

Welke rol speelt het Eurosysteem tijdens de financiële crisis ?

J. Boeckx⁽¹⁾

Inleiding

Nu reeds meer dan vijf jaar wordt de wereld geplaagd door een financiële en economische crisis. Vooral in het eurogebied lopen de spanningen hoog op sedert in een aantal landen de markten voor overheidsobligaties onder toenemende druk staan. Omdat de financiële situatie van de nationale overheden in het eurogebied nauw verbonden is met die van de ingezeten banksector, heeft deze overheidsschuldencrisis in een aantal eurolanden de problemen verscherpt die de banken ondervinden inzake toegang tot, en kosten van, financiering.

Derhalve confronteerde de financiële crisis de beleidsmakers in het eurogebied met een segmentatie van de financiële markten langsheen de nationale grenzen. Dit zorgde voor een duidelijke trendbreuk in de voortschrijdende financiële integratie die het, na de start van de derde fase van de EMU, mogelijk had gemaakt dat economische subjecten zich over de landsgrenzen heen vlot konden financieren. Deze desintegratie dreigde de financiële stabiliteit in gevaar te brengen en de goede transmissie van het monetair beleid in het eurogebied te verstoren; ze noopte het Eurosysteem ertoe ongekende maatregelen te nemen in het vlak van liquiditeitsverstrekking. Deze maatregelen waren erop gericht de negatieve financiële en macro-economische implicaties – in het bijzonder die voor de prijsstabiliteit – van slecht functionerende financiële markten te beperken. Op die manier ging het Eurosysteem een belangrijke rol spelen als financieel intermediair voor de banken en zelfs – in het licht van deze segmentatie van de financiële markten langsheen de nationale grenzen – voor de nationale banksectoren.

Dit artikel is als volgt opgebouwd. Het eerste hoofdstuk biedt een beknopt overzicht van de financiële en economische crisis die de wereldeconomie – en het eurogebied in het bijzonder – sinds de zomer van 2007 doormaakt. Dit moet de lezer in staat stellen de acties te begrijpen die het Eurosysteem sinds medio 2007 heeft ondernomen teneinde de financiële stabiliteit te waarborgen en op die manier de doelstelling van prijsstabiliteit te bereiken. De motivatie van deze maatregelen vormt het onderwerp van het tweede hoofdstuk. Daarin wordt ook dieper ingegaan op de risico's die dit beleid voor de centrale bank impliceert en wordt nagegaan in hoeverre het accommoderend beleid van het Eurosysteem negatieve bijwerkingen heeft. Als gevolg van het nauwe verband tussen de financiële gezondheid van de overheid en die van de ingezeten banksector is er langsheen de landsgrenzen een segmentatie van de financiële markten geweest en fungeert het Eurosysteem steeds meer als financieel intermediair voor de landen, waarbij het deze laatste een buffer biedt om de externe onevenwichten geleidelijk weg te werken (zie hoofdstuk 3). Het Eurosysteem laat op die manier de betrokken actoren de tijd om op een ordentelijke wijze de noodzakelijke structurele aanpassingen door te voeren, zodat de negatieve macro-economische repercussies van een al te snelle aanpassing zoveel mogelijk worden beperkt. Die structurele aanpassingen, waardoor het Eurosysteem zijn – momenteel aanzienlijke – rol als intermediair zou moeten kunnen afbouwen, worden in het laatste hoofdstuk toegelicht.

(1) De auteur dankt A. Bruggeman, H. Geeroms en I. Maes voor hun opmerkingen en suggesties betreffende dit artikel.

1. Een financiële crisis in drie fases

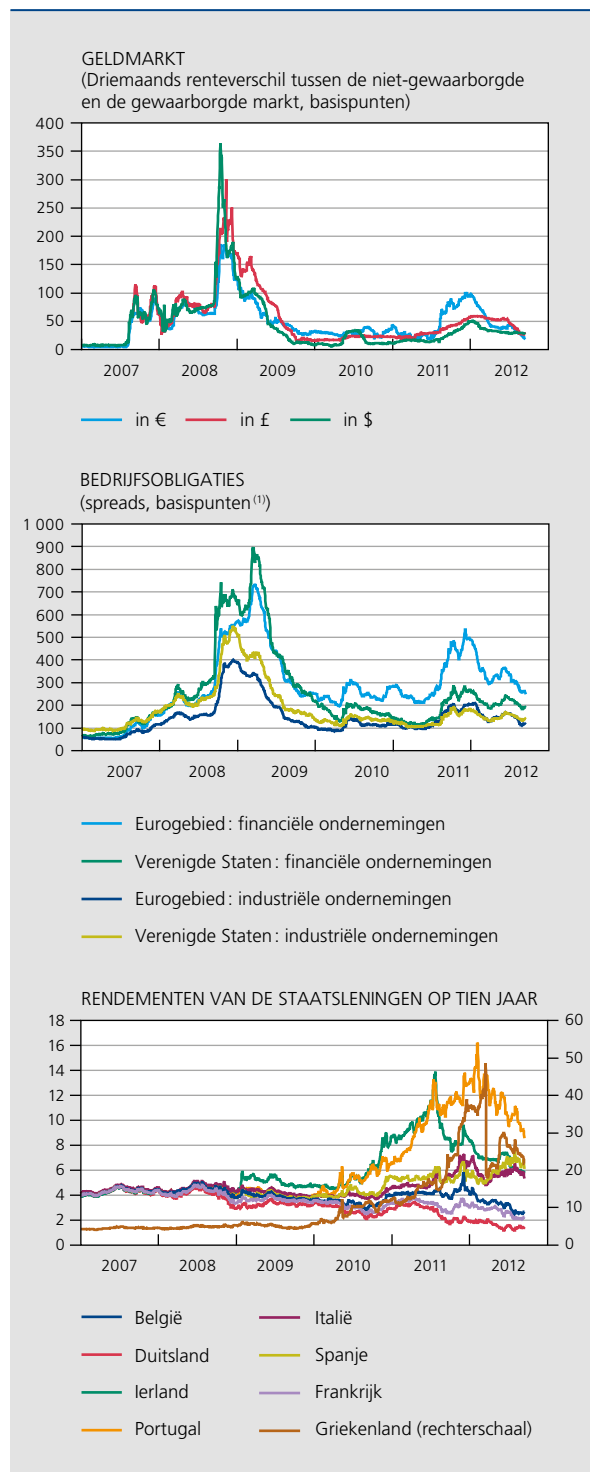
Dit korte hoofdstuk biedt een overzicht van de financiële en economische crisis die de mondiale economie reeds vijf jaar lang in haar greep houdt⁽¹⁾. Dit summier overzicht werpt een licht op de maatregelen die het Eurosysteem heeft genomen om de financiële en macro-economische stabiliteit – meer specifiek de prijsstabiliteit – te helpen vrijwaren.

De eerste tekenen van de financiële en economische crisis die de wereld – en het eurogebied in het bijzonder – vandaag doormaakt, werden in de zomer van 2007 op de wereldwijde geldmarkten zichtbaar nadat twijfels waren ontstaan omtrent de gezondheid van bepaalde marktpartijen, vooral die welke blootgesteld waren aan de verzwakte Amerikaanse vastgoedmarkt. De onzekere situatie op de financiële markten vertaalde zich voornamelijk in fors toenemende spreads tussen niet-gewaarborgde en gewaarborgde rentetarieven die banken bij onderlinge transacties aanrekenen.

De faillietverklaring, in september 2008, van de zakenbank Lehman Brothers luidde de tweede fase van de crisis in. Deze fase werd gekenmerkt door een ongekende toename van de spreads op de geldmarkten van de grote financiële centra. Ook de premies die financiële instellingen moesten betalen om zich op de obligatiemarkten te financieren, liepen verder op, een beweging die in de Verenigde Staten meer uitgesproken was. De VS werden dan ook als het epicentrum van de financiële onrust beschouwd. Bovendien bleef de reële economie kennelijk evenmin door de opstoot van financiële beroering gespaard, aangezien het vertrouwen van de economische subjecten wereldwijd slonk en de wereldhandel rake klappen kreeg. De daaropvolgende scherpe recessie had dan ook een weerslag op de financieringskosten van de niet-financiële ondernemingen. Tijdens deze periode van financiële paniek en recessie werden wereldwijd ingrijpende conventionele en niet-conventionele monetair-beleidsmaatregelen genomen (voor een overzicht, zie bijvoorbeeld Cordemans en Ide (2012)), terwijl ook het budgettaire beleid een sterk contracyclische koers voer. Hoewel hierdoor de reeds kwetsbare situatie van de overheidsfinanciën verder werd aangetast, wordt algemeen aangenomen dat de acties van de monetaire en budgettaire autoriteiten wereldwijd een Grote Depressie hebben afgewend en een relatief snel herstel van de wereldeconomie mogelijk hebben gemaakt (Ide, Boeckx en Cornille, 2009).

(1) Voor een meer gedetailleerde beschrijving van de ontwikkelingen tijdens de afgelopen vijf jaar, zie onder meer de jaarverslagen van de Bank voor Internationale Betalingen (BIS, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012b).

GRAFIEK 1 EEN FINANCIËLE, ECONOMISCHE EN OVERHEIDSSCHULDENCRISIS



Bron: Thomson Reuters Datastream.

(1) Spreads ten opzichte van, respectievelijk, Duits en Amerikaans overheidspapier.

Tegen de achtergrond van een – zij het eerder aarzelend – herstel van de wereldwijde economische bedrijvigheid en minder zware onrust op de financiële markten in het najaar van 2009 en in de loop van 2010, werd het

eurogebied in de lente van 2010 met nieuwe problemen geconfronteerd. De spanningen die eind 2009 in bepaalde landen van het eurogebied, in het bijzonder in Griekenland, op de markten voor overheidspapier waren ontstaan, sloegen in mei 2010 immers om in regelrechte paniek die de derde fase van de financiële en economische crisis inluidde, namelijk de overheidsschuldencrisis. Tijdens deze fase ondervonden blijkbaar niet alleen bepaalde soevereine emittenten problemen om zich tegen houdbare tarieven te financieren; dat bleek ook voor bepaalde banken opnieuw het geval te zijn. De meeste van die banken bevonden zich kennelijk in de landen waarvan de financieringskosten onder toenemende druk waren gekomen, wat verband hield met de sterke interactie tussen de financiële gezondheid van de overheid en die van de ingezeten banksector (zie, bijvoorbeeld, Merler en Pisani-Ferry (2012b) en hoofdstuk 3 van dit artikel).

2. Financiële stabiliteit: een noodzakelijke voorwaarde voor prijsstabiliteit

2.1 De maatregelen van het Eurosysteem in een notendop

Tussen de eerste tekenen van de financiële crisis in de zomer van 2007 en het verschijnen van dit artikel zette het Eurosysteem een scala aan middelen in om haar primaire doelstelling, namelijk het vrijwaren van prijsstabiliteit in het eurogebied, te kunnen bereiken. Essentieel in de overwegingen die aan deze beslissingen voorafgingen, was de overtuiging dat het vrijwaren van de financiële stabiliteit een belangrijke voorwaarde is om prijsstabiliteit te kunnen garanderen (Papademos, 2009). Een financiële crisis dreigt immers ook de financieringsmogelijkheden van de niet-financiële sector aan te tasten, wat neerwaartse druk uitoefent op de economische bedrijvigheid en, derhalve, op de prijsstabiliteit. Vooral in het eurogebied moest worden vermeden dat aanbodfactoren de bancaire kredietverlening al te sterk zouden aantasten, gelet op het belang van dat financieringskanaal voor de huishoudens en de niet-financiële ondernemingen in het eurogebied (ECB, 2009).

De monetairbeleidskoers werd in de loop van de crisis aanzienlijk versoepeld. Terwijl de centrale beleidsrente in augustus 2008 nog 4,25% bedroeg, werd ze in verschillende stappen verlaagd tot 0,75% in juli 2012. Ook in reële termen werd de monetairbeleidskoers veel meer accommoderend aangezien de inflatieverwachtingen – bijvoorbeeld afgemeten aan de resultaten van de door de ECB gehouden enquête bij professionele

voorspellers – zeer stabiel bleken, hoewel het verloop van de geobserveerde inflatie aanzienlijke schommelingen vertoonde die grotendeels toe te schrijven waren aan het verloop van de grondstoffenprijzen. De versoepeling van de monetairbeleidskoers helpt de macro-economische stabiliteit te vrijwaren, maar ze sorteert ook een positief effect op de financiële stabiliteit. De lagere beleidsrentes vertalen zich immers ook in lagere financieringslasten voor niet-financiële ondernemingen en huishoudens (zie, bijvoorbeeld, Cordemans en de Sola Perea (2011)). Een stabielere macro-economische omgeving zorgt er bovendien voor dat banken minder frequent met wanbetalingen worden geconfronteerd, wat hun rentabiliteit en hun mogelijkheden inzake kredietverlening ondersteunt.

