

Financiële integratie en stabiliteit als randvoorwaarden: een reactie

Paul van de Ven

In het onderhavige commentaar zal worden ingaan op de analyses en aanbevelingen van Arnold. Dit gebeurt dan voornamelijk vanuit het perspectief van financiële stabiliteit. Zijn de door Arnold gesignaleerde problemen en voorgestelde maatregelen nodig ter versterking van de financiële stabiliteit of zijn er nog andere te verwachten ontwikkelingen die van invloed kunnen zijn op de financiële stabiliteit? In paragraaf 1 wordt stilgestaan bij mogelijke risico's van een zeer snelle convergentie in financiële structuur. Daarnaast wordt gewezen op het risico van grotere uitslagen in onroerend-goed bewegingen en op de samenhang tussen het tempo van financiële integratie en van financiële herstructurering. In paragraaf 2 wordt nader ingegaan op Arnolds voorstel om het toezicht op fusies en overnames in de financiële sector te laten geschieden door de mededingsautoriteiten.

In paragraaf 3 wordt de rol van de ECB op het gebied van financiële stabiliteit beschreven. Veel aandacht zal daarbij worden besteed aan de vraag of op dit moment de lender-of-last-resort functie voldoende is geregeld. In paragraaf 4 wordt kort stilgestaan bij de verwevenheid tussen de financiële sector en de nationale overheden. In paragraaf 5 wordt tot slot een korte samengevatte reactie gegeven.

* Drs. Paul L. M. van de Ven is Hoofd Algemeen Economisch Onderzoek van Rabobank Nederland. Het commentaar is geschreven op persoonlijke titel.

1. Risico's achterblijvende/snelle financiële integratie

Risico's van snelle convergentie in financiële structuur. Het is te verwachten, dat de verschillen in de financiële structuur (met op de eerste plaats de verschillen in de looptijdstructuur) tussen de landen binnen de EMU geleidelijk aan zullen afnemen. Arnold pleit ervoor om dit proces zo snel mogelijk te laten verlopen, opdat de welvaartsvoordelen van de grotere financiële integratie eerder bereikt kunnen worden. Arnold constateert evenwel terecht dat er nog veel belemmeringen zijn, die het financiële integratieproces vertragen.

Overigens lijkt een snelle gelijkshakeling van de financiële structuur op korte termijn niet in alle opzichten wenselijk, ook niet in het kader van monetaire en financiële stabiliteit. Zo zijn de verschillen in particuliere schuldopbouw tussen de verschillende landen zeer aanzienlijk, bijvoorbeeld op het gebied van woning-hypotheken. Is de verhouding van woninghypotheken ten opzichte van het BBP in Nederland zo'n 60%, in Italië en Oostenrijk bedraagt deze slechts zo'n 5% (Jaarverslag DNB, 1998, p. 121). Gelijkshakeling van dit soort grote verschillen in de financiële structuur zou leiden tot een explosieve groei aan hypothecaire financiering in de laatstgenoemde landen, waardoor de geldgroei in die landen zeer sterk zou kunnen toenemen. Ook zouden hierdoor wellicht de prijzen van huizen in die landen sterk kunnen stijgen, doordat eigenaar-bewoners zich bewuster worden van de in feite zeer lage financieringslasten van hun woningen en het besef doordringt dat een (kwalitatief betere) woning binnen de mogelijkheden komt. Financiële integratie zal ertoe leiden, dat indien de Italiaanse banken niet zelf actieve woninghypotheken gaan verstrekken, andere Europese banken wel in dit gat in de markt zullen springen. Hoe sneller deze financiële integratie verloopt, hoe groter de nationale monetaire en wellicht ook reële schokken kunnen zijn. Met name in een land als Italië, dat de afgelopen jaren heeft kunnen profiteren van een zeer sterke rentedaling en waar de hypothecaire schulden nog zeer laag zijn, lijkt nog een gigantisch inhaaleffect, zowel in huizenprijzen als in hypothecaire financiering, mogelijk. Dit kan eenwel leiden tot zeer diverse monetaire ontwikkelingen binnen het EMU-gebied, juist als gevolg van het proces van afnemende verschillen in financiële structuur. Het is de vraag of een goed functionerende EMU die monetaire stabiliteit nastreeft, gebaat is bij een dergelijke snelle financiële integratie en convergentie in financiële structuur.

