

De endogene financiële structuur

De vrees dat verschillen in financiële structuur de transmissie van het Europese monetair beleid zullen bemoeilijken is overdreven. De financiële structuur in Europa zal door de komst van de euro harmoniseren.

I.J.M. Arnold en C.G. de Vries*

Met de benoeming van Bolkestein tot eurocommissaris zijn zowel het Europese beleid voor de gemeenschappelijke markt als dat voor de gemeenschappelijke munt onder Nederlandse hoede. Dit artikel gaat over een belangrijk raakvlak tussen interne markt en euro, te weten het transmissiemechanisme waarlangs de rentebeleidsinstellingen van Duisenberg doorwerken op de interne markt van Bolkestein. Doordat de structuren van de Europese economieën tot op heden behoorlijk van elkaar verschillen, vrezen velen dat een uniforme dosering van het monetair medicijn dramatisch verschillende bijwerkingen per land kan hebben. Zo werkt een renteverlaging sneller door op de consumptieve bestedingen in Engeland dan in Nederland, omdat in Engeland hypotheeklen voornamelijk kort worden gefinancierd. In dit artikel willen we aantonen dat de vrees voor grote verschillen in de uitwerking van het monetair beleid op de reële economie overdreven is.

Monetaire transmissie

Het monetaire transmissiemechanisme bestaat uit verschillende, veelal institutioneel bepaalde, kanalen. Daarbij zijn de structuur van de arbeidsmarkt, de sectorale samenstelling van de industrie, de financiële structuur en het wettelijk kader van belang. Om met de arbeidsmarkt te beginnen, verschillen in de flexibiliteit van de arbeidsmarkt en de reële loonstarheid beïnvloeden de doorwerking van het monetair beleid op de nationale economieën. Veel hangt af van de opstelling van de Europese vakbonden.

Een verschillende sectorale samenstelling van het nationaal inkomen kan ertoe leiden dat de rentegevoeligheid van de vraag in het ene land anders is dan in het andere land: een land met een relatief conjunctuurgevoelige industrie zal meer te lijden hebben van een verkrapping van het monetair beleid. Het gebied van de Grote Meren in de Verenigde Staten is aantoonbaar gevoeliger voor renteschommelingen dan de andere regio's¹. De oorzaak hiervan is een grote mate van industriële specialisatie in de Verenigde Staten. In de Europese Unie speelt dit minder. Verschillen in de sectorale structuur zullen niet van de ene op de andere dag verdwijnen en ze nemen door specialisatie misschien nog wel toe; ze blijven derhalve een potentiële bron van verschillen in monetaire transmissie. De vraag is echter wel of de ECB hiermee rekening kan en moet houden bij het vaststellen van haar beleid.

Hoewel de arbeidsmarktverschillen en de verschillen in compositie van de industrie een rol spelen, zijn de effecten hiervan relatief gering. De verschillen in de financiële structuur en het bijbehorend juridisch kader van de EMU landen, waaronder met name het belastingregime, zijn veel belangrijker voor de manier waarop het

rentebeleid doorwerkt op de economie. Het betreft hier onder andere de mate van concurrentie in de financiële sector, de rol van banken versus financiële markten en de looptijd en rentegevoeligheid van kredieten. Met name dit laatste aspect heeft een sterke band met het monetair beleid. Het beleidsinstrument van de ECB is de korte rente. Landen wier financiële structuur wordt gekenmerkt door een groot aandeel kortlopende kredieten, zijn dus relatief gevoeliger voor een plotselinge wijziging in het monetair beleid.

In dit artikel gaan wij in op de vraag hoe ernstig verschillen in financiële structuur zijn voor de implementatie van een gemeenschappelijk monetair beleid. Als eerste zouden we ons dan moeten afvragen welke welvaartsimplicaties verschillen in monetaire overbrenging hebben. Hierover is bijzonder weinig bekend. Maar zelfs als de welvaartsimplicaties groot zouden zijn, is het twijfelachtig of de ECB daar iets aan kan doen. In een muntunie is het nu eenmaal lastig de monetaire dosering per land te laten verschillen. Tenslotte is het de vraag of het verleden wel informatief is over de doorwerking van het huidige rentebeleid, omdat de monetaire eenwording veel verandert in de financiële structuren. Bij het bespreken van al deze vragen zullen we zo economisch mogelijk te werk gaan door te beginnen met de laatste vraag. We betogen dat de financiële structuur geen onveranderlijke grootheid is, maar endogeen reageert op veranderingen in het monetair beleid. Het heeft dan weinig zin om nog in te gaan op de twee eerder gestelde vragen.