De transmissie, naar de reële economie, van die aanzienlijk soepeler monetairbeleidskoers dreigde door de financiële onrust te worden verstoord, wat het Eurosysteem ertoe aanzette stapsgewijs maatregelen in te voeren waaraan wordt gerefereerd als een beleid van ‘verruimde kredietondersteuning’ (Trichet, 2009). Dat beleid bestaat uit vijf elementen die allemaal helpen de kredietverlening aan de reële economie te ondersteunen. Om te beginnen, werd besloten om in de liquiditeitsverstreckende herfinancieringstransacties alle biedingen toe te wijzen tegen een vaste rente, zodat de liquiditeitsverstrecking volledig door de vraag wordt gedreven. Een tweede element in het beleid van verruimde kredietondersteuning is de uitbreiding van de lijst van beleenbaar onderpand, die maakt dat solvabele banken geen beperkingen ondervinden om de noodzakelijke herfinanciering bij het Eurosysteem te verkrijgen. Ten derde werd de looptijd van de door het Eurosysteem verstrekte leningen in verschillende stappen verlengd, tot een maximale looptijd van drie jaar bij de transacties van december 2011 en februari 2012. Op die manier weten banken die het moeilijk hebben om zich voor de langere termijn op de markt te financieren, zich eveneens verzekerd van een alternatieve financiering op langere termijn. Omdat de toegang van bepaalde banken tot financiering in vreemde valuta onmogelijk of restrictief duur was geworden, kregen banken in het eurogebied ook de kans zich met vreemde valuta te bevoorraden bij het Eurosysteem dat hiertoe swaplijnen met andere centrale banken had opgezet. Een vijfde maatregel was het opstarten van twee programma's voor de aankoop van gedekte obligaties die voor financiële instellingen in het eurogebied een belangrijk financieringsinstrument zijn. Omdat de markten voor overheidsschulden een cruciale rol spelen in de monetaire transmissie werden ook dergelijke effecten aangekocht op de secundaire markt, meer bepaald wanneer de normale marktwerking ernstig verstoord bleek. Die aankopen gebeurden in het kader van het programma voor de effectenmarkten (SMP). Voor meer informatie over deze maatregelen, zie ECB (2011a).

Na de vergadering van de Raad van Bestuur van de ECB van 6 september 2012 werd een nieuw programma aangekondigd voor de aankoop van overheidspapier op de secundaire markt, namelijk de Outright Monetary Transactions (OMT). De belangrijkste verschillen ten opzichte van het SMP betreffen de strikte voorwaarden waaraan landen moeten voldoen vooraleer het Eurosysteem overgaat tot aankopen, de afwezigheid van ex ante limieten betreffende de omvang van de transacties, en de verduidelijking dat deze aankopen van het Eurosysteem op dezelfde manier behandeld zullen worden als die van de andere crediteuren. Tot slot zal er ook meer informatie worden gepubliceerd over het aangekochte overheidspapier.

2.2 Het Eurosysteem als intermediair voor de banken

De hierboven beschreven maatregelen van het Eurosysteem zijn erop gericht de problemen die banken ondervinden om zich via private kanalen te financieren, te helpen oplossen. Door de onzekerheid die zich van de financiële markten meester had gemaakt, stelden de marktpartijen zich immers terughoudend op om onder elkaar te handelen, wat scherp contrasteerde met de periode vóór de financiële crisis toen financiële instellingen onderling, via de interbancaire markt, vlot liquiditeitsoverschotten

uitleenden. Bovendien werd het voor bepaalde financiële instellingen ook moeilijker om zich via andere private kanalen te financieren, bijvoorbeeld via de uitgifte van schuldbewijzen of het aantrekken van retaildeposito's.

Grafiek 2 toont een vereenvoudigd systeem van financiële rekeningen, geïnspireerd op Bindseil en König (2011), dat verduidelijkt hoe een situatie van toegenomen onzekerheid omtrent de gezondheid van sommige banken het Eurosysteem ertoe noopt een grotere rol op zich te nemen als intermediair voor de banken: enerzijds wordt de centrale bank een *lender of last resort* voor de banken die door de markten als zwakker worden gepercipieerd terwijl ze, anderzijds, de overtollige fondsen van de als sterker beschouwde banken opneemt.

In dit voorbeeld komen huishoudens, niet-financiële ondernemingen, twee commerciële banken en het Eurosysteem voor. De huishoudens hebben hun reële activa gedeeltelijk verkocht aan de niet-financiële ondernemingen en houden de tegenwaarde van die verkopen aan als bankbiljetten en deposito's bij commerciële banken. De niet-financiële ondernemingen oefenen hun activiteiten uit door de reële activa die ze van de huishoudens hebben gekocht, in te zetten voor productieve activiteiten. Die aankopen van activa financieren ze met door de commerciële banken verleende kredieten. De beide banken die in deze economie actief zijn, verstrekken aan de

GRAFIEK 2 EEN GROTERE ROL VOOR HET EUROSISTEEM ALS CENTRALE TEGENPARTIJ VOOR BANKEN

Huishoudens			
Reële activa	10	Nettovermogen	100
Bankbiljetten	20		
Deposito's aangehouden bij bank A	55		
Deposito's aangehouden bij bank B	15		
Niet-financiële ondernemingen			
Reële activa	90	Krediet van bank A	45
		Krediet van bank B	45
Commerciële bank A			
Krediet aan niet-financiële ondernemingen	45	Deposito's van huishoudens	55
Interbancaire lening aan bank B	$20 - z$	Krediet van het Eurosysteem	$10 - \min(z, 10)$
Tegoeden bij het Eurosysteem	$\max(z - 10, 0)$		
Commerciële bank B			
Krediet aan niet-financiële ondernemingen	45	Deposito's van huishoudens	15
		Krediet van het Eurosysteem	$10 + z$
		Interbancaire lening van bank A	$20 - z$
Eurosysteem			
Krediet aan commerciële banken	$20 + \max(0, z - 10)$	Bankbiljetten	20
		Tegoeden van commerciële banken	$\max(z - 10, 0)$

niet-financiële ondernemingen eenzelfde kredietbedrag. Ze herfinancieren zich allebei voor eenzelfde (beperkt) bedrag bij de centrale bank, maar bank A beschikt over een sterkere depositobasis dan bank B⁽¹⁾. In de uitgangssituatie in dit voorbeeld, die verwijst naar de situatie vóór de financiële crisis, wordt ervan uitgegaan dat de interbancaire markt vlot functioneert en dat bank A haar overschot aan liquiditeiten uitleent aan bank B in de vorm van een interbancaire lening.

Omdat huishoudens bankbiljetten aanhouden, wordt de banksector in deze economie geconfronteerd met een liquiditeitstekort dat hij enkel bij het Eurosysteem kan herfinancieren. Het Eurosysteem herfinanciert de banksector dan ook ten belope van de biljettenomloop, die in dit eenvoudig voorbeeld overeenstemt met de geconsolideerde liquiditeitsbehoefte van de banksector. In dit voorbeeld wordt immers geen rekening gehouden met andere factoren die een impact hebben op deze geconsolideerde liquiditeitsbehoefte, bijvoorbeeld de aan de commerciële banken opgelegde reserveverplichtingen of de effecten die door de centrale bank worden aangehouden. In de uitgangssituatie houden beide commerciële banken dan ook geen tegoeden aan op hun rekening-courant bij de centrale bank.

Maakt bank A zich zorgen over de financiële gezondheid van haar tegenpartij – bijvoorbeeld vanwege de kwaliteit van de activa die deze tegenpartij op haar balans aanhoudt of vanwege haar sterke afhankelijkheid van interbancaire financiering –, dan kan ze besluiten haar interbancaire kredietverlening aan bank B af te bouwen, in voorkomend geval ten bedrage van z . Doordat de interbancaire financiering plotseling opdroogt, is bank B verplicht hetzij de actiefzijde van haar balans af te bouwen, hetzij op zoek te gaan naar alternatieve financiering. De eerste optie kan aanzienlijke macro-economische gevolgen hebben aangezien de financiële instellingen in dat geval verplicht worden hun kredietverlening aan de reële economie af te bouwen – wat in het voorbeeld het geval zou zijn – of effecten te verkopen. Dergelijke *fire sales* of paniekverkoop kunnen zware verliezen veroorzaken aangezien risicovollere effecten in periodes van financiële paniek doorgaans laag noteren. Bovendien kan op die manier een vicieuze cirkel ontstaan waarbij *mark-to-market* herwaarderingen van in prijs gedaalde activa aanleiding geven tot nieuwe paniekverkoop met verdere prijsdalingen tot gevolg (zie ook Shleifer en Vishny (2011)).

(1) In het voorbeeld herfinancieren zowel bank A als bank B zich bij het Eurosysteem, hoewel eerstgenoemde dat strikt genomen niet hoeft te doen aangezien ze over een voldoende grote depositobasis beschikt om haar activa te financieren. Het is echter mogelijk dat bank B – in tegenstelling tot bank A – niet over voldoende gepast onderpand beschikt om zich in ruimere mate bij de centrale bank te herfinancieren. In dat geval kan ze op de niet-gewaarborgde interbancaire markt financiering verkrijgen bij bank A die zodoende een potentieel rendabele activiteit kan uitbaten door voor bank B als *money center* te fungeren (zie ook Cassola, Holthausen en Lo Duca (2010)).

Om dergelijke ongewenste effecten op de macro-economische omgeving te vermijden, verschaft het Eurosysteem tijdens een financiële crisis extra kredieten aan bank B: in voorkomend geval gebeurt dat ten bedrage van z , het deel van de interbancaire lening dat bank A niet meer wenst te vernieuwen. Daar staat tegenover dat bank A in eerste instantie over een overschot aan liquiditeiten beschikt dat haar in staat stelt de herfinanciering die ze bij het Eurosysteem opneemt, af te bouwen. Zolang de afbouw van de interbancaire kredietverlening door bank A, ten belope van z , kleiner blijft dan haar herfinanciering bij het Eurosysteem, ten belope van 10, compenseert de afgenomen kredietverstrekking van het Eurosysteem aan bank A het toegenomen beroep op de centrale bank als financieringsbron door bank B. In dat geval zal de centralebankbalans dan ook niet langer worden. Wordt de interbancaire lening evenwel met méér dan 10 teruggeschroefd, dan beschikt bank A (zelfs nadat ze haar beroep op centralebankherfinanciering volledig heeft stopgezet) over een liquiditeitsoverschot dat ze bij de centrale bank zal plaatsen. In het voorbeeld vertaalt dit zich in omvangrijker tegoeden van commerciële banken bij het Eurosysteem, die de vorm aannemen van tegoeden op de rekening-courant bovenop de verplichte reserves of van een beroep op de depositofaciliteit. Tot vóór 11 juli 2012 leverde deze laatste immers nog een beperkte vergoeding op, in tegenstelling tot de overreserves op de rekening-courant die niet worden vergoed (zie ook Boeckx en Ide (2012)). Tijdens de vergadering van de Raad van Bestuur van de ECB van 5 juli 2012 werd besloten de leidinggevende rentetarieven met 25 basispunten te verlagen, wat de rente op de depositofaciliteit terugbracht tot 0%. Vanuit rendementsoogpunt werden de rekening-courant en de depositofaciliteit aldus evenwaardig.

Dit voorbeeld – dat gemakkelijk kan worden uitgebreid met andere schokken in de private financiering, zoals problemen om schuldbewijzen uit te geven of een uitstroom van retaildeposito's, die soortgelijke repercussies hebben op de centralebankbalans – toont aan hoe financiële onrust er kan voor zorgen dat het Eurosysteem een belangrijker rol gaat spelen als intermediair voor de banken. Ingeval de liquiditeitsschokken waardoor individuele banken worden getroffen, groot zijn, kan zich dat bovendien vertalen in een langere centralebankbalans waarbij het Eurosysteem bepaalde banken meer liquiditeiten verstrekt en het, terzelfder tijd, banken met een overschot de mogelijkheid biedt dat overschot bij de centrale bank te plaatsen.