Risico van grotere uitlagen "asset price cycles". Aanverwant aan het voorgaande geldt binnen het EMU-gebied, dat het monetaire beleid minder passend kan zijn bij de economische ontwikkelingen in de afzonderlijke landen binnen de EMU. Doordat het monetaire beleid centraal wordt bepaald en wordt afgestemd op de gemiddelde ontwikkeling in het Eurogebied (waarin de EMU-kernlanden een zeer groot gewicht hebben) zal het regelmatig kunnen voorkomen dat dit beleid feitelijk te ruim of te krap is voor individuele landen (vaak de kleinere

landen). Aldus kan een situatie ontstaan die we nu reeds enige tijd kunnen aanschouwen in bijvoorbeeld Ierland en Nederland. Deze landen kennen reeds enige jaren een hoger dan EMU-gemiddelde groei met tevens een relatief hoge inflatie. Door de gunstige economische situatie, het grote vertrouwen, een flinke toestroom van vragers op de huizenmarkt en de sterk gedaalde, lage rente zijn in deze landen de huizenprijzen zeer sterk opgelopen. Hoewel gesteld kan worden dat de huizenprijzen niet onverantwoord hoog zijn gegeven de huidige renteniveaus, zijn desalniettemin de prijsrisico's aanzienlijk toegenomen. Met name in een, nooit uit te sluiten scenario, waarin de nationale economische groei zou afnemen terwijl tegelijkertijd de korte en lange rente flink zouden oplopen (bijvoorbeeld door een aantrekkend herstel in de kernlanden van de EMU en een toenemende inflatievrees), zouden de effecten op de woning- en hypotheekmarkt zeer ongunstig kunnen zijn. De kans op een dergelijk scenario, waarin grotere uitslagen op de onroerend-goed markt kunnen voorkomen, lijkt in een EMU die zich richt op EMU-gemiddelde consumentenprijzen duidelijk te zijn toegenomen.

De toegenomen kans op onroerend-goed crises in landen van de EMU kan ook gevolgen hebben voor de financiële stabiliteit. Bedacht moet immers worden, dat veel banken een groot deel van hun kredietportefeuille juist in de hypotheekmarkt hebben uitstaan. Het lijkt daarom verstandig om binnen het monetaire beleid in ieder geval ook terdege zicht te houden op de ontwikkeling van de (reële) activaprijzen in de landen binnen de EMU, enerzijds vanwege de mogelijke implicaties daarvan op de monetaire en reële ontwikkeling en anderzijds vanwege een mogelijke samenhang met de financiële stabiliteit. De ECB heeft evenwel weinig instrumenten om reële activa "bubbles" tegen te gaan: met haar monetaire instrumenten kan zij slechts één doel nastreven (monetaire stabiliteit) en dan nog slechts voor het EMU-gebied als geheel. Vermindering van de uitslagen in reële activaprijzen zou dan bewerkstelligd moeten worden door aanvullend beleid ((zelf)regulering, verscherpt toezicht, fiscaliteit, budgettair beleid). Altijd zal zich evenwel het probleem blijven voordoen, dat het voor de autoriteiten moeilijk zal zijn om te kunnen beoordelen of de prijzen van (reële of financiële) activa te ver zijn doorgeschooten (vaak kan dat alleen achteraf). Bovendien draagt het ingrijpen in de vrije marktontwikkeling altijd het risico met zich dat daardoor schrikreacties ontstaan, die de negatieve effecten zouden kunnen veroorzaken die men juist had willen voorkomen.

Risico snelle financiële integratie voor herstructureringsproces. De vorming van de interne markt en de komst van de euro zullen de financiële integratie bespoedigen. Door de toegenomen concurrentie, door de voortdurende druk op de rentemarges, door de snelle ontwikkelingen in de informatie- en communicatietechnologie, door de toetreding van nieuwe concurrentie, door nieuwe distributiekanaalen, door de internationalisering en door aandeelhouders die een hoger rendement op hun financiële aandelen verlangen (leidend tot een dalende tendens

in solvabiliteitsratio's), is de veranderingsdynamiek in de financiële sector zeer sterk toegenomen. Dit leidt tot allerlei strategische heroriëntaties bij de betrokken financiële instellingen (fusies en overnames, privatisering, herstructurering). Deze heroriëntaties en herstructureringen zullen plaatsvinden in een Europese bancaire omgeving, die algemeen gekenschetst kan worden als "over-banked" en "over-branched". Niet uitgesloten moet worden dat als de veranderingen in de omgeving van de financiële sector zó snel gaan, partijen strategische fouten zullen gaan maken die de stabiliteit van het financiële systeem kunnen aantasten. Het risico van teveel financiële partijen die dingen om een groter deel van de markt kan leiden tot overinvesteringen, in een markt die vaak al gekenmerkt wordt door overcapaciteit. Een te groot aanbod van financiële diensten kan ook ontstaan wanneer veel financiële partijen grote investeringen hebben gedaan in systemen en dergelijke, waarvan de variabele kosten kunnen worden terugverdiend (en het dus rationeel is om deze producten te blijven aanbieden) maar niet meer de vaste kosten. White (1998) wijst eveneens op de gevaren hiervan.¹ Hoewel bevordering van financiële integratie het uiteindelijke goede doel is, dient men erop bedacht te zijn dat de financiële heroriëntatie en herstructurering door te maken. Te snelle deregulering en invoering van volledige marktwerking heeft in het verleden al vaker geleid tot zeer kostbare financiële debacles (denk bijvoorbeeld aan de Savings&Loans crisis in de jaren tachtig in de VS), die wellicht hadden kunnen worden voorkomen door vooraf meer tijd te investeren in de voorbereiding en professionalisering van de betrokken partijen.

