicht geen rekening met het ten gevolge van de EMU veranderde kredietrisico van staatsschuld.

Wat kunnen beleidsmakers hieraan doen? Eén optie is om af te wachten. Totdat Europese financiële instellingen ondanks alle belemmeringen meer met elkaar gaan concurreren en totdat er grensoverschrijdende fusies en overnames plaatsvinden. Misschien ook wel totdat een financiële crisis tot aanpassing van de institutionele vormgeving van het toezicht noopt.

Hieronder wordt echter gepleit voor een actievere houding in het voltooiën van de financiële integratie en het creëren van financiële stabiliteit, gericht op de creatie van een vrije competitieve Europese markt in financiële diensten en een gezonde en stabiele financiële sector. Centraal daarbij staat het overhevelen van zoveel mogelijk beslissingsbevoegdheden over de financiële sector van nationale overheden naar Europese organen. Dit heeft drie voordelen. Het biedt de beste kans op uniforme spelregels en een uniforme toepassing daarvan in de Europese financiële sector. Het is tevens de beste manier om economisch nationalisme te onderdrukken. Ten slotte kan het voorkomen dat regeringen de binnenlandse financiële sector proberen te misbruiken voor eigen doeleinden.

Concreet valt te denken aan de volgende maatregelen. Met fusies en overnames in de financiële sector hoeven toezichhouders zich niet langer te bemoeien. Beslissingen hierover worden genomen door de mededingingsautoriteiten, afhankelijk van de schaal op Europees of nationaal niveau. Er vindt een bundeling plaats van nationale toezichhouders. Daarbij moet men niet denken aan de fysieke concentratie van toezichhouders op één plek, goed toezicht behoeft immers lokale expertise, maar aan het overdragen van de zeggenschap over de toezichhouders aan een overkoepelend Europees orgaan. Dit orgaan waakt over een uniforme toepassing van de toezichtregels en staat garant voor kwaliteitsstandaarden in het Europese toezicht. Ik laat hier in het midden of de ECB dit overkoepelend orgaan zou moeten zijn of niet. De Europese toezichhouder zal de solvabiliteitsregels aanpassen aan het toegenomen kredietrisico van staatsleningen, waardoor een einde kan komen aan de bevoorrechte positie van overheidsschuld. Voor de beoordeling van de kredietwaardigheid van overheden wordt gebruik gemaakt van onafhankelijke *credit ratings*. Ten slotte is het wenselijk om een tijdslimiet af te spreken waarbinnen de resterende overheidsbelangen in financiële instellingen worden afgestoten.

De preoccupatie met monetaire en budgettaire stabiliteit ten tijde van de onderhandelingen voor het Verdrag van Maastricht is in het licht van de toenmalige economische problemen goed te verklaren. Intussen zijn we bijna tien jaar verder en heeft de opeenvolging van financiële crises in de jaren negentig beleidsmakers doordrongen van de risico's van financiële instabiliteit. Het afronden van het financiële integratieproces en het waarborgen van financiële stabiliteit zal in veel Europese landen pijnlijke aanpassingen vergen. In tegenstelling tot de budgettaire aanpassingen in de jaren negentig, missen we nu een stok achter de deur. De dreiging uitgesloten te worden van deelname aan de EMU was voor veel landen een afdoende aansporing om voortgang te maken met de sanering van de overheidsfinanciën. Het is jammer dat deze dreiging niet tevens is gebruikt om financiële convergentie af te dwingen. In dat opzicht is er daadwerkelijk sprake van een gemiste kans.