Geaggregeerde balansgegevens voor de sector van de monetaire financiële instellingen (MFI's) van het eurogebied (exclusief het Eurosysteem) tonen inderdaad aan hoe de interbancaire kredietverlening in het najaar

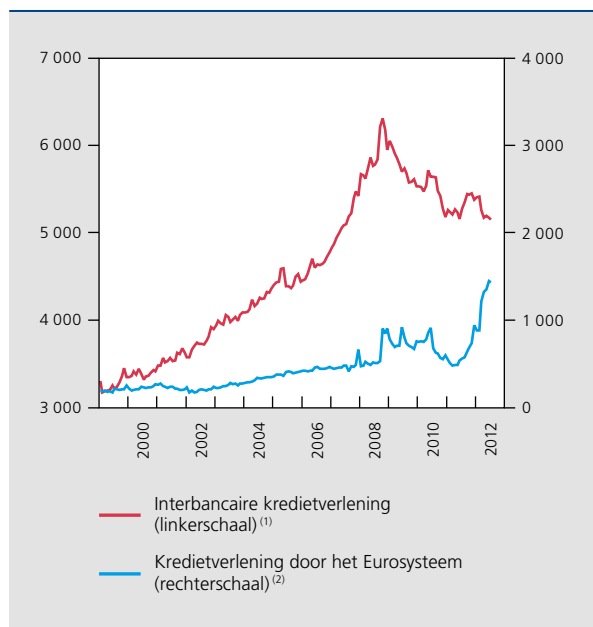
van 2008 omsloeg⁽¹⁾. Nadat de door MFI's aan andere MFI's toegekende kredieten tussen het eerste kwartaal van 2006 en het derde kwartaal van 2008 met gemiddeld zowat 11% per jaar waren toegenomen, daalde de interbancaire kredietverlening met gemiddeld zowat 3% per jaar, ondanks enkele – veeleer kortstondige – periodes waarin de banken opnieuw meer bereid bleken om onderling liquiditeiten te verhandelen. De gestage krimp van het interbancair verkeer is dan ook het gevolg van een aanhoudend wantrouwen tussen de financiële instellingen.

De tegenpost van deze slecht functionerende interbancaire markt – maar ook van de moeilijkheden die bepaalde banken ondervinden om zich via andere private kanalen te financieren – is het toegenomen beroep op herfinanciering door het Eurosysteem dat in de nasleep van het bankroet van Lehman Brothers scherp toenam. De som van de via basis- en langerlopende herfinancieringstransacties toegekende bedragen, het beroep op de marginale beleningsfaciliteit en de andere vorderingen in euro die het Eurosysteem op de ingezeten banken heeft

(in het bijzonder ELA), nam toe van gemiddeld € 503 miljard in de eerste negen maanden van 2008 tot € 883 miljard in het laatste kwartaal van dat jaar. Nadat de eerste herfinancieringstransactie met een looptijd van één jaar in juni 2010 op vervalddag kwam, zette het beroep op het Eurosysteem als bron van financiering een neerwaartse tendens in. Door de opflakking van de overheidsschuldencrisis vanaf medio 2011 nam de kredietverlening door het Eurosysteem echter opnieuw toe, vooral nadat de twee langerlopende herfinancieringstransacties van december 2011 en februari 2012 de banken in het eurogebied verzekerden van een € 1,1 miljard belopende financiering met een looptijd van drie jaar. Op die manier kregen banken inderdaad de mogelijkheid hun activiteiten tijdens de komende drie jaar tegen aantrekkelijke voorwaarden te financieren. Na de toewijzing van deze beide langerlopende herfinancieringstransacties nam het uitstaand bedrag aan interbancaire leningen dan ook opnieuw af, aangezien banken deze fondsen gedeeltelijk aanwendden om hun afhankelijkheid van interbancaire financiering te verkleinen. Hierdoor worden ze immers minder onderhevig aan de soms volatiele voorwaarden op de interbancaire markt en 'kopen' ze tijd om de noodzakelijke aanpassingen in hun balansen door te voeren.

GRAFIEK 3 INTERBANCAIRE KREDIETVERLENING IN HET EUROGEBIED EN KREDIETVERLENING DOOR HET EUROSYSTEEM

(in € miljard, maandgegevens)



Bronnen: ECB, Thomson Reuters Datastream en eigen berekeningen.

(1) De interbancaire kredietverlening wordt berekend als het verschil tussen, enerzijds, de deposito's die bij MFI's (exclusief het Eurosysteem) aangehouden worden door andere MFI's (inclusief het Eurosysteem) van het eurogebied en, anderzijds, de som van de posten 'leningen van het Eurosysteem aan kredietinstellingen van het eurogebied in euro' en 'andere vorderingen op kredietinstellingen van het eurogebied in euro' van de geconsolideerde weekstaat van het Eurosysteem.

(2) De reeks geeft de som weer van de posten 'leningen van het Eurosysteem aan kredietinstellingen van het eurogebied in euro' en 'andere vorderingen op kredietinstellingen van het eurogebied in euro' van de geconsolideerde weekstaat van het Eurosysteem.

2.3 Welke risico's zijn aan deze acties van de centrale bank verbonden?

De hierboven beschreven maatregelen van het Eurosysteem gaan met een aantal risico's gepaard, net zoals dat het geval is voor vele andere centrale banken die soortgelijke – zij het op de specifieke noden van hun respectieve economieën toegespitste – acties hebben ondernomen. Enerzijds impliceert de toegenomen liquiditeitsverstrekking aan de financiële sector onvermijdelijk zwaardere financiële risico's voor de centrale bank terwijl, anderzijds, de grotere rol die deze laatste op zich neemt teneinde de macro-economische en financiële stabiliteit te ondersteunen, een aantal ongewenste neveneffecten kan sorteren waar op langere termijn maatschappelijke kosten aan verbonden zijn.

2.3.1 Financiële risico's voor de centrale bank

Bindseil (2011) stelt dat een centrale bank een afweging moet maken tussen, enerzijds, het comfort dat ze financiële instellingen biedt op het vlak van liquiditeitsverstrekking en, anderzijds, het beperken van de financiële risico's

(1) Deze geaggregeerde MFI-gegevens dienen omzichtig te worden geïnterpreteerd, aangezien deze leningen tussen MFI's ook transacties binnen bankengroepen omvatten zodat bijvoorbeeld herstructureringen van grote banken de statistieken kunnen beïnvloeden (ECB, 2010).

die zij op haar balans neemt. Door tijdens een financiële crisis op te treden als centrale tegenpartij tussen banken en aldus financiële instellingen van voldoende liquiditeiten te verzekeren, neemt de centrale bank immers financiële risico's op haar balans die de private sector – althans tijdelijk – niet wenst te nemen. Dit inzicht werd reeds geformuleerd door auteurs in de negentiende eeuw, bijvoorbeeld Bagehot (1873). Tijdens een financiële crisis heeft een centrale bank evenwel goede redenen om banken voldoende liquiditeitsondersteuning te bieden en als gevolg daarvan meer financiële risico's op haar balans te tolereren (Bindseil, 2011).

Als gevolg van de financiële crisis is de private sector niet langer bereid bepaalde risico's te dragen. Mocht de centrale bank in een dergelijke situatie evenmin bereid worden gevonden om meer risico's op haar balans te nemen teneinde op die manier haar eventuele verliezen te beperken, dan zal de economie zeer waarschijnlijk evolueren naar een *bad equilibrium* waarin het uiteindelijk verlies voor alle partijen, inclusief de centrale bank, groter zal uitvallen. Ook in het minder extreme geval kunnen de liquiditeitsproblemen van financiële instellingen aanzienlijke negatieve externaliteiten hebben – bijvoorbeeld paniekverkopen of een al te bruuske afbouw van de kredietverlening aan de reële economie – en het voor de centrale bank onmogelijk maken haar doelstelling te bereiken. In het geval van het Eurosysteem zou een wijdverspreide financiële paniek als gevolg van liquiditeitsproblemen in een deel van de banksector immers een aanzienlijke negatieve impact hebben op de economische bedrijvigheid en derhalve gepaard gaan met neerwaartse risico's voor de prijsstabiliteit. Daarnaast is de centrale bank het enig economisch subject dat niet door liquiditeitsproblemen kan worden getroffen aangezien ze het monopolie heeft op de uitgifte van het meest liquide betaalinstrument, namelijk het basissgeld. Daarom is het zinvol dat, bij een plotse voorkeur van de private sector om zijn blootstelling aan minder liquide activa af te bouwen, een centrale bank tijdelijk meer liquide middelen ter beschikking stelt in ruil voor minder liquide activa.

Bovendien past het Eurosysteem een aantal maatregelen toe ter beheersing van de risico's die met de liquiditeitsverstrekking gepaard gaan. Om te beginnen, moeten alle transacties gedekt worden door gepast onderpand waarop surpluspercentages (*haircuts*) worden toegepast. Een surpluspercentage van, bijvoorbeeld, 10 % betekent dat banken bij afgifte van onderpand met een marktwaarde van € 100 slechts herfinanciering ten belope van € 90 krijgen. Daarnaast dienen banken, via het systeem van margestortingen (*margin calls*), ook extra onderpand ter beschikking te stellen indien de marktwaarde van het neergelegde onderpand tijdens de looptijd van een

transactie daalt. Ten slotte worden ook limieten gesteld aan het gebruik van ongedekte schuldinstrumenten. Hierbij zij erkend dat striktere maatregelen ter beheersing van de financiële risico's in principe gepaard gaan met minder soepele voorwaarden inzake liquiditeitsverstrekking. Het is dan ook de taak van de centrale bank om, afhankelijk van haar voorkeuren en randvoorwaarden, te bepalen aan welke combinatie van financiële risico's en liquiditeitscomfort ze binnen de haalbare mogelijkheden de voorkeur geeft (Bindseil, 2011).

In dat verband zij aangestipt dat het Eurosysteem sedert de start van de financiële crisis haar onderpandbeleid in verschillende opzichten heeft gewijzigd. Algemeen kan worden gesteld dat zij sedert de verscherping van de financiële crisis in september 2008, de reeds lange lijst van beleenbaar onderpand heeft uitgebreid, maar dat ze tegelijkertijd hoge surpluspercentages is gaan toepassen op bepaalde, als meer risicovol beschouwde, activa. Daardoor moet het Eurosysteem zijn risicoblootstelling subtieler kunnen moduleren en aldus de optimale combinatie van liquiditeitsondersteuning en risicoblootstelling kunnen bereiken.

2.3.2 Negatieve bijwerkingen van een aanhoudend soepel monetair beleid

De grotere rol die de centrale banken wereldwijd op zich hebben genomen in de vorm van reeds geruime tijd lage rentetarieven en ook als prominente financieel intermediairs in de economie, kan ook andere dan de hierboven besproken louter financiële risico's impliceren. Verschillende auteurs en beleidsmakers (zie, bijvoorbeeld, Hannoun, (2012)) wijzen erop dat de mogelijkheden van het monetair beleid om de huidige problemen op te lossen, niet onbegrensd zijn en dat de ingrijpende monetairbeleidsacties gepaard kunnen gaan met ongewenste neveneffecten. Op langere termijn kunnen ze zodoende de centrale banken, maar evenzeer de overige economische subjecten, voor nieuwe en mogelijk grotere problemen plaatsen dan die waar ze vandaag mee worden geconfronteerd. In het bijzonder voor de centrale banken bestaat het risico dat hun reputatie wordt aangetast indien economische subjecten al te hoge verwachtingen koesteren ten aanzien van de resultaten van hun acties, verwachtingen die vervolgens niet kunnen worden bewaarheid.