2. Fusies en overnames

Arnold stelt voor om fusies en overnames niet meer te laten beoordelen door de toezichthouder, maar door een nationaal of internationaal competente (afhankelijk van de schaal) mededingingsautoriteit. Onvermeld blijft waarom dit zou kunnen bijdragen aan de financiële stabiliteit, wat het centrale thema van zijn artikel is. Zijn voorstel lijkt daarentegen meer ingegeven door het argument van betere

¹ "Restructuring of this sort could proceed quite smoothly, but there are also reasons to fear a collective weakening of all banks with attendant risks of systemic crisis. Banks themselves, particularly larger ones, may have exaggerated views of their capacity to survive the competitive process and may stay in the fight too long. Heavy investment in technology implies that fixed costs will rise relative to variable costs, making it sensible for firms to continue operating at a loss for even an extended period of time. Corporate governance may also be inadequate to ensure that management focuses on true restructuring, and associated increases in profits, rather than on simply increasing size or market share. A related danger, given the difficulty of valuing credits, is that a gradual deterioration in credit quality may not be easily detected. (...) The worst-case scenario would have many banks in a weakened state "gambling for resurrection" through imprudent loans and other forms of business." (White, 1998).

marktwerking. De mededingsautoriteit zal toetsen of de fusie of overname in overeenstemming is met het nationale belang, in die zin dat hierdoor niet dermate sterke machtsconcentraties ontstaan waardoor er geen goede concurrentieverhoudingen en marktwerking meer mogelijk zouden zijn.

Een dergelijke toetsing vereist evenwel bijzonder veel kennis van de bestaande markten (uitsplitsing maken naar verschillende markten en producten: retail, wholesale, betalingsverkeer, vermogensbeheer, verzekeringen, etcetera, en naar relevante markt: nationaal, Europees, internationaal) en marktverhoudingen (concurrentie van niet-banken, zoals supermarkten), van schaalgroottesdiscussies (op het gebied van distributie, betalingsverkeer, vermogensbeheer, verzekeringen, hypotheek) en van de verwachte marktontwikkelingen (nieuwe aanbieders en technologie: ICT-bedrijven, Internet-aanbieders). Wanneer een mededingsautoriteit niet in staat is voorgenomen fusies en overnames in deze zeer ingewikkelde en zeer dynamische context te beschouwen en met oog voor de belangrijke nieuwe uitdagingen die voor een deel nog onzeker en ontastbaar zijn, bestaat het gevaar dat de beoordelingen zullen plaatsvinden in een statische context, gebaseerd op bestaande markt- en machtsposities. Het is de vraag of een zich innoverend financieel systeem, en uiteindelijk ook de concurrentieverhoudingen en marktwerking, gebaat zijn bij een dergelijk *conservatief/reactionair* beleid. Bovendien kan hierdoor een situatie ontstaan, waarbij in een land een te groot aantal concurrerende banken overblijft met bijvoorbeeld een uitgebreid kantorennetwerk, dat door onvoldoende schaalvoordelen op lokaal niveau onvoldoende rendabel wordt. Hierdoor kan de financiële kracht van de betrokken instellingen verslechteren, waarmee tevens de financiële stabiliteit kan afnemen.

Wellicht is het beter om de mededingsautoriteiten niet zozeer toezicht te laten houden op fusies en overnames, maar wel op het feitelijk gedrag van financiële partijen. Dat wil zeggen: als de machtsconcentratie leidt tot misbruik van macht en "monopolistisch" prijsgedrag op (deel)markten, kan zij ingrijpen.

Een ander argument dat kan samenhangen met het behoud van financiële stabiliteit is het volgende. De Europese bancaire sector zal de komende jaren, zoals gezegd, een drastische herstructurering ondergaan. De kans is evenwel groot, dat de ontwikkelingen in de financiële sector en de toenemende concurrentie zo snel zullen gaan, dat niet alle partijen hierop voldoende zullen anticiperen. Hierdoor zal de kans toenemen dat er meer banken in financiële nood zullen geraken. Vanuit toezichts- en stabiliteitsoptiek kan het dan aantrekkelijk zijn om deze partijen tijdig aansluiting te laten vinden bij andere partijen, ook indien dat reeds grote gevestigde partijen zouden zijn. Vaak zal dat tot een meer kosteneffectieve sanering kunnen leiden dan wanneer deze banken failliet zouden gaan.