1. Zie G. Carlino en R. DeFina, *The differential regional effects of monetary policy*, *Review of Economics and Statistics*, 1998, blz. 572-587.

*De eerste auteur is verbonden aan

Universiteit Nyenrode; de tweede auteur is werkzaam aan de Erasmus Universiteit Rotterdam. De auteurs danken Paul De Grauwe voor zijn opmerking.

Verschillen in looptijd

We richten onze aandacht op een voor het monetair beleid zeer belangrijk kenmerk van financiële structuur: de looptijdstructuur van kredieten en balansen. Studies van de Bank voor Internationale Betalingen laten grote verschillen zien in het aandeel korte versus lange termijn kredietverlening in de landen van de EU². Het hangt van de oorzaken van deze verschillen af, hoe snel ze zullen verdwijnen in euroland. We noemen hier de volgende verklaringen voor verschillen in looptijdstructuur.

Opportunistisch handelen

In de private sector kan schuld-financiering een manager in de verleiding brengen om meer risico te nemen. Schuldeisers wapenen zich tegen dit opportunistisch handelen door de looptijd van schuld te verkorten. Dit reduceert de gevoeligheid van de waarde van de schuld voor riskante projecten en verlaagt daarmee de prikkel voor de manager om dergelijke projecten te starten. Voor de publieke sector geldt hetzelfde, zeker als de staat de bankbiljettenpers beheert. Hoe hoger de omvang en looptijd van de staatsschuld, hoe groter de prikkel voor de overheid is om deze weg te infleren. Ook hier kan looptijdverkorting de prikkel temperen.

Kredietrantsoenering

In kredietmarkten trekken hoge rentestanden slechte risico's aan.

Deze ongewenste zelfselectie kan er toe leiden, dat banken de hoeveelheid krediet zullen beperken om niet te worden opgezadeld met al te veel slechte risico's (krediet rantsoenering). Empirisch onderzoek heeft voor dit verschijnsel tot nu toe weinig aanwijzingen gevonden. Een verklaring hiervoor is dat banken in de praktijk onderpand vragen, waardoor het kredietrisico kan worden beperkt. Sommige debiteuren, zoals bijvoorbeeld overheden, verlenen echter geen onderpand. In zulke gevallen kan de looptijdstructuur een alternatief bieden. Een korte looptijd trekt minder slechte risico's aan en biedt bovendien meer zekerheid aan de kredietverschaffer. Bij goed gedrag van de debiteur wordt het krediet doorgerold, terwijl het project tussentijds wordt gestopt als het niet loopt. Bij regelmatige herfinanciering van de staatsschuld kan de rente telkens worden aangepast aan de inflatie.

Beperkte vrijheid van handelen

Als debiteuren geen volledige vrijheid van handelen hebben, dan mag men verwachten dat ze schuld met een langere looptijd kunnen uitgeven. Er is enig bewijsmateriaal dat gereguleerde ondernemingen met minder zeggenschap over hun investeringen, zoals nutsbedrijven en lagere overheden, in staat zijn langer te lenen dan niet-gereguleerde ondernemingen³. Vanuit dit gezichtspunt zou een geloofwaardig stabiliteitspact kunnen leiden tot looptijdverlenging van de staatsschuld in verschillende EU-landen.

Belastingregime en wettelijk kader

De meeste belastingregimes bevoordelen het financieren niet vreemd vermogen vanwege de

afrekbaarheid van rentelasten. Vreemd vermogen heeft per definitie een beperkte looptijd, terwijl aandelen een onbeperkte looptijd bezitten⁴. Zodoende kunnen wet-

telijke regelingen een belangrijke rol spelen bij het bepalen van de financiële structuur. Het wettelijk

kader is overigens niet altijd exogeen bepaald: belastingregimes hangen bijvoorbeeld sterk af van de mate van inflatie.