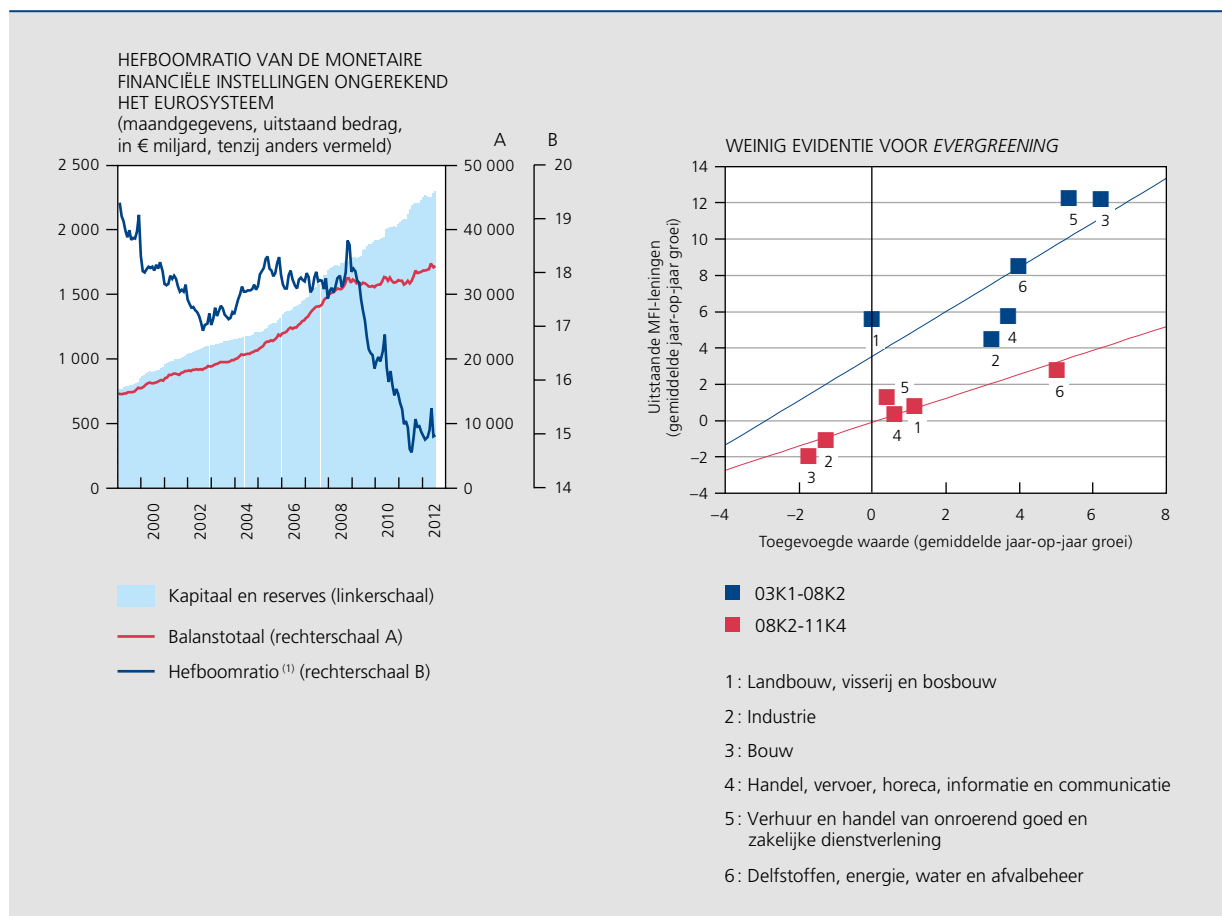
Cordemans en Ide (2012) verwijzen naar een breed scala aan potentiële risico's die gepaard kunnen gaan met een langdurig accommoderend monetair beleid. Specifiek voor de banksector kunnen een aantal risico's worden geïdentificeerd die op een meer of minder rechtstreekse wijze het gevolg zijn van het lagerentebeleid en van de

omvangrijker centralebankbalansen. Om te beginnen, bestaat het risico dat de balansen van de financiële instellingen onvoldoende worden gesaneerd. Hoewel de acties van het Eurosysteem erop gericht zijn te vermijden dat de balansen van commerciële banken al te bruusk worden aangepast, moeten de noodzakelijke ingrepen toch geleidelijk gebeuren. In het bijzonder dienen banken hun eigen vermogen te versterken om aldus beter bestand te zijn tegen schokken en minder afhankelijk te worden van volatiele schuldfinanciering. Maar door de lage rente en een lage drempel tot financiering bij de centrale bank bestaat het risico dat banken deze kapitaalsverhogingen gaan uitstellen, temeer daar bankkapitaal duur is in een context van voor financiële instellingen lage marktnoteringen.

Uit gegevens tot en met medio 2012 blijkt echter dat dit risico zich tot dusver niet heeft voorgedaan. De hefboomratio van de banksector van het eurogebied is immers gedaald van zowat 18,5 in het laatste kwartaal van 2008 tot ongeveer 15 in de eerste zes maanden van 2012. Volgens

deze maatstaf is de banksector van het eurogebied sinds de start van de derde fase van de EMU nooit zo weinig afhankelijk geweest van schuldfinanciering. Deze daling van de hefboomratio is het resultaat van een minder uitgesproken toename van het geaggregeerde balanstotaal van de banksector, maar vooral van het aantrekken van vers kapitaal. In de herkapitalisatieplannen die banken in januari 2012 bij de EBA hebben ingediend, hebben zij dat ook zo aangegeven. Uit de in juli 2012 gepubliceerde resultaten van die herkapitalisatieronde is dan ook gebleken dat de versterking van de kapitaalratio door de grote Europese banken voor zowat 76% gebeurd is door kapitaalversterkende maatregelen, zodat maatregelen met betrekking tot de activa van de banken een veel kleinere bijdrage hebben geleverd (EBA, 2012). Bovendien is gebleken dat deze laatste maatregelen slechts een beperkte weerslag hebben gehad op de prijzen van activa of op de kredietverlening, aangezien andere financiële spelers de financieringsactiviteiten van banken ten minste gedeeltelijk hebben overgenomen (BIS, 2012a).

GRAFIEK 4 STRUCTURELE AANPASSINGEN NA HET UITBREKEN VAN DE FINANCIËLE CRISIS



Bronnen: ECB, Eurostat, Thomson Reuters Datastream en eigen berekeningen.

(1) De hefboomratio wordt berekend als de verhouding van het balanstotaal over het kapitaal en de reserves.

Vervolgens zij aangestipt dat een accommoderend monetair beleid – zowel wat de monetairbeleidskoers als wat de voorwaarden inzake liquiditeitsverstrekking betreft – commerciële banken er kan toe aanzetten problematische kredieten niet af te schrijven, maar kredietnemers veeleer de kans te bieden hun leningen tegen een lage rente te verlengen (BIS, 2012b). Die lage rente betekent immers dat ze hun uitstaand krediet kunnen herfinancieren met slechts beperkte rentelasten en geringe kapitaalaflossingen. Op die manier kunnen banken het erkennen van verliezen uitstellen, wat aan hun winstgevendheid op korte termijn ten goede komt. Aan deze praktijk zijn op z'n minst twee nadelen verbonden. Ten eerste bestaat het risico op een inferieure allocatie van krediet in de economie met efficiëntieverlies tot gevolg. En ten tweede kunnen banken afgesneden worden van private financiering, wanneer tegenpartijen de kwaliteit van de activa van de bank betwisten ingeval er weinig transparantie bestaat over de omvang van dergelijke vernieuwde kredieten aan weinig solvabele kredietnemers.

Over de omvang van dit fenomeen van *evergreening* in het eurogebied tijdens de huidige financiële crisis is de literatuur beperkt, in tegenstelling tot die over de aanhoudende periode van lage nominale rentetarieven in Japan. Caballero, Hoshi en Kashyap (2008), bijvoorbeeld, tonen inderdaad aan dat insolvabele bedrijven krediet zijn blijven ontvangen, wat de winstgevendheid – en dus ook de markttoegang, de investeringen en de werkgelegenheidscreatie – van gezondere bedrijven onder druk heeft gezet. Wat het eurogebied betreft, geven Albertazzi en Marchetti (2010) aan dat *evergreening* van leningen door kleinere en minder sterk gekapitaliseerde Italiaanse banken een rol kan hebben gespeeld tijdens de zes maanden die volgden op het faillissement van Lehman Brothers. De OESO (OECD, 2012) oordeelt dat, voor een aantal Europese economieën, het aandeel van de niet-performante leningen in het totale aantal uitstaande leningen in 2009 vergelijkbaar was met dat van het begin van de jaren 2000, ondanks een duidelijk betere conjuncturele situatie in deze laatste periode. Dit kan verband houden met een beter risicobeheer, maar het kan ook wijzen op een terughoudendheid vanwege de banken om op slechte leningen verliezen te nemen.

Vier jaar na de verscherping van de economische crisis lijkt het zinvol om op basis van een eenvoudige oefening na te gaan of er aanwijzingen zijn dat het accommoderend monetair beleid ertoe geleid heeft dat slecht presterende bedrijfstakken leningen zijn blijven ontvangen ten koste van sneller groeiende bedrijfstakken. Zowel voor een periode van ongeveer vijf jaar vóór de start van de crisis als voor een periode van zowat drie jaar ná het faillissement van Lehman Brothers, wordt in het kader van

die oefening nagegaan wat het verband is tussen de gemiddelde jaar-op-jaar groei van de toegevoegde waarde van een staal van zes bedrijfstakken en de gemiddelde jaar-op-jaar groei van de aan die bedrijfstakken toegekende leningen. Hieruit blijkt dat er vóór de crisis een sterk positief verband bestond tussen de economische groei die een bedrijfstak liet optekenen en de aan die bedrijfstak verstrekte leningen. Vooral in de bouwsector en in de branche die vastgoedactiviteiten en zakelijke dienstverlening omvat, lieten beide variabelen een forse groei optekenen. Tijdens de crisisperiode is de situatie in deze bedrijfstakken evenwel omgeslagen: de gemiddelde jaar-op-jaar groei van de branche vastgoedactiviteiten en zakelijke dienstverlening vertraagde tot zowat 0,4%, terwijl de toegevoegde waarde van de bouwsector tussen het tweede kwartaal van 2008 en het einde van 2011 zelfs afnam. *Evergreening* leek in die periode weinig voor te komen, aangezien deze bedrijfstakken ook de hun toegestane leningen zagen slinken of aanzienlijk minder snel groeien. Het zijn vooral de sneller groeiende bedrijfstakken die meer leningen toegekend kregen. De regressiecoëfficiënt en de constante zijn wél kleiner dan vóór de crisisperiode, wat te rijmen valt met een aanbodeffect op de kredietverlening in het eurogebied.

Ten derde bestaat het risico dat het probleem van *asset encumbrance* scherper wordt gesteld door het fors toegenomen beroep op de centrale bank als financieringsbron (ECB, 2012c). Reeds vroeg tijdens de financiële crisis werd op de interbancaire markt een verschuiving vastgesteld van niet-gewaarborgde naar gewaarborgde transacties (ECB, 2012b). Hoewel banken hierdoor de mogelijkheid hebben gekregen zich via de markt te blijven financieren, bestaat het gevaar dat door dit groter beroep op gewaarborgde financiering een terugkeer naar de niet-gewaarborgde markt wordt bemoeilijkt. Doordat een groter deel van de activa van de financiële instelling op die manier als onderpand bezwaard is (*encumbered*), blijft, bij een eventuele wanbetaling door de financiële instelling, immers een kleiner aandeel activa over ter compensatie van de niet-gewaarborgde kredietverleners. Dit probleem wordt nog verergerd door de acties van het Eurosysteem. Alle herfinanciering die banken bij het Eurosysteem opnemen, moet immers gedekt worden door onderpand. Daarnaast heeft het Eurosysteem twee programma's opgezet voor de aankoop van gedekte obligaties; dankzij deze programma's heeft de markt voor gedekte schuldbewijzen een stimulans gekregen. De daaropvolgende toename van primaire uitgaven van deze instrumenten (ECB, 2012b) betekent eveneens dat meer activa van de banken als onderpand worden geblokkeerd. Het IMF (2012b) stelt inderdaad dat het aandeel van de bankactiva die door onderpand zijn bezwaard, tussen 2007 en februari 2012 in het eurogebied

gestegen is van zowat 8 tot 10% met aanzienlijk grotere toenames in sommige landen die zwaar door de crisis werden getroffen.

Tot slot hebben sommige banken de door het Eurosysteem verschaft liquiditeiten kennelijk aangewend om aankopen van overheidspapier te financieren, in het bijzonder van schuldbewijzen die zijn uitgegeven door de binnenlandse overheid (IMF, 2012a). Dat was zeker het geval na de twee transacties met een looptijd van drie jaar die eind 2011 en begin 2012 werden verricht. Hierdoor ontstaat het gevaar dat de mogelijke besmetting tussen de overheid en de ingezeten banksector nog groter wordt.