3. ECB en financiële stabiliteit

De financiële sector vormt een belangrijke schakel in de transmissie van het monetaire beleid. Verstoringen in de financiële sector kunnen het effect van het monetaire beleid op de reële economie frustreren. Wanneer de stabiliteit van het bankwezen in het gedrang is gekomen, kan het kredietkanaal verstopt raken ("credit crunch"). 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. Arnold beschrijft dat in bijna alle landen van de EU de nationale centrale bank verantwoordelijk is voor de stabiliteit van het financiële stelsel (het systeemtoezicht), maar dat opvallend genoeg de ECB deze verantwoordelijkheid niet heeft gekregen. Hij voorziet hier een probleem, omdat hierdoor de lender-of-last-resort functie in de EMU onvoldoende is geregeld. Zijn redenering daarbij is, dat de centrale bank moet beoordelen of in geval van een verzoek om noodliquiditeiten sprake is van een liquiditeits- of een solvabiliteitsprobleem en of het probleem zich kan uitspreiden over de gehele financiële sector. Hoewel Arnold aangeeft, dat dat laatste oordeel het belangrijkste is, stelt hij (toch) dat detailkennis over banken voor deze oordeelsvorming onontbeerlijk is.

Reden ECB-betrokkenheid bij financiële toezicht. Het Eurosysteem - de ECB en de nationale centrale banken van het eurogebied - heeft er groot belang bij de ontwikkelingen binnen het bankwezen in het eurogebied nauwlettend te volgen. Primair gaat het het Eurosysteem daarbij om de structurele kenmerken van het bankwezen en de ontwikkelingen die van invloed zijn op de stabiliteit ervan gezien de rol die de banken spelen bij het transmissiemechanisme voor het monetaire beleid (ECB, Maandbericht, april 1999). Met name kunnen, aldus de ECB, de structuur en de stabiliteit van het bankwezen van invloed zijn op de algehele macro-economische prestatie, de doelmatigheid van de monetaire beleidsvoering en de werking van betalingssystemen. Banken vormen de belangrijkste sector bij het transmissieproces voor het monetaire beleid, aangezien zij optreden als de tegenpartijen van het Eurosysteem bij de monetaire beleidstransacties en bij het uitlenen van gelden aan het publiek, en aangezien zij de belangrijkste partijen zijn op de markt voor het aantrekken van deposito's, welke een groot gedeelte uitmaken van de monetaire aggregaten die door het Eurosysteem worden gevolgd.

Het is duidelijk dat het Eurosysteem een rol te spelen heeft op het gebied van toezicht en monitoring van het financiële systeem. Minder duidelijk is hoever deze betrokkenheid zou moeten gaan (toezicht op individuele instellingen of alleen overkoepelend systeemtoezicht). Er is ook onduidelijkheid over de rol van

het Eurosysteem bij het in de hand houden van zich voordoende financiële crises².

Statutaire ECB-betrokkenheid bij financiële toezicht. Een aantal artikelen uit het Verdrag van Maastricht en uit de Statuten van de ECB beschrijven de functie en rol van de ECB op het gebied van het financiële toezicht.

Artikel 105 (5) van het Verdrag van Maastricht stelt: "Het ESCB draagt bij tot een goede beleidsvoering van de bevoegde autoriteiten ten aanzien van het bedrijfseconomisch toezicht op kredietinstellingen en de stabiliteit van het financiële stelsel."

Volgens Artikel 105 (4) moet de ECB worden geconsulteerd in het geval van wetgeving (nationaal, communautair) op het gebied van banktoezicht en financiële stabiliteit.

Artikel 25 (1) van de statuten van de ECB geeft aan, dat de ECB op eigen initiatief advies kan geven over de reikwijdte en implementatie van de wetgeving van de Commissie op het gebied van banktoezicht en financiële stabiliteit.

Tot slot biedt het Verdrag van Maastricht de mogelijkheid (artikel 105 (6)) om, zonder amendering van het Verdrag van Maastricht zelf, specifieke toezichtstaken aan de ECB over te hevelen. In de ogen van Padoa-Schioppa, lid van de ECB-directie, is dit artikel een "highly significant indication that the drafters of the Treaty clearly understood the anomaly of the double separation and saw the potential difficulties arising from it" (Padoa-Schioppa, 1999). Hij doelt hiermee op de dubbele spreiding van bevoegdheden die is ontstaan doordat niet alleen sprake is van een geografische spreiding (monetair toezicht in Frankfurt, financieel toezicht in nationale staten) maar ook van een functionele scheiding (van monetair toezicht en financieel toezicht). Voorheen was er in sommige landen ten hoogste een functionele scheiding. De dubbele scheiding leidt in de ogen van Padoa-Schioppa tot belangrijke coördinatie- en coöperatieproblemen.

Het IMF concludeert uit de feitelijke statutaire regelingen dat de ECB niet veel meer is dan een "monetary policy rule", die past bij een "enge" definitie van centraal bankieren: "(...) the ECB has only a limited, peripheral, and ambiguous role in banking supervision, and no explicit mandate at all for providing emergency liquidity support directly to individual financial institutions. A "broad" concept of central banking would include other financial policy functions such as a mandate for ensuring financial stability, for providing liquidity support, and for the supervision of systemically important financial institutions (with access to the payments system)" (Prati/Schinasi, 1998).

² "The ECB has no *explicit* responsibility for crisis management beyond an advisory role for safeguarding the stability of the EMU financial system and it does not have a mandate as a LOLR." Zie : Prati/Schinasi, 1998.