## Literatuur

- Arnold, I.J.M. en J. Lemmen, 1999, The Vulnerability of Banks to Government Default Risk in the EMU, FMG Special Paper 115, London School of Economics
- Arnold, I.J.M., 1999, The Third Leg of the Stool: Financial Stability as a Prerequisite for EMU, *Weltwirtschaftliches Archiv*, 135(2), 280-305
- Arnold, I.J.M. en C.G. de Vries, 1999, Endogenous Financial Structure and the Transmission of ECB Policy, in Von Hagen J. en C. Waller (red.) *Common Money, Uncommon Regions*, Kluwer Academic Publishers, te verschijnen
- Bank of England, 1999, *Practical Issues Arising from the Euro*, Bank of England, London, June
- Basle Committee on Banking Supervision, 1991, *Measuring and Controlling Large Credit Exposures*, Basle Committee on Banking Supervision, Basle, January
- Basle Committee on Banking Supervision, 1997, *Core Principles for Effective Banking Supervision*, Basle Committee on Banking Supervision, Basle, September
- Bikker, J.A., 1999, Beperkte Concurrentie in het Bankwezen, *Economisch Statistische Berichten*, 84(4189), 5 februari, 84-87
- Boonstra, W.W., 1999, Rentegevoeligheid in de EMU, *Economisch Statistische Berichten*, 84(4194), 12 maart, 197-198
- Boonstra, W.W. en S.C.W. Eijffinger (red.), 1997, *Banks, Financial Markets and Monetary Policy*, NIBE, Amsterdam
- Borio, C.E.V., 1996, Credit Characteristics and the Monetary Policy Transmission Mechanism in Fourteen Industrial Countries: Facts, Conjectures and Some Econometric Evidence, in Alders K., K. Koedijk, C. Kool and C. Winder (red.), *Monetary Policy in a Converging Europe*, Kluwer Academic Publishers, 77-115
- Bourke P., 1989, Concentration and Other Determinants of Bank Profitability in Europe, North-America and Australia, *Journal of Banking and Finance*, 13(1), 65-79
- Carlino G. en R. Defina, 1998, The Differential Regional Effects of Monetary Policy, *Review of Economics and Statistics*, 80(2), 572-587
- The Economist, 1995, Even now, they shall not pass, *The Economist*, December 16th
- Easterly, W., 1999, Fiscal Illusion; Taking the Bite out of Budget Cuts, *Economic Policy*, April, 57-86
- The Economist, 1997, Power banking, *The Economist*, February 15th
- The Economist, 1999, Easier said than done, *The Economist*, March 13th
- European Commission, 1999, Financial Services: Implementing the Framework for Financial Markets: Action Plan, European Commission, Brussels, May 11th

- European Central Bank, 1999, Possible Effects of EMU on the EU Banking Systems in the Medium to Long Term, European Central Bank, Frankfurt, February
- Folkerst-Landau D. and P. Garber, 1992, The ECB: a Bank or a Monetary Policy Rule, in: Canzoneri, M., V. Grilli and P. Masson (red.), *Establishing a Central Bank*, Cambridge University Press, Cambridge, 86-109
- Giovannini A., 1993, Central Banking in a Monetary Union: Reflections on the Proposed Statute of the European Central Bank, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 38(1), June, 191-230
- Goodhart C. and D. Schoenmaker, 1995, Should the Functions of Monetary Policy and Banking Supervision be separated?, *Oxford Economic Papers*, 47(4), 539-560
- Goodhart C., 1997, The Two Concepts of Money, and The Future of Europe, paper presented at Konstanz seminar on Monetary Theory and Monetary Policy, May 27-30
- Kashyap, A.K. and J.C. Stein, 1997, The Role of Banks in Monetary Policy: a Survey with Implications for European Monetary Union, *Economic Perspectives, a review from the Federal Reserve Bank of Chicago*, 21(5), September/October, 2-18
- Kneeshaw, J.T., 1995, A Survey of Non-financial Sector Balance Sheets in Industrialised Countries: Implications for the Monetary Policy Transmission Mechanism, *BIS Working paper*, 25
- Krugman P., 1998, What happened to Asia?, mimeo
- Lannoo, K., 1998, From 1992 to EMU, *Center for European Policy Studies Research Report*, No. 23, Brussels
- Lannoo, K., 1999, Financial supervision in the EMU, *Center for European Policy Studies working paper*, Brussels
- Ministerie van Financiën, 1999, Nota inzake de institutionele vormgeving van het toezicht op de financiële marktsector, Ministerie van Financiën, Den Haag
- Molyneux P. and J. Thornton, 1992, Determinants of European Bank Profitability: a note, *Journal of Banking and Finance*, 16(6), 1173-1178
- Molyneux P., Y. Altunbas and E. Gardener, 1996, *Efficiency in European Banking*, Chichester: Wiley.
- OECD, 1999, EMU, Facts, Challenges and Policies, OECD, Paris
- Smits, R., 1997, *The European Central Bank, Institutional Aspects*, Kluwer Law International, The Hague
- Ven, P.L.M. van de, 1999, Concurrentie is Nog Geen Efficiëntie, *Economisch Statistische Berichten*, 84(4208), 11 juni, 450-451
- White, W., 1998, The Coming Transformation of Continental European Banking?, *BIS Working Paper*, 54