3. De bufferfunctie van het Eurosysteem bij het herstellen van de externe onevenwichten in het eurogebied

3.1 Van bankencrisis naar landencrisis

In verschillende landen van het eurogebied bevond zowel de ingezeten banksector als de overheid zich bij het begin van de financiële crisis in een kwetsbare financiële situatie. Dit kan niet los worden gezien van de macro-economische externe onevenwichten die deze landen in de eerste tien jaar van de monetaire unie hadden opgebouwd. In het decennium dat aan de financiële crisis voorafging, verslechterde in een aantal landen van het eurogebied immers de brutoschuldpositie van, afhankelijk van het beschouwde land, de overheidssector, de private sector of van beide. Dat maakte deze landen sterk afhankelijk van buitenlandse financiering⁽¹⁾, een proces waarin de ingezeten banksector een belangrijke rol speelde.

Tegen de achtergrond van een verslechtering van hun concurrentievermogen – die zich bijvoorbeeld vertaalde in een snellere stijging van de loonkosten per eenheid product – en een opmerkelijke toename van de binnenlandse vraag, werden enkele landen van het eurogebied – zoals Portugal en Griekenland – geconfronteerd met een aanhoudend negatief saldo op hun lopende rekening en met een verslechterende internationale

netto-investeringspositie (De Prest, Geeroms en Langenus, 2012). Andere landen – bijvoorbeeld Ierland – hadden minder zware tekorten op hun lopende rekening, maar ook zij bleken sterk afhankelijk van buitenlandse financiering. Dat had te maken met de aanzienlijke grensoverschrijdende kapitaalstromen die gepaard gingen met een omvangrijke en internationaal actieve financiële sector. Verderop in dit artikel worden alle eurolanden die zwaar afhankelijk zijn van internationale financiering – dus ook Ierland – bestempeld als deficitlanden. Omgekeerd zagen enkele andere eurolanden hun concurrentiepositie fors verbeteren, waardoor ze, mede dankzij een erg matig groeiende binnenlandse vraag, aanzienlijke overschotten op hun lopende rekening konden boeken en een sterke nettocrediteurpositie wisten op te bouwen.

Tijdens de eerste jaren van de derde fase van de EMU werd heel wat vooruitgang geboekt inzake de financiële integratie in het eurogebied en ondervonden de deficitlanden geen problemen om zich via de internationale financiële markten te financieren. Dit kwam doordat spaaroverschotten in de surpluslanden vlot doorstroomden naar de deficitlanden. De voortschrijdende financiële integratie nam verschillende vormen aan (ECB, 2012b). Het grensoverschrijdend bezit van aandelen en andere effecten nam toe, terwijl ook banken steeds meer leningen verschaften aan de niet-financiële sector van andere eurolanden, hoewel dit laatste verschijnsel eerder beperkt bleef⁽²⁾. Tot slot financierden ook banken zich in toenemende mate bij tegenpartijen uit andere landen van het eurogebied, bijvoorbeeld via interbancaire deposito's of via de uitgifte van bankschuld. De directe buitenlandse investeringen – doorgaans een stabiele bron van buitenlandse financiering – vertegenwoordigden evenwel slechts een klein aandeel van de financiering van de deficitlanden (EC, 2006).

Naarmate de financiële crisis aanhield, begon de financiële integratie in het eurogebied evenwel af te brokkelen. De marktdeelnemers gingen zich immers vragen stellen bij de houdbaarheid van de schulden van sommige landen, in het bijzonder de overheidsschulden. De financiële crisis was immers niet zonder gevolgen gebleven voor de overheidsfinanciën van sommige landen van het eurogebied, die reeds vóór de financiële crisis kwetsbaar waren gebleken. Als reactie op de zware recessie na het bankroet van Lehman Brothers voerden zij immers niet alleen een contra-cyclisch budgettair beleid; ze waren ook verplicht hun ingezeten banken financieel te ondersteunen. Bij ontstentenis van een Europese structuur om dat te doen, is de ingezeten banksector immers in hoge mate aangewezen op de nationale overheid voor maatregelen inzake financiële steun. Hierdoor kunnen problemen in de banksector de financiële gezondheid van een overheid in het gedrang brengen.

(1) Een vlot beroep op externe financiering in geval van schokken of in een *catching-up* fase is uit welvaarts oogpunt uiteraard positief. Het feit dat er geen wisselkoersrisico bestond, wat een positieve impact op de financiële integratie had, was dan ook een belangrijk motief om de EMU op te zetten. Meer financiële integratie moet op zijn beurt economische subjecten de kans bieden om op een grotere markt de risico's te diversifiëren en de intertemporele allocatie van de consumptie te optimaliseren. Blijkbaar werd de kapitaalinvloed echter niet alleen aangewend om tijdelijke schokken op te vangen of om productieve investeringen te doen, maar werd hij ook door minder gunstige factoren gedreven (EC, 2006).

(2) In het eerste kwartaal van 2009 bereikte het aandeel van de grensoverschrijdende leningen van MFI's aan niet-MFI's binnen het eurogebied een hoogtepunt dat echter slechts 5,4% bedroeg.

Bovendien is er een wederzijdse beïnvloeding tussen die beide sectoren. Overheidspapier maakt doorgaans een groot aandeel uit van de activa die door banken worden aangehouden. Deze activaklasse werd immers als veilig beschouwd, wat zich vertaalde in de lage risicoweging die regulatoren en marktpartijen eraan toekenden. Na de verscherping van de financiële crisis in het najaar van 2008 gingen de banken van het eurogebied zich dan ook – in het licht van dat risico-‘arme’ profiel en tegenovergesteld aan de tendens van de voorgaande jaren – in hogere mate blootstellen aan overheidspapier. Tijdens de eerste fase van de crisis nam het aandeel van de eigen soevereine staat in de aangehouden effecten bovendien toe (ECB, 2012b). Op die manier werd de ingezeten banksector op rechtstreekse wijze kwetsbaar voor een verslechtering van de financiële gezondheid van de overheid, aangezien de banken als gevolg van de dalende koersen van overheidspapier verlies leden en meer moeilijkheden ondervonden om zich via de gewaarborgde markt te financieren. Op deze markt zijn overheidsobligaties immers een belangrijke onderpandklasse. Daarnaast is ook een meer indirecte besmetting mogelijk van de overheid naar de ingezeten banksector. Beschouwen

investeerders de financiële instellingen van een jurisdictie – louter vanwege de precare budgettaire situatie van de overheid – als minder sterk, dan kan dit een zichzelf voedend en bevestigend proces op gang brengen waarbij de toegang tot marktfinanciering van die instellingen in het gedrang komt. Merler en Pisani-Ferry (2012b) stellen aan de hand van de noteringen van CDS-contracten vast dat het verband tussen het gepercipieerde risico op wanbetaling van, enerzijds, banken en, anderzijds, overheden sedert begin 2011 in het eurogebied, anders dan in de Verenigde Staten, hechter is geworden.

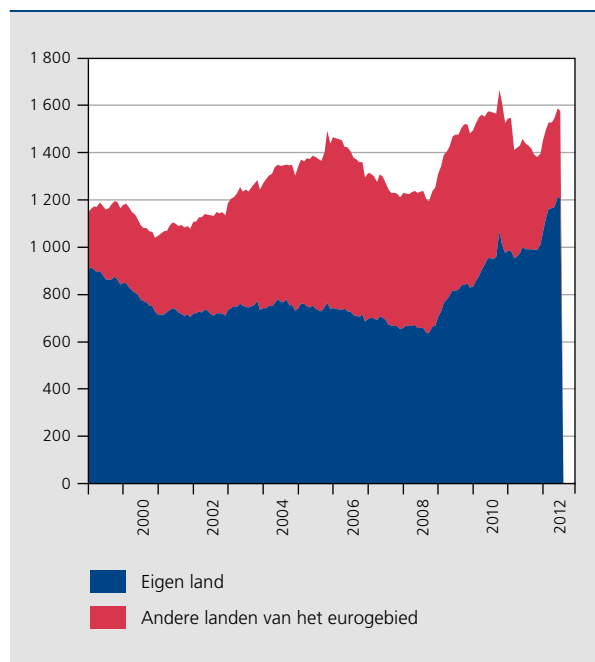
De nauwe link tussen de overheid en de ingezeten banken impliceert dat er niet langer sprake is van kwetsbare individuele banken, maar van kwetsbare nationale banksectoren. De overheidsschuldencrisis ging dan ook gepaard met een verscherping van de bankencrisis waarbij buitenlandse kredietverstrekkers steeds meer vraagtekens gingen plaatsen bij de financiële gezondheid van een aantal nationale banksectoren. Die onzekerheid omtrent de solvabiliteit van banken werd nog gevoed doordat, in een aantal deficitlanden, de banken een belangrijke rol speelden in de internationale financiering van de door de private sector geaccumuleerde schulden. De bankencrisis ging dan ook geleidelijk over in een landencrisis waarbij het onderscheid dat marktdeelnemers maakten tussen als financieel gezond en minder gezond gepercipieerde banken, steeds meer langsheen de nationale grenzen kwam te liggen.

Er deed zich derhalve een ommekeer voor in de financiële integratie die bij de verscherping van de overheidsschuldencrisis in 2011 versnelde (ECB, 2012b). De economische subjecten wensten zich immers minder sterk bloot te stellen aan de kwetsbare landen, een verschijnsel dat relatief snel tot uiting kwam aangezien de buitenlandse financiering in hoge mate de vorm had aangenomen van – veelal kortlopende – interbancaire leningen of verhandelbare schuldinstrumenten. De plotse en ongemeen scherpe ommekeer van kapitaalstromen binnen het eurogebied wordt door verschillende auteurs dan ook bestempeld als een crisis van de betalingsbalans (Ifo, 2012) of *sudden stops* (Merler en Pisani-Ferry, 2012a).

3.2 Het Eurosysteem als intermediair voor landen

Als gevolg van deze segmentatie van de financiële markten langsheen de landsgrenzen, zagen de banksectoren van een aantal landen zich in toenemende mate verplicht om, ter vervanging van de opdrogende private financiering, een beroep te doen op financiering van het Eurosysteem. Heel wat financiële instellingen in landen met steviger economische fundamentals wensten

GRAFIEK 5 DOOR DE OVERHEDEN VAN HET EUROGEBIED UITGEGEVEN SCHULDINSTRUMENTEN DIE WORDEN AANGEHOUDEN DOOR MFI'S IN HET EUROGEBIED (EXCLUSIEF HET EUROSISTEEM)⁽¹⁾
(maandgegevens, in € miljard)



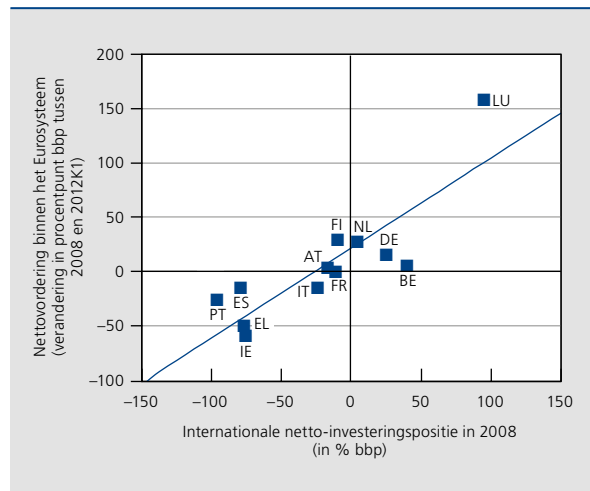
Bron: ECB.

(1) De grafiek toont, respectievelijk, de door de banksector van een land aangehouden schuldinstrumenten die zijn uitgegeven door de overheid van dat land en de aangehouden schuldinstrumenten die zijn uitgegeven door de overheden van de andere landen van het eurogebied.

immers niet langer hun kredietverlening aan die landen te verlengen en gaven er de voorkeur aan de gerepatrieerde liquiditeiten veilig bij de centrale bank te plaatsen en de opportunitetskosten daarvan te dragen⁽¹⁾. Zoals uiteengezet in het Kader ontstonden aldus, binnen het Eurosysteem, aanzienlijke verplichtingen en vorderingen van NCB's die de tegenpost zijn van, enerzijds, een toegenomen kredietverlening aan de ingezeten banksector ter compensatie van de opdrogende private financiering in de deficitlanden en, anderzijds, de rol van de centrale bank als veilige tegenpartij voor het plaatsen van overtoollige liquiditeiten waarover banken in de surpluslanden beschikken en die ze niet wensen uit te lenen aan banken in de deficitlanden.