Precieze regeling lender-of-last-resort. Ondanks de kritiek van het IMF vindt Padoa-Schioppa dat de lender-of-last-resort functie van het Eurosysteem voldoende is geregeld³. Bovendien is het belangrijk om een onderscheid te maken tussen noodliquiditeitssteun aan individuele financiële instellingen in problemen en noodliquiditeitssteun in een situatie waarin in het financiële systeem als geheel een tekort aan liquiteiten dreigt.

Liquiditeitssteun individuele instelling. De behoefte aan financiële middelen van een centrale bank voor een individuele financiële instelling (die illiquide maar niet insolvent is) is sterk afgenomen door de sterk ontwikkelde interbancaire markt. Normaal gesproken zou een dergelijke financiële instelling over voldoende liquiditeiten moeten beschikken. Mocht er in de interbancaire markt toch onvoldoende liquiditeit beschikbaar zijn, dan kan een beroep gedaan worden op de marginale beleningsfaciliteit van het ESCB (tegen onderpand). Mocht ook dat niet voldoende (bijvoorbeeld doordat de financiële instelling over onvoldoende tier 1 en tier 2 onderpand beschikt) en zou zich onverhoopt toch een liquiditeitscrisis voordoen met een mogelijke systemische dreiging, dan beschikt het ESCB over voldoende mogelijkheden, aldus Padoa-Schioppa(1999): "The clear answer is that the euro area authorities would have the necessary capacity to act". Padoa-Schioppa verzuimt in zijn lezing evenwel aan te geven hoe dit exact in zijn gang zou gaan. Wel gaf hij aan: "In these circumstances the various national arrangements would continue to apply, including those concerning the access of central banks to supervisors' confidential information." Dit zou voldoende moeten zijn volgens hem: "A clear reassurance about the capacity to act when really needed should be sufficient for the markets. Indeed it may even be advisable not to spell out beforehand the procedural and practical details of emergency actions (...) ("constructive ambiguity")."

Mauro Grande, medewerker bij de ECB, gaf tijdens een workshop van het Centre for European Policy Studies helderder tekst en uitleg hierover (CEPS, 1999). Hij benadrukte dat het Eurosysteem geen eigen bevoegdheden heeft om noodliquiditeiten te verstrekken aan individuele financiële instellingen in problemen. Deze noodhulp blijft de competentie van de nationale centrale banken. Over de noodhulp dient het Eurosysteem te worden geïnformeerd. Indien de omvang van de interventie groot is, dient het ESCB zich ervan te vergewissen of deze interventie past binnen het monetaire beleid. Het kan dan nodig zijn deze interventie macro-monetair te "steriliseren". Wanneer een financiële instelling niet beschikt over voldoende officieel onderpand kan een nationale centrale bank

³ "To my mind, the criticism reflects a notion of lender-of-last-resort operations that is largely outdated; it underestimates the Eurosystem's capacity to act; and, finally, it represents too mechanistic a view of how a crisis is, and should be, managed in practice." Zie Padoa-Schioppa, 1999.

liquiditeiten verschaffen tegen onofficieel onderpand (bijvoorbeeld kredieten van de bank), maar bij dit besluit dient het Eurosysteem te worden betrokken, dat eventueel kan besluiten dit niet toe te staan vanwege haar omvang.

Arnold is bezorgd dat de nooddienstverlening door de ECB ertoe kan leiden dat de ECB kredietrisico loopt, waardoor een afwenteling mogelijk zou zijn van falend nationaal toezicht naar communautair niveau. Deze bezorgdheid lijkt niet terecht, omdat de regels inzake kredietverschaffing door de ECB aan financiële instellingen vrij duidelijk zijn. Indien kredieten worden verstrekt tegen tier I onderpand (deze zijn EMU-breed toepasbaar als onderpand, voornamelijk overheidsobligaties) zijn de kredietrisico's voor rekening van het ESCB. Kredieten tegen tier II onderpand (die nationaal verschillend kunnen zijn) zijn voor risico van de nationale centrale bank. Hetzelfde geldt voor kredieten die - in noodsituaties - zouden worden verstrekt tegen onofficieel onderpand (die vaak een nog hoger kredietrisico met zich zullen dragen).

Omdat de kredietrisico's in het geval van noodliquiditeitssteun voor rekening van de nationale centrale bank zijn, kan ervan uitgegaan worden dat dergelijke verzoeken slechts worden gedaan wanneer de NCB ervan overtuigd is dat inderdaad sprake is van een liquiditeitsprobleem. Mocht zij dit verkeerd beoordeeld hebben, dan is het risico in ieder geval voor haar eigen rekening en niet voor de rest van het ESCB. Wel kan er sprake zijn van een competentieprobleem, aangezien een nationale centrale bank kan worden opgezadeld met een probleem dat kan zijn veroorzaakt door tekortschietend toezicht door de nationale toezichthouder (niet noodzakelijkerwijs de centrale bank). Dit probleem deed zich evenwel ook reeds in de oude situatie voor. Deze situatie zou wellicht verbeterd kunnen worden door te overwegen de uiteindelijke financiële last te leggen bij de nationale overheid, die zou moeten worden voldaan uit belastinggelden (in plaats van uit de mogelijk rijk gevulde kassen van de centrale bank). Hierdoor zou ook het nationale toezicht op de toezichthouder vermoedelijk aan scherpte winnen.