In het navolgende identificeren we de financiële structuur met de looptijd van schuld. De looptijd is één van de belangrijkste karakteristieken van de financiële structuur, en is tevens in belangrijke mate bepalend voor de transmissie van het rentebeleid. Alle bovengenoemde verklaringen voor de looptijd van schuld hebben te maken met asymmetrische informatie, monopoliede macht en de onmogelijkheid om contracten op te stellen die perfect met alle contingenties rekening houden. In de empirie hieronder beperken we ons tot de macro-economische verklaringen. De door ons gekozen maatstaven - inflatie en de variabiliteit van inflatie - bepalen in hoge mate het macro-economische klimaat waarin de informatieproblemen kunnen opspelen.

Meer inflatie, kortere looptijd

Gegevens over de looptijdstructuur van de schuld van de private sector, de niet-financiële sector en de publieke sector zijn afkomstig van de Bank voor Internationale Betalingen en het Europees Monetair Instituut. Het gemiddelde en de standaarddeviatie van de inflatie zijn berekend op basis van jaar data over de periode 1975-1995. De steekproef bestaat uit in totaal 20 landen: alle vijftien EU-landen, Australië, Canada, Japan, Zwitserland en de Verenigde Staten. Niet alle gegevens zijn echter voor alle landen beschikbaar, waardoor het aantal waarnemingen kan variëren.

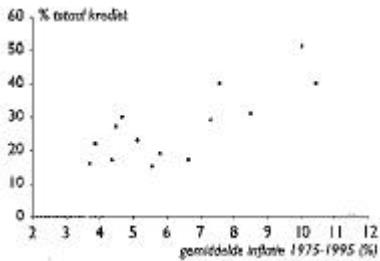
In figuur 1 tot en met 3 worden de volgende drie maatstaven voor looptijdstructuur afgezet tegen de gemiddelde inflatie: het percentage korte-termijn krediet in de private sector, het aandeel lange-termijn

schuld in de niet-financiële sector (als een percentage van het bbp) en het percentage korte-termijn

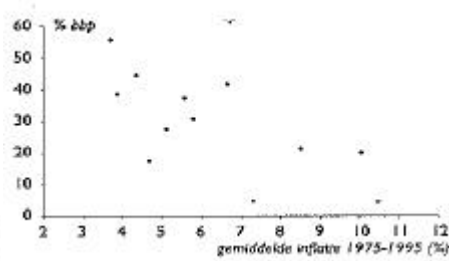
2. Zie C.E.V. Borio, Credit characteristics and the monetary policy transmission mechanism in fourteen industrial countries: Facts, conjectures and some econometric evidence, in K. Alders, K. Koedijk, C. Kool and C. Winder, *Monetary policy in a converging Europe*, Kluwer, 1996, blz. 77-115 en J.T. Kneeshaw, A survey of non-financial sector balance sheets in industrialised countries: Implications for the monetary policy transmission mechanism, *BIS Working paper* 25, 1995.

3. Zie M.J. Barciay en C.W. Smith, The maturity structure of corporate debt, *Journal of Finance*, 1995, blz. 609-631.

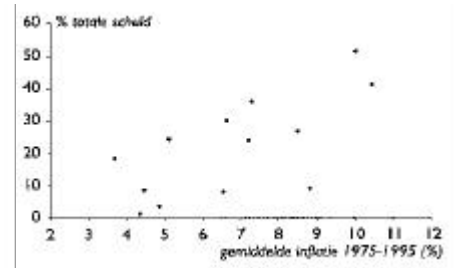
4. Engelse consols zijn de uitzondering die deze regel bevestigen.



Figuur 1.
Inflatie en
Korte-termijn
Krediet



Figuur 2.
Inflatie en
Lange-termijn
Krediet



Figuur 3
Inflatie en
Korte-termijn
Staatsschuld.

staatsschuld. De richting van de puntenwolven correspondeert met de theorie: een hoge inflatie gaat samen met relatief meer korte-termijn financiering en relatief minder lange-termijn financiering. De correlatiecoëfficiënten tussen inflatie en looptijd van een groot aantal schuldtitels bevestigen dat een hoge en variabele inflatie samen gaat met een korte looptijd⁵. De correlaties tussen de dwarsdoorsnede gemiddelden zeggen weliswaar niets over de causaliteit. Op grond van de bovengenoemde verklaringen is het echter aannemelijk dat de causaliteit loopt van inflatie en inflatie-onzekerheid naar looptijd en niet andersom. De grafieken verhelderen het verband tussen de financiële struc-