(1) Tegoeden die commerciële banken op hun rekening-courant bij het Eurosysteem aanhouden bovenop hun reserveverplichting worden immers niet vergoed, terwijl ook het beroep op de depositofaciliteit slechts een beperkte rente oplevert (Boeckx en Ide, 2012). Deze laatste vergoeding werd zelfs teruggebracht tot nul vanaf de zevende reserveaanhoudingsperiode van 2012 die aanving op 11 juli.

GRAFIEK 6 INTERNATIONALE NETTO-INVESTERINGSPOSITIES EN INTRA-EUROSISTEEMPOSITIES



Bronnen: Eurostat, Thomson Reuters Datastream en eigen berekeningen.

Kader – Vorderingen en verplichtingen binnen het Eurosysteem tijdens de financiële crisis

Tijdens de crisis waren de door NCB's geaccumuleerde vorderingen en verplichtingen ten opzichte van het Eurosysteem het voorwerp van intense discussies (zie Ifo (2012) of Bindseil en König (2011)). Daarbij kwamen vooral de aanzienlijke saldi van NCB's in het kader van TARGET2 ter sprake. In dit Kader wordt uitgelegd wat TARGET2 is, hoe deze aanzienlijke posities van individuele NCB's zijn ontstaan en welke interpretatie aan deze saldi kan worden gegeven.

TARGET2 is het betalingssysteem dat door het Eurosysteem wordt onderhouden en dat financiële instellingen in het eurogebied in staat stelt grensoverschrijdende betalingen in centralebankgeld uit te voeren. Hoewel marktdeelnemers niet verplicht zijn voor alle transacties TARGET2 te gebruiken, heeft het systeem een zeer groot marktaandeel vanwege de gebruiksvriendelijkheid en de voordelige kostenstructuur ervan.

Het monetaire beleid in het eurogebied wordt decentraal geïmplementeerd, wat betekent dat banken voor herfinanciering en voor het plaatsen van liquiditeitsoverschotten aankloppen bij de NCB van het land waar ze gevestigd zijn en niet bij de ECB. Om in deze context de balansen van de individuele NCB's sluitend te maken, zijn vorderingen en verplichtingen in het kader van TARGET2 in het leven geroepen. Hoewel deze vorderingen en verplichtingen van de NCB's ten opzichte van de ECB elkaar compenseren voor het eurogebied als geheel, tekenden enkele NCB's tijdens de financiële crisis gestaag toenemende nettoposities op.

Uit de onderstaande figuur – die geïnspireerd is op het voorbeeld dat in hoofdstuk 2 van dit artikel werd besproken – blijkt hoe het opdrogen van de interbancaire financiering aanleiding geeft tot TARGET2-vorderingen of verplichtingen van NCB's. In de uitgangspositie in dit voorbeeld heeft de banksector van land A, vanwege de deposito's die residenten aanhouden bij de ingezeten banken, een overschot aan liquiditeiten dat hij uitleent aan de banken van land B die een minder groot beroep doen op financiering via retaildeposito's. Bij twijfels over de financiële gezondheid van de banksector in land B – zoals dat tijdens de overheidsschuldencrisis voor sommige eurolanden het geval is –, vernieuwen de banken van land A hun interbancaire leningen niet langer en moeten de

banken van land B hun interbancaire schuld terugbetalen. In het voorbeeld is de omvang van die teruggeschroefde interbancaire lening gelijk aan z . Bij de terugbetaling van de interbancaire schuld worden de tegoeden die de banksector van land B aanhoudt bij de NCB van land B verminderd met z , terwijl de banken in land A een instroom van centralebankgeld optekenen en hun tegoeden bij de centrale bank met datzelfde bedrag zien toenemen. Hiermee kan de transactie evenwel niet beëindigd zijn, aangezien de balansen van de respectieve NCB's niet langer sluitend blijken te zijn.

Teneinde de centralebankbalansen in evenwicht te brengen, voorziet het Eurosysteem in compenserende balansposten die vorderingen of verplichtingen van de respectieve NCB's ten opzichte van de ECB omvatten, de zogeheten TARGET2-saldi. De ECB fungeert derhalve als een centrale tegenpartij waarlangs alle transacties passeren. De NCB van land A boekt dan ook een TARGET2-vordering op de ECB, als tegenpost voor de toename van de tegoeden die de ingezeten banksector bij de NCB aanhoudt. Omgekeerd boekt de NCB van land B een TARGET2-verplichting als compensatie voor de afname van haar verplichtingen – in de vorm van tegoeden op de rekening-courant of de depositofaciliteit – ten opzichte van de ingezeten banksector.

Na het terugbetalen van de niet-vernieuwde interbancaire financiering, zal de banksector van land B bij het Eurosysteem aankloppen om zich te herfinancieren voor een bedrag $z^{(1)}$. De banksector in land A kan, dankzij de instroom van liquiditeiten, zijn beroep op herfinanciering door de centrale bank afbouwen. Dit is evenwel slechts mogelijk tot wanneer die herfinanciering teruggebracht is tot nul; nadien is er voor een dergelijke herschikking geen ruimte meer. Is z groter dan 10, dan zullen de banken in land A hun tegoeden bij de centrale bank dus zien stijgen.

(1) Een alternatief zou zijn dat de banksector van land B zijn activa afbouwt en op die manier een nieuwe instroom van liquiditeiten genereert. Dat zou evenwel een risico impliceren op al te bruske verkopen van effecten of op een plotselinge inkrimping van het kredietaanbod, met negatieve macro-economische effecten tot gevolg. Daarom heeft het Eurosysteem de banken de mogelijkheid geboden zich bij de centrale bank te herfinancieren, waardoor het een niet-ordentelijke afbouw van de balans helpt te vermijden (zie ook hoofdstuk 2 van dit artikel).

TARGET2-SALDI OP DE BALANSEN VAN DE NCB'S IN HET EUROGEBIED

Banksector land A			
Krediet aan niet-financiële ondernemingen	45	Deposito's van huishoudens	55
Interbancaire lening aan banksector land B	$20 - z$	Krediet van NCB land A	$10 - \min(z, 10)$
Tegoeden bij NCB land A	$\max(z - 10, 0)$		
Banksector land B			
Krediet aan niet-financiële ondernemingen	45	Deposito's van huishoudens	15
		Krediet van NCB land B	$10 + z$
		Interbancaire lening van banksector land A	$20 - z$
NCB land A			
Krediet aan banksector land A	$10 - \min(z, 10)$	Bankbiljetten	10
TARGET2-vordering	z	Tegoeden van banksector land A	$\max(z - 10, 0)$
NCB land B			
Krediet aan banksector land B	$10 + z$	Bankbiljetten	10
		TARGET2-verplichting	z
Eurosysteem (geconsolideerd)			
Krediet aan commerciële banken	$20 + \max(0, z - 10)$	Bankbiljetten	20
		Tegoeden van banksector	$\max(z - 10, 0)$

Bovenstaand voorbeeld – dat kan worden uitgebreid met bewegingen van retaildeposito's tussen landen of met andere schokken in de grensoverschrijdende financiering – toont aan hoe elektronische betalingen tussen landen binnen de monetaire unie aanleiding geven tot TARGET2-saldi van NCB's. Er zij evenwel opgemerkt dat in deze TARGET2-saldi geen rekening is gehouden met betalingen die gebeuren aan de hand van bankbiljetten en dat aldus een – mogelijkterwijs relevant – kanaal van grensoverschrijdende betalingen buiten beschouwing blijft (Jobst, Handig en Holzfeind, 2012). Precies om die reden argumenteren ook Boeckx en König (2012) dat het zinvol is om in de analyse van de financieringsnoden van bepaalde banksectoren eveneens de door de uitgifte van bankbiljetten⁽¹⁾ ontstane intra-Eurosteemsaldi te betrekken.

Tegelijkertijd halen zij nog verschillende andere redenen aan waarom de intra-Eurosteemsaldi die de NCB's ten opzichte van de ECB opbouwen, geen perfecte indicator zijn van de financieringsbehoeften van de nationale banksectoren. Een belangrijke verstoringende factor zijn de grote internationale bankgroepen die hun thesauriebeheer doorgaans in één jurisdictie centraliseren, wat aanzienlijke implicaties kan hebben voor het verloop van de intra-Eurosteemvorderingen of -verplichtingen van de individuele NCB's. Dat is bijvoorbeeld het geval in België. Daarnaast kunnen dealdi van de NCB's ook worden beïnvloed door de betalingsstromen in niet-centralebankgeld of door deviezentransacties die door ingezetenen worden verricht. Toch bestaat er een – weliswaar niet perfecte – samenhang tussen de moeilijker toegang tot marktfinanciering, het verruimde beroep op het Eurosteem als alternatieve financieringsbron en de toegenomen intra-Eurosteemverplichtingen in de landen waar financiële onrust heerst.

(1) Voor meer informatie over de wijze waarop de uitgifte van bankbiljetten door de NCB's van het eurogebied wordt geregistreerd, zie Krsnakova en Oberleithner (2012).

Op die manier plaatst het Eurosteem zich – parallel met de voortschrijdende segmentatie van de financiële markten langs de nationale grenzen – steeds meer tussen de nationale banksectoren en niet langer tussen individuele banken die willekeurig over het eurogebied verspreid zijn, zoals dat aan het begin van de financiële crisis het geval was. Net zoals voor individuele banken vermijdt een dergelijke intermediatierol dat de landen die te maken krijgen met plots opdrogende private kapitaalstromen, zich verplicht zien hun buitenlands verkeer bruusk af te bouwen, wat met – mogelijkterwijs aanzienlijke – macro-economische en financiële beroering gepaard zou gaan. Daarnaast heeft het Eurosteem op die manier de financiële stabiliteit in de surpluslanden ondersteund doordat deze laatste in staat bleken hun blootstelling aan de deficitlanden op een relatief comfortabele manier af te bouwen, namelijk zonder dat zij daarbij werden geconfronteerd met terugbetalingsmoeilijkheden van door liquiditeitsschokken getroffen financiële instellingen.

Een en ander blijkt ook uit de betalingsbalans, waarin de transacties tussen ingezetenen en niet-ingezetenen van een land worden geregistreerd. Wordt een land geconfronteerd met uitstromen van private externe financiering – bijvoorbeeld een grensoverschrijdende interbancaire lening die op vervalddag via een elektronische transfer

wordt terugbetaald, zoals in het Kader is uiteengezet –, dan wordt die dalende netto externe verplichting van de private sector aan het buitenland gecompenseerd door een toegenomen TARGET2-verplichting van de ingezeten NCB aan de ECB. Omdat de ECB als een niet-ingezetene wordt beschouwd, worden die veranderingen in de posities van de NCB's ten opzichte van de ECB eveneens in de betalingsbalans geregistreerd⁽¹⁾. Omgekeerd geldt ook dat een repatriëring van de interbancaire lening naar het land van de kredietverstrekker aldaar wordt geregistreerd als een dalende nettovordering van de private sector op het buitenland, met als tegenpost een toegenomen buitenlandse nettovordering voor de centrale bank in de vorm van een TARGET2-vordering. Ook de door de EU en het IMF opgezette financieringsprogramma's worden in de betalingsbalans geregistreerd, aangezien ze voor de landen die via deze programma's financiering genieten, een bron van kapitaalinvloer zijn en stijgende nettoverplichtingen ten opzichte van het buitenland impliceren. Worden deze officiële kapitaalstromen samen beschouwd met de private nettokapitaalstromen – die als een restcategorie worden berekend –, dan kan ook worden nagegaan in welke mate de officiële sector in het eurogebied de