Liquiditeitssteun financiële stelsel als geheel. De verstrekking van noodliquiditeiten aan het financiële stelsel als geheel kan worden gezien als een activiteit vallend onder de verantwoordelijkheid van het Eurosysteem, zo stelt Grande, omdat dit dichter ligt bij de uitvoering van het monetaire beleid. Ook Padoa-Schioppa heeft zich in deze zin uitgelaten: "This kind of action [in response of a general liquidity dry up which may reflect, for example, a gridlock in the payment system or a sudden drop in stock market prices, PvdV] is close to the monetary policy function and has been called the "market operations approach" to lending of last resort. In such cases, liquidity shortfalls could be covered through collateralised intraday or overnight credit, or auctioning extra liquidity to the market. The Eurosystem is prepared to handle this kind of market disturbance" (Padoa-Schioppa, 1999).

Met deze verduidelijkingen lijkt de ECB te zijn tegemoet gekomen aan de verzoeken, onder andere vanuit het IMF, om meer informatie over de beleidsvoor-nemens van de ECB, overigens zonder dat de ECB daarmee exact zicht geeft in de te verwachten beleidsreacties in noodsituaties. Deze vaagheid is opzettelijk, ter voorkoming van moral hazard gedrag.

Voorstel tot versterking van de rol van de ECB. Vanuit verschillende hoek zijn voorstellen gedaan om de rol van de ECB op het gebied van het bancaire toezicht te versterken (Prati/Schinasi, 1998 - White, 1998 - Lannoo, 1999 - Padoa-Schioppa, 1999).

Vanuit de ECB zelf is het probleem van de geografische én functionele spreiding tussen het monetaire beleid en het toezichtsbeleid aangegrepen om een structuur op te zetten waarin de nationale toezichthouders worden gestimuleerd om meer effectief op te treden als een gezamenlijke toezichthouder⁴.

Verder omschrijft Padoa-Schioppa de "euro area supervisor" als een wat vreemde eend in de bijt, omdat deze in feite bestaat uit "stand-alone" toezichthouders voor zover zij toezicht houden op nationale instellingen, "bilaterale afspraken" via Memoranda of Understanding in het geval van cross-border toezicht of toezicht op financiële conglomeraten en "multilaterale afspraken", voor EMU-brede onderwerpen. Het Comité van Banktoezichthouders (Banking Supervision Committee) is het belangrijkste forum voor deze vorm van multilaterale samenwerking.

Lannoo adviseert een drietraps raket (Lannoo, 1998). Ten eerste moet op Europees niveau de samenwerking tussen toezichthouders en centrale banken worden versterkt. De ECB zou in dit licht een eigen capaciteit moeten opbouwen om systematisch de financiële markten te monitoren en de financiële stabiliteit te beoordelen. De oprichting van het Europese Comité van Banktoezichthouders binnen de context van de ECB vindt hij een belangrijke eerste stap. Anders dan de Banken Advies Commissie binnen de Europese Commissie, die vooral een wetgevende rol heeft, liggen de taken van dit Comité op het gebied van het macro-prudentiële toezicht: zorgdragen voor de stabiliteit van het financiële systeem, verbetering van de informatie-uitwisseling tussen toezichthouders en tijdig waarschuwen voor nieuwe bedreigende ontwikkelingen. De samenwerking zou werkelijk gecoördineerd moeten zijn (multilateraal) en niet op basis van de bilaterale Memoranda of Understanding.

De tweede trap zou zijn, dat de ECB toezicht gaat houden op het gebruik van lender-of-last-resort operaties op lokaal niveau en ook anderszins erop zal toe-

⁴ "There is no expectation, at least to my mind, that the division of responsibility in the euro area between the central bank and the banking supervisory functions should be abandoned. (...) What I perceive as absolutely necessary, however, is that co-operation among banking supervisors (...) will allow a sort of euro area collective supervisor to emerge that can act as effectively as if there were a single supervisor." Zie Padoa-Schioppa, 1999.

zien dat een level playing field ontstaat voor Europese banken, zoals bijvoorbeeld op het gebied van onderpandsvereisten voor kredietverschaffing door het ESCB. Het ESCB zou steeds vantevoren toestemming moeten geven, niet vanwege de monetaire implicaties (die kunnen normaliter eenvoudig gesteriliseerd worden), maar om misbruik (in de zin van concurrentievervalsing) tegen te gaan. Om deze rol goed te kunnen vervullen moeten de nationale toezichthouders op een regelmatige basis informatie verschaffen over de "exposure" van haar bankstelsel aan de ECB.