De looptijd van de schuld blijkt negatief te variëren met inflatie. Voorheen waren de landen van de EMU ieder onderworpen aan een eigen monetair beleid, hetgeen tot uiting kwam in grote verschillen in inflatie en looptijd. De EMU resulteert in een gelijkshakeling van het monetair beleid en van de inflatie. Op grond van het verband tussen inflatie en looptijd, verwachten wij dat de looptijd en daarmee de structuur van de financiële sector van de Europese landen convergeert. Door het vooruitkijkend gedrag is dit proces al voor de start van de monetaire unie begonnen. Zo waren de rentestanden elkaar al heel dicht genaderd lang voor de eerste januari. Het proces is natuurlijk nog niet voltooid, zoals de huidige fusiegolf in de bankwereld laat zien. Toegepast op de Emu, betekent dit dat verschillen in financiële structuur niet langer een obstakel vormen bij het voeren van een gemeenschappelijk monetair beleid, zoals veel auteurs beweren, maar overblijfselen zijn uit het pre-EMU tijdperk die verdwijnen zodra spelers op de kredietmarkten zich aanpassen aan de nieuwe situatie. We mogen dus verwachten dat een gemeenschappelijk monetair beleid resulteert in een homogene Europese financiële sector. Nu de bankbiljettenpers buiten het bereik van politici staat kan de inflatie laag blijven en de looptijd van schuld worden verlengd.

Hoe snel is snel?

Een voor de hand liggende repliek is dat de financiële structuur weliswaar endogeen reageert op het monetair beleid, maar dat dit erg lang kan duren. In de tussentijd zouden verschillen in financiële structuur de monetaire transmissie kunnen blijven verstoren. Er zijn twee redenen waarom wij den-

vaarwater terecht kwamen. Waar om zou het omgekeerde niet gebeuren? Ten tweede vertrouwen we erop dat concurrentie tussen Europese financiële instellingen als katalysator zal fungeren. Vorig jaar veroorzaakte een Britse bank - Abbey National Bank - een storm in de Italiaanse hypotheekmarkt door maar liefst twee procentpunten onder de Italiaanse hypotheektarieven te gaan zitten. Kort na de lancering van haar product kreeg de bank per dag 3000 informatieverzoeken van Italianen. De woordvoerder van Abbey National merkt op: "The Italian retail market is there for the taking. Een betere illustratie van het principe 'one market, one money' is nauwelijks te geven.

Toch is het te vroeg om op de lauweren te rusten. De Europese markt voor financiële dienstverlening is nog niet perfect geïntegreerd en we moeten beducht blijven voor de altijd aanwezige instincten van nationale regeringen om de binnenlandse markt af te schermen van de buitenlandse concurrentie zoals recentelijk weer eens duidelijk werd bij de overnamegevechten rond diverse Europese banken. Hier is een mooie taak weggelegd voor Neerlands tweespan. Het voltooiën van de interne markt voor financiële diensten behoort tot het takenpakket van Bolkestein. Maar ook Duisenberg zou zich als een voorvechter van financiële integratie in euroland moeten opwerpen, al staat dat niet expliciet in zijn functieomschrijving. Des te beter het tweespan deze taak vervult, des te minder last we hebben van verschillen in financiële structuur bij het uitvoeren van het monetair beleid.

Ivo Arnold en Casper de Vries

5. In I.J.M. Arnold and C.G.de Vries, Endogenous

tuur en het karakter van het monetair beleid. De financiële structuur is geen exogene grootheid, zoals in

veel studies over de EMU wordt aangenomen, maar reflecteert verschillen in de monetaire omgeving.

740

ken dat het juist heel snel kan gaan. Ten eerste hebben we in de jaren zeventig kunnen zien hoe

snel crediteuren tot looptijdverkorting overgingen toen de Westerse economieën in een inflatoir

financial structure and the transmission of ECB policy, *Tinbergen Institute discussion paper 99-02 1/2*, 1999, geven we statistische resultaten en nadere analyses voor zowel de kapitaalmarkten als de geldmarkt.

6. Zie *Financial Times*, UK bank stirs row over high cost of Italian mortgages, 29 april 1998.