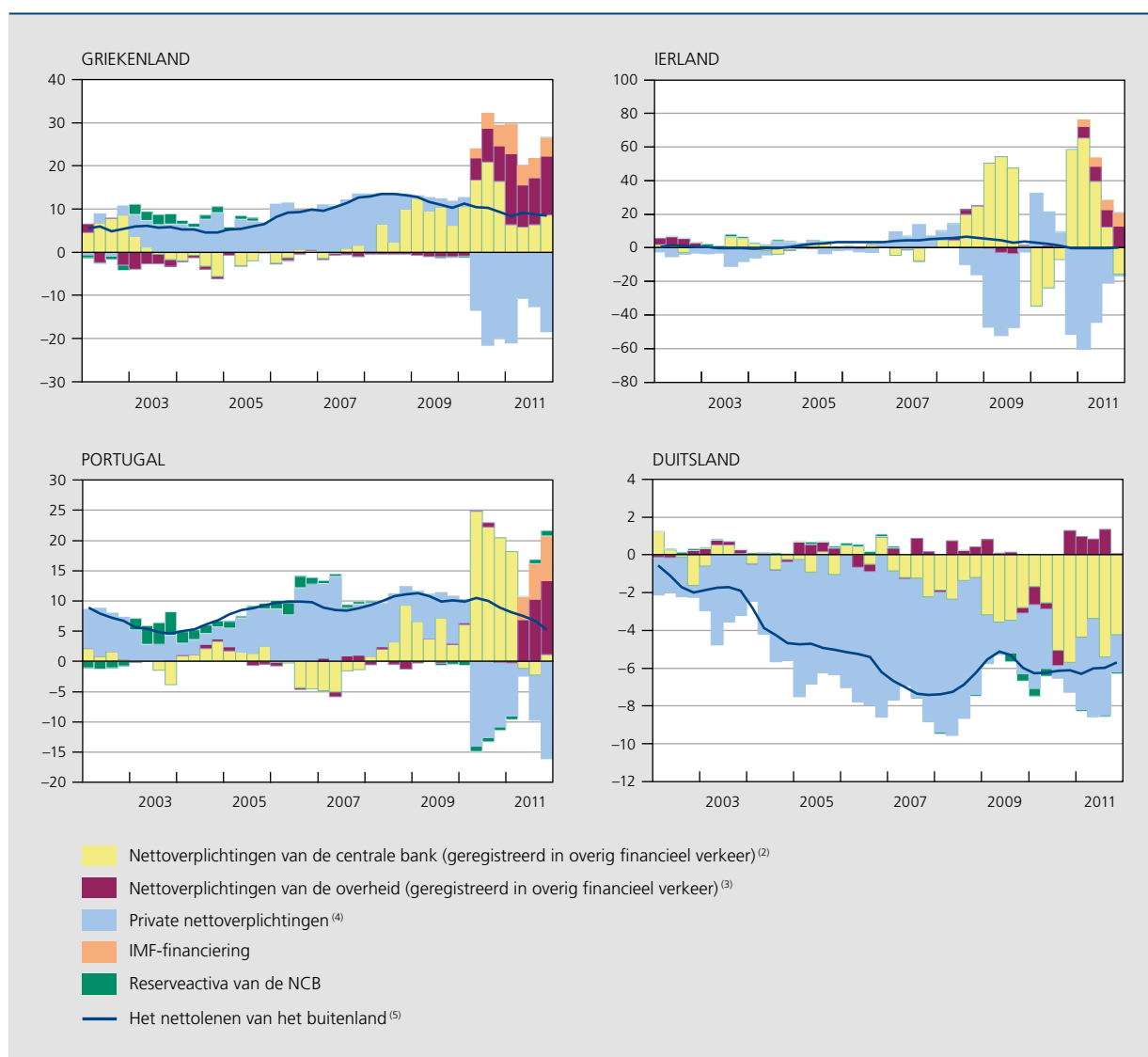
(1) De veranderingen in de nettoposities die de NCB's ten opzichte van de ECB aanhouden, worden in de betalingsbalans geregistreerd als 'andere investeringen van de monetaire autoriteiten'.

financiële intermediatie tussen landen van het eurogebied heeft overgenomen ⁽¹⁾.

Voordat de eerste tekenen van de financiële crisis zich manifesteerden, ondervonden Griekenland en Portugal geen problemen om, voor de financiering van de stijgende tekorten op hun lopende rekening, voldoende private kapitaalstromen aan te trekken. Ierland, daarentegen, deed tegen de achtergrond van een geringer tekort op zijn lopende rekening een kleiner nettoberoep op buitenlandse financiering. Dit verhult evenwel aanzienlijke brutokapitaalstromen die

(1) Deze benadering houdt geen rekening met de aankopen van overheidspapier of gedekte obligaties die het Eurosysteem verricht in het kader van het monetair beleid. Verkoopt een resident bijvoorbeeld een door een resident uitgegeven schuldbewijs aan een niet-ingezeten NCB of aan de ECB, dan impliceert dit een TARGET2-vordering voor de NCB van de verkoper, maar tegelijk een toegenomen verplichting ten opzichte van de niet-ingezeten NCB of de ECB. In de hier gebruikte benadering wordt enkel de TARGET2-vordering expliciet geïdentificeerd. Hierdoor overschatten de hier berekende private kapitaalstromen de werkelijke private kapitaalstromen enigszins (zie bijvoorbeeld ook Merler en Pisani-Ferry (2012a)).

GRAFIEK 7 HET NETTOLENIEN VAN HET BUITENLAND ⁽¹⁾
(in % bbp, gemiddelde van de afgelopen vier kwartalen)



Bronnen: Thomson Reuters Datastream en eigen berekeningen.

(1) Omdat de post vergissingen en weglatingen niet wordt getoond, is de som van de financieringsstromen niet gelijk aan het nettolenen van het buitenland.

(2) Hoewel deze post méér omvat dan alleen maar de posities met betrekking tot TARGET2, stemmen de transacties in deze post grotendeels overeen met de wijziging in de TARGET2-posities. Enkel voor Ierland lijkt dit niet op te gaan, zodat in dat geval TARGET2-posities zijn gebruikt en niet alle gegevens in die grafiek afkomstig zijn van de betalingsbalans.

(3) In deze post worden de leningen geregistreerd die landen met het EFSF en het EFSM afsluiten, alsook de bilaterale leningen aan Griekenland. Daarnaast omvat deze post bijvoorbeeld ook deposito's die de overheid in het buitenland aanhoudt.

(4) Private nettoverplichtingen worden gedefinieerd als zijnde het verschil tussen het saldo op de financiële rekening en de nettoverplichtingen van zowel de centrale bank als de overheid, zoals geregistreerd in het overig financieel verkeer van de financiële rekening.

(5) Het nettolenen van het buitenland wordt gedefinieerd als zijnde de som van het saldo op de lopende rekening en de kapitaalrekening, met tegengesteld teken.

de banksector van dat land eveneens vatbaar maakten voor een plots opdrogen van financiering. Bij de eerste tekenen van de financiële crisis ondervonden deze drie landen moeilijkheden om zich via de markt te financieren, wat in de periode tussen het faillissement van Lehman Brothers en eind 2011 vooral tot uiting kwam in een inkrimping van de private kapitaalinstroom, met name van de portefeuillebeleggingen door buitenlanders en, in mindere mate, van de grensoverschrijdende bankleningen en -deposito's (EC, 2012). Dit noopte de banken in die landen ertoe een groter beroep te doen op herfinanciering bij het Eurosysteem, wat werd vergemakkelijkt door de hierboven besproken maatregelen in het kader van de verruimde kredietondersteuning. Op die manier heeft het Eurosysteem een aanzienlijke bijdrage geleverd tot de financiële en macro-economische stabiliteit.

Zodoende waren bijvoorbeeld Griekenland en Portugal niet verplicht om, als reactie op het plots verdwijnen van private externe financiering, hun tekort op de lopende rekening op bruuske wijze te reduceren. Dat stond in schril contrast met de situatie in, bijvoorbeeld, Bulgarije, Letland of Litouwen die in 2007 op hun lopende rekening nog een tekort van méér dan 15% bbp lieten optekenen dat, ondanks het stabiele verloop van de bilaterale wisselkoers ten opzichte van de euro, in drie of vier jaar tijd omgebogen werd tot een evenwicht (Merler en Pisani-Ferry, 2012a). Aan dit spoedig herstel van het externe evenwicht was evenwel een aanzienlijke prijs verbonden in termen van werkloosheid en particuliere consumptie⁽¹⁾. Er mag dan ook worden van uitgegaan dat een dergelijke bruuske aanpassing in de eerder genoemde programmalanden de macro-economische situatie er meer onder druk zou hebben gezet dan vandaag reeds het geval is. Wat Ierland betreft, manifesteerde het verlies van externe financiering zich zeer duidelijk en reeds eerder tijdens de crisis. Bij gebrek aan alternatieve financiering door het Eurosysteem, zou de Ierse banksector op zeer korte termijn zijn buitenlandse vorderingen hebben moeten afbouwen, wat een niet te verwaarlozen risico op een scenario van *fire sales* zou hebben geïmpliceerd met gevolgen voor de financiële, maar ook voor de macro-economische stabiliteit. In de loop van 2010 kon Ierland, in nettoterminen, nieuwe private buitenlandse financiering aantrekken, maar bij de opflakking van de overheidsschuldencrisis zag het die opnieuw afnemen.

Ook in de surpluslanden heeft de monetaire unie – vooral een goed werkend betalingssysteem en de afwezigheid van wisselkoersrisico – in tijden van financiële onrust de financiële stabiliteit ondersteund. In Duitsland, bijvoorbeeld, loopt de private nettokapitaaluitvoer aanzienlijk terug, wat erop wijst dat de Duitse private sector minder sterk blootgesteld is aan andere landen van

het eurogebied. Die gerepatrieerde fondsen vloeien terug naar de Bundesbank die, zoals eerder vermeld, in het kader van TARGET2 op haar beurt een vordering op de ECB boekt, zodat de betalingsbalans opnieuw in evenwicht is. Zo konden de marktdeelnemers in die landen hun in de jaren vóór de crisis aan de deficitlanden toegekende financiering immers snel en vlot afbouwen. Dat steekt schril af tegen een context van vaste – doch aanpasbare – wisselkoersen waarin crediteuren, in geval van *sudden stops*, met een groter risico op wisselkoersverlies of wanbetalingen op hun buitenlandse vorderingen worden geconfronteerd (zie hoofdstuk 3.3).

Het Eurosysteem heeft zich dus tussen de landen geplaatst: enerzijds voeren de banken in kwetsbare landen hun beroep op herfinanciering bij het Eurosysteem op terwijl, anderzijds, de banken die hun blootstelling aan tegenpartijen in die landen hebben afgebouwd, de vrijgekomen liquiditeiten onderbrengen bij de nationale centrale bank in hun thuisbasis. Het Eurosysteem is echter niet de enige officiële instantie die, in tijden van financiële beroering, de rol van private markten kan overnemen. Griekenland, Ierland en Portugal kunnen immers alle drie terugvallen op een door de EU en het IMF opgezet financieringsprogramma⁽²⁾ nadat ze hun toegang tot marktfinanciering tegen houdbare voorwaarden zijn kwijtgeraakt. Deze programma's zijn voor de bewuste landen een bron van kapitaalvoer die het gebrek aan private financiering compenseert. Uit betalingsbalansgegevens blijkt dat die officiële financiering ervoor zorgt dat het Eurosysteem zijn rol als financieel intermediair geleidelijk kan afbouwen, ondanks een voortdurende kapitaalvlucht uit de landen in kwestie. Vanuit het oogpunt van de betalingsbalans en het grensoverschrijdend kapitaalverkeer, zijn de intermediatiefunctie van het Eurosysteem en die van de Europese stabiliteitsmechanismen, zoals het EFSF, immers vergelijkbaar. Door de uitgifte van schuldbewijzen haalt dit stabiliteitsmechanisme namelijk fondsen op die het op zijn beurt tegen voorwaarden uitleent aan de landen met een programma. Deze situatie is vergelijkbaar met die van het Eurosysteem dat, enerzijds, door een aantal tegenpartijen liquiditeiten bij zich gestald ziet en, anderzijds, aan een andere groep van tegenpartijen leningen verstrekt. Dit bevestigt derhalve de stelling dat een ruimere rol voor officiële financiële bijstand het mogelijk moet maken de aanzienlijke rol af te bouwen die het Eurosysteem momenteel speelt in het intermediëren van financiële stromen tussen landen. Belangrijker nog is

(1) De werkloosheid in Bulgarije, Letland en Litouwen steeg van, respectievelijk, 6,9%, 6,4% en 4,3% in 2007 tot, respectievelijk, 10,2%, 18,7% en 17,8% in 2010. De particuliere consumptie in die landen nam in 2009 met, respectievelijk, 7,6%, 22,6% en 17,5% af.