Als derde stap is het nodig na te denken over een meer geïntegreerd raamwerk voor toezicht op financiële instellingen. Het ontstaan van grote, pan-Europese conglomeraten zet vraagtekens bij het principe van home country control alsmede bij het per sector (bank, verzekeraar, beleggingsinstelling) vormgeven van het toezicht. Eventueel zou geopteerd kunnen worden voor een vorm van doeltoezicht (financiële stabiliteit, kredietwaardigheid/solvabiliteit, gedrag), waarbij de ECB zich eventueel zou kunnen toeleggen op toezicht op financiële stabiliteit. In ieder geval is het nodig om goede procedures en verantwoordelijkheden vast te leggen voor de "monitoring" van de stabiliteit van de financiële markten en voor het optreden in gevallen van nood.

Prati/Schinasi van het IMF zijn er in ieder geval voorstander van, dat de ECB helderder communiceert over de verdeling van verantwoordelijkheden tussen de ECB en de verschillende nationale autoriteiten en centrale banken en over de communicatiekanalen in het geval van noodliquiditeitssteun. Grotere transparantie over de mechanismen (en niet over de precieze toepassing en voorwaarden) is nodig om coördinatieproblemen in het geval van een crisis te voorkomen.

Resumerend lijkt de rol van het ESCB op het gebied van toezicht op de stabiliteit van het financiële stelsel voldoende duidelijk al dient hiertoe wel nog de nodige capaciteit en kennis te worden opgebouwd. Het ESCB lijkt in staat om alert te kunnen reageren in het geval zich liquiditeitsproblemen zouden voordoen bij individuele instellingen c.q. in het financiële stelsel als geheel. De roep om heldere procedures is desalniettemin terecht, niet zozeer omdat het ESCB anders niet zou kunnen reageren in het geval van een financiële stabiliteitscrisis maar veeleer om ervoor te zorgen dat de uitwerking van het toezicht en de verschaffing van liquiditeitssteun aan financiële instellingen op een transparante en uniforme wijze geschiedt, zodat sprake is van een "level playing field" en er zo min mogelijk concurrentievervalsing en nationale willekeur plaatsvindt. Vooral ten behoeve van een zo goed mogelijke marktwerking lijkt het gewenst dat er een overkoepelend orgaan komt om toezicht te houden op de nationale toezichthouders, zoals ook door Arnold wordt voorgesteld.

4. Relatie tussen financiële sector en nationale overheden

De analyse van Arnold op het gebied van de onderlinge verwevenheid van de financiële sector en de overheid in verschillende landen binnen de EMU is zeer interessant. Banken zijn belangrijke beleggers in overheidsschuld, terwijl de overheden vaak nog flinke deelnemingen hebben in banken of de activiteiten daarvan garanderen. Ook gebruikt menige overheid banken soms nog voor politiek gestuurde vormen van kredietverlening. Arnold betoogt dat deze verwevenheid ongewenst is, zowel uit het oogpunt van financiële integratie als vanuit het oogpunt van financiële instabiliteit.

De overheidseigendom van banken vormt een belemmering voor de vrije concurrentie in een geïntegreerde Europese financiële markt en, indien het gepaard gaat met politiek gestuurde kredietverlening, kan dit ook een bedreiging vormen voor de financiële stabiliteit. De rol van de overheid als een van de voornaamste debiteuren van financiële instellingen kan eveneens risico's opleveren voor de financiële stabiliteit in de EMU, zeker nu het kredietrisico op overheidsobligaties door de EMU lijkt te zijn veranderd. Arnolds voorstel om in ieder geval te kijken naar de credit rating van de verschillende overheden en om de grote postenregeling ook op overheidsobligaties van toepassing te verklaren lijkt zeker overweging te verdienen.

5. Afsluiting

De indruk bestaat dat de analyses en aanbevelingen van Arnold in veel gevallen niet zozeer gericht zijn op versterking van de financiële stabiliteit, maar meer om andere redenen (met name betere financiële marktwerking en tegengaan van protectionistisch beleid) naar voren worden gebracht. Zo moeten fusies en overnames in de ogen van Arnold niet worden beoordeeld door een toezichthouder die met name bezorgd is over de financiële stabiliteit, maar door een competente mededingingsautoriteit, waardoor vooral gekeken wordt of dit de marktwerking en concurrentie niet zal schaden. De zeggenschap over de nationale toezichthouders moet worden overgedragen aan een overkoepelend Europees orgaan, opdat er een uniforme toepassing van toezichtsregels zal zijn (ten behoeve van een eerlijke concurrentie, "level playing field" en betere marktwerking) en er kwaliteitsstandaarden in het Europese toezicht kunnen worden gegarandeerd. Overheidsbelangen in financiële instellingen moeten worden afgestoten om ook uit die hoek verstoring van een goede marktwerking te voorkomen.

Aanbevelingen van Arnold die wel direct aanhaken bij het onderwerp financiële stabiliteit zijn het aanpassen van solvabiliteitsregels aan het toegenomen kredietrisico van staatsleningen en het verduidelijken van de lender-of-last-resort functie van de ECB (hoewel dit laatste wellicht vooral van belang is ter voorko-

ming van protectionistisch toezichts- en monetair beleid ter ondersteuning van het nationale bankwezen).

In bovenstaand commentaar is betoogd dat op dit moment de lender-of-last-resort functie van het ESCB voldoende geregeld lijkt om acute liquiditeitsproblemen op te vangen bij individuele instellingen of bij het financiële systeem als geheel. Wel is er behoefte aan een betere systematische informatie-uitwisseling waardoor de ECB in staat kan worden gesteld de ontwikkeling van de stabiliteit in het financiële systeem beter te "monitoren". Ook is het lender-of-last-resort-systeem nog onvoldoende transparant om te garanderen dat de mogelijkheden van nationale liquiditeitssteun niet leiden tot concurrentievervalsing en verkeerde prikkels voor een goed toezicht. Bovendien lijkt de verdeling van de lasten nog onduidelijk te zijn. Weliswaar stellen ECB-ers dat de nationale centrale banken het kredietrisico lopen, maar wanneer dieper wordt nagegaan in de statuten en het Verdrag van Maastricht, lijkt afwenteling op het collectief niet volledig uitgesloten. De kwaliteit van het toezicht en een goede marktwerking zouden verder gediend kunnen zijn bij helderder afgebakende regels op het terrein van het toezicht en liquiditeitssteun en een communautair orgaan dat kan toezien op een goede naleving hiervan.

De roep om verdergaande financiële integratie kan worden ondersteund. Gewaarschuwd dient echter wel te worden tegen een te snel gaande (afgedwongen) financiële integratie, deregulering, harmonisering en convergentie, omdat hierdoor enerzijds een sterk divergerende monetaire ontwikkeling kan worden opgeroepen (bijvoorbeeld in het geval van het hypothecaire kredietkanaal) en anderzijds een schoksgewijze herstructurering met bijbehorende financiële instabiliteit kan worden veroorzaakt.

Literatuur

- DNB, 1999, *Jaarverslag DNB 1998*
- ECB, 1999, *ECB Maandbericht*, april
- Padoa-Schioppa, Tommaso, 1999, *EMU and banking supervision*, 24 februari, lecture at the London school of Economics, <http://www.ecb.int/key/sp990224.htm>
- Prati, Alessandro/Schinasi, Gary, 1998, *Will the European Central Bank be the lender of last resort in EMU*, 15 september (SUERF-colloquiumpaper 15-17 October in Frankfurt)
- CEPS, 1999, *Financial Supervision in EMU*, March 18, minutes of the second meeting of the CEPS working party
- Lannoo, Karel, 1998, *EMU, the ECB and Prudential supervision*, CEPS working paper

White, William R., 1998, *The coming transformation of continental European banking*, BIS

Het Stabiliteits- en Groeipact: noodzaak, ervaringen en verbeteringen

Jakob de Haan en Robert Inklaar

Het Verdrag van Maastricht bepaalt, dat het vorderingstekort van de totale overheid niet meer mag bedragen dan 3% van het bruto binnenlands product (BBP), tenzij het tekort substantieel en gestaag daalt in de richting van deze waarde, of de overschrijding van de 3%-norm slechts tijdelijk en van uitzonderlijke aard is en dicht bij de referentiewaarde blijft. Aan deze voorwaarde moest niet alleen zijn voldaan om tot de EMU toe te treden: ook nu de EMU van start is gegaan, dienen lidstaten zich aan deze regel te houden. Om de begrotingsdiscipline meer handen en voeten te geven, heeft de Europese Raad van Amsterdam een politiek akkoord bereikt over het Stabiliteits- en Groeipact. Het doel van dit Pact is begrotingsdiscipline te garanderen. Het Pact is zo opgezet dat het aan de ene kant tijdig waarschuwt als een lidstaat de vastgestelde limiet dreigt te overschrijden. Aan de andere kant voorziet het in de mogelijkheid om sancties op te leggen aan een lidstaat met een excessief tekort. Het Pact vormt een nadere uitwerking van de bepalingen in het Verdrag van Maastricht; op sommige punten vormt het echter een aanscherping ervan. Zo dient elke lidstaat te streven naar begrotingsevenwicht, of zelfs een begrotingsoverschot, op de middellange termijn.

Er bestaat veel kritiek op het Pact. Deze loopt uiteen van scepsis of het ooit zal werken tot grote twijfel over de noodzaak. Dit roept een aantal vragen op die we in het navolgende trachten te beantwoorden. In de eerste plaats is een korte beschouwing van de argumenten pro en contra het Pact op zijn plaats (paragraaf 1). Vervolgens wordt een beoordeling van het Pact gegeven op basis van ervaringen in de Verenigde Staten met regels voor de begrotingsdiscipline. De VS zijn interessant om de effectiviteit van bepaalde begrotingsregels te toetsen, omdat bijna alle staten dergelijke regels kennen - in talloze variëteiten - en deze regels reeds lang bestaan. In paragraaf 3 zullen de ervaringen met het Pact tot