(2) Op 25 juni 2012 heeft Cyprus een financieel steunprogramma aangevraagd waarvan de verschillende aspecten bij het verschijnen van dit artikel nog verder worden uitgewerkt. Ook Spanje heeft op die datum de Eurogroep om steun gevraagd voor zijn banksector. Hoewel die steun werd toegezegd, had Spanje bij het verschijnen van dit artikel officieel nog geen lening gevraagd.

dat deze officiële financiële bijstand enkel wordt verstrekt op voorwaarde dat maatregelen worden genomen die erop gericht zijn opnieuw duurzaam toegang te vinden tot marktfinanciering. Dat is een hefboom waarover het Eurosysteem niet beschikt. Integendeel, het risico bestaat dat de grotere intermediatie door de centrale bank de landen in kwestie onvoldoende prikkels geeft om de nodige aanpassingen door te voeren. Om die reden blijft de Raad van Bestuur van de ECB erop aandringen dat kwetsbare landen de noodzakelijke maatregelen zouden nemen om hun economieën opnieuw concurrerend te maken en hun schulden af te bouwen.

3.3 Een monetaire unie: meer dan een onherroepelijk gekoppelde wisselkoers

De implicaties van het plots grotendeels wegvallen van kapitaalstromen tussen de landen van een monetaire unie verschillen wezenlijk, en in verschillende opzichten, van de gevolgen van *sudden stops* in een stelsel van vaste – maar aanpasbare – wisselkoersen. Enerzijds heeft, zoals reeds vermeld, de financiële en macro-economische stabiliteit baat bij een monetaire unie ingeval er zich dergelijke *sudden stops* voordoen. Anderzijds zijn er in dat geval minder prikkels om aanpassingen door te voeren die gericht zijn op het bereiken van een meer houdbare externe schuldpositie. Tot slot zijn de beschikbare aanpassingsmechanismen in deze beide institutionele omgevingen evenmin dezelfde.

Als een centrale bank opereert in een stelsel van vaste – doch aanpasbare – wisselkoersen, dreigt ze stevast te worden beknot in haar mogelijkheden om liquiditeiten te verstrekken, louter omdat haar buitenlandse reserves eindig zijn (Bindseil en Winkler, 2012). Een vaste wisselkoers is immers slechts duurzaam zolang de centrale bank niet wordt geconfronteerd met een plotse kapitaalvlucht die haar externe reserves doet opdrogen. Op dat ogenblik wordt ze namelijk verplicht de koppeling van de wisselkoers op te geven om aldus opnieuw private kapitaal invoer aan te trekken. Die dreiging van een verplichte devaluatie als gevolg van een gebrek aan buitenlandse reserves, werkt in principe disciplinerend en kan een macro-economisch beleid bevorderen dat op extern evenwicht is gericht. Het is echter evenzeer een feit dat die inherente beperking van de liquiditeitsprovisie aanleiding kan geven tot speculatieve aanvallen (Obstfeld, 1996), zelfs indien de macro-economische fundamentals geen betalingsbalanscrisis rechtvaardigen. In deze modellen is immers alleen al de verwachting dat marktdeelnemers de munt zullen verkopen – en dat de centrale bank zich dus genoodzaakt zal zien haar pariteit op te geven – voldoende om anderen ertoe aan te zetten hetzelfde te doen, met een heuse crisis tot gevolg.

Dergelijke speculatieve aanvallen op een wisselkoerspariteit zijn een bron van financiële onrust. Dat geldt niet enkel in het land dat door een betalingsbalanscrisis wordt getroffen en waar, bijvoorbeeld, de korte rente fors moet worden opgetrokken, maar eveneens voor de landen die vorderingen hebben op dat land. Zij kunnen immers aanzienlijke wisselkoersverliezen lijden – ingeval de vorderingen luiden in de onder druk staande munt – of geconfronteerd worden met potentiële wanbetalingen op die vorderingen – indien de vorderingen luiden in de geapprecieerde munt en dus voor de kredietnemer een zwaardere terugbetalingslast impliceren.

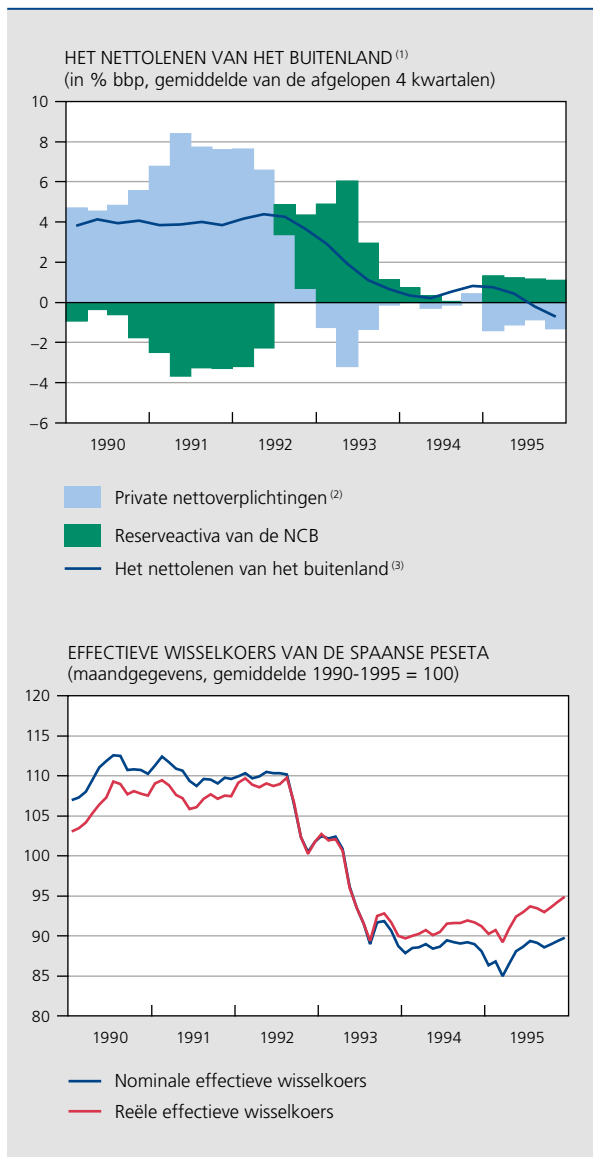
De crisis van het EMS in de periode 1992-1993 illustreert de dynamiek van een betalingsbalanscrisis in een stelsel van vaste, maar aanpasbare, wisselkoersen. Spanje, bijvoorbeeld, was in juni 1989 toegetreten tot het EMS en ondervond geen problemen om zijn aanzienlijk lopend tekort via de markt te financieren, getuige de private nettokapitaalinstromen die de behoefte van het land aan externe financiering ruimschoots overschreden, waardoor de Banco de España zelfs in staat bleek buitenlandse reserves te accumuleren⁽¹⁾. In de zomer van 1992 kwam daar abrupt een einde aan toen spanningen rond het EMS en de daarmee gepaard gaande speculatieve aanvallen op heel wat valuta's, met inbegrip van de peseta, een plotse en omvangrijke kapitaalvlucht uit Spanje veroorzaakten. Die kapitaalvlucht zette neerwaartse druk op de peseta en dwong de centrale bank massaal te interveniëren door haar buitenlandse reserves te verkopen, terwijl ook kapitaalcontroles werden ingesteld⁽²⁾. Dat bleek geen houdbare strategie en in de loop van 1992 en 1993 werd de Spaanse centrale bank derhalve verplicht de peseta verschillende malen te devalueren. Tussen september 1992 en september 1993 depreciëerde zowel de nominale als de reële effectieve wisselkoers van de peseta dan ook met ongeveer 18%. Pas na die depreciatie verminderde de private kapitaalvlucht, terwijl ook het tekort op de lopende rekening – en derhalve de externe financieringsbehoefte – afnam.

Zoals Obstfeld en Rogoff (1995) aanvoeren, kan een dergelijk scenario worden vermeden op voorwaarde dat alle betrokken centrale banken bereid zijn de wisselkoerskoppeling volledig te ondersteunen. Technisch gezien, is dat perfect mogelijk als tussen de centrale banken een mechanisme van bilaterale leningen wordt opgezet of indien de centrale bank waarvan de munt onder opwaartse druk staat, eveneens krachtig intervenueert. Vanuit economisch standpunt kan hier dan ook een parallel worden getrokken met de gedecentraliseerde tenuitvoerlegging

(1) Een stijging van de reserveactiva van de centrale bank is een kapitaaluitvoer aangezien vorderingen op het buitenland worden gevormd.

(2) Voor meer informatie, zie Gros en Thygesen (1998).

GRAFIEK 8 SPANJE TIJDENS DE EMS-CRISIS



Bronnen: Thomson Reuters Datastream en eigen berekeningen.

- (1) Omdat de posten vergissingen en weglatingen, nettoverplichtingen van de centrale bank, nettoverplichtingen van de overheid en IMF-financiering niet worden getoond, is de som van de financieringsstromen niet gelijk aan het nettolenen van het buitenland. Voor de beschouwde periode zijn deze posten evenwel te verwaarlozen.
- (2) Private nettoverplichtingen worden gedefinieerd als zijnde het verschil tussen het saldo op de financiële rekening en de nettoverplichtingen van zowel de centrale bank als de overheid, zoals geregistreerd in het overig financieel verkeer van de financiële rekening.
- (3) Het nettolenen van het buitenland wordt gedefinieerd als zijnde de som van het saldo op de lopende rekening en de kapitaalrekening, met tegengesteld teken.

van het monetair beleid in het eurogebied. De vermindering van de externe reserves van de centrale bank tijdens een betalingsbalanscrisis in een stelsel van vaste – maar aanpasbare – wisselkoersen impliceert immers een dalende vordering van die centrale bank op het buitenland en kan aldus worden vergeleken met de toegenomen TARGET2-verplichtingen die de NCB's van de kwetsbare landen opbouwen ten opzichte van een niet-ingezetene,

de ECB. Er is evenwel een wezenlijk verschil tussen de beide stelsels: terwijl externe reserves uitgeput kunnen raken, zijn de TARGET2-saldi in principe onbegrensd – dat geldt zowel voor de vorderingen als voor de verplichtingen –, zodat de tegenpartijen van die banken niet hoeven te vrezen dat een grensoverschrijdende overdracht van liquiditeiten zou worden verhinderd door balansbeperkingen van een NCB. Mede door de afwezigheid van dergelijke potentiële restricties op grensoverschrijdende financiële stromen, is een monetaire unie dan ook meer bevorderlijk voor de financiële stabiliteit dan een stelsel van vaste, maar aanpasbare, wisselkoersen. In een stelsel van vaste – maar aanpasbare – wisselkoersen beschikt een land, wanneer het onder druk staat om externe financiering aan te trekken, over een snel aanpassingsmechanisme, namelijk een nominale devaluatie. Deze laatste maakt het mogelijk op korte termijn het externe concurrentievermogen te herwinnen. Omdat hierdoor ook het tekort op de lopende rekening afneemt, verkleint de behoefte aan buitenlandse financiering, een financiering die bovendien vlotter beschikbaar kan zijn dankzij de gunstiger vooruitzichten ten aanzien van de solvabiliteit van het land in kwestie. Voor een aantal landen is een aanzienlijke reële depreciatie ook in de huidige crisis een cruciaal element in een strategie om opnieuw toegang te verwerven tot marktfinanciering. In de monetaire unie bestaat een nominale devaluatie evenwel niet als snel aanpassingsmechanisme. De landen zijn dan ook op andere maatregelen aangewezen om hun externe onevenwichten aan te pakken. Over welke mogelijkheden landen daartoe beschikken, wordt besproken in het volgende en laatste hoofdstuk van dit artikel.

4. Het Eurosysteem 'koopt tijd' voor structurele aanpassingen

Door zich tussen banken en tussen landen te plaatsen, heeft het Eurosysteem een slecht werkende private markt vervangen en vermeden dat banken en landen zich plots afgesneden zouden zien van liquiditeiten. Dat zou hen hebben verplicht om op een weinig ordentelijke manier aanpassingen door te voeren – bijvoorbeeld, voor banken door de kredietverlening aan de niet-financiële sector drastisch te beperken of door paniekverkopen, en voor landen door de binnenlandse vraag op zeer korte termijn aanzienlijk terug te schroeven –, met nefaste financiële en macro-economische implicaties. Dit relatieve comfort om de noodzakelijke aanpassingen door te voeren, mag evenwel niet verhinderen dat de betrokken economische subjecten die maatregelen ook daadwerkelijk implementeren. Enkel dergelijke structurele veranderingen – die weliswaar tijd vergen vooraleer ze effect sorteren – bieden een duurzame uitweg uit de huidige financiële en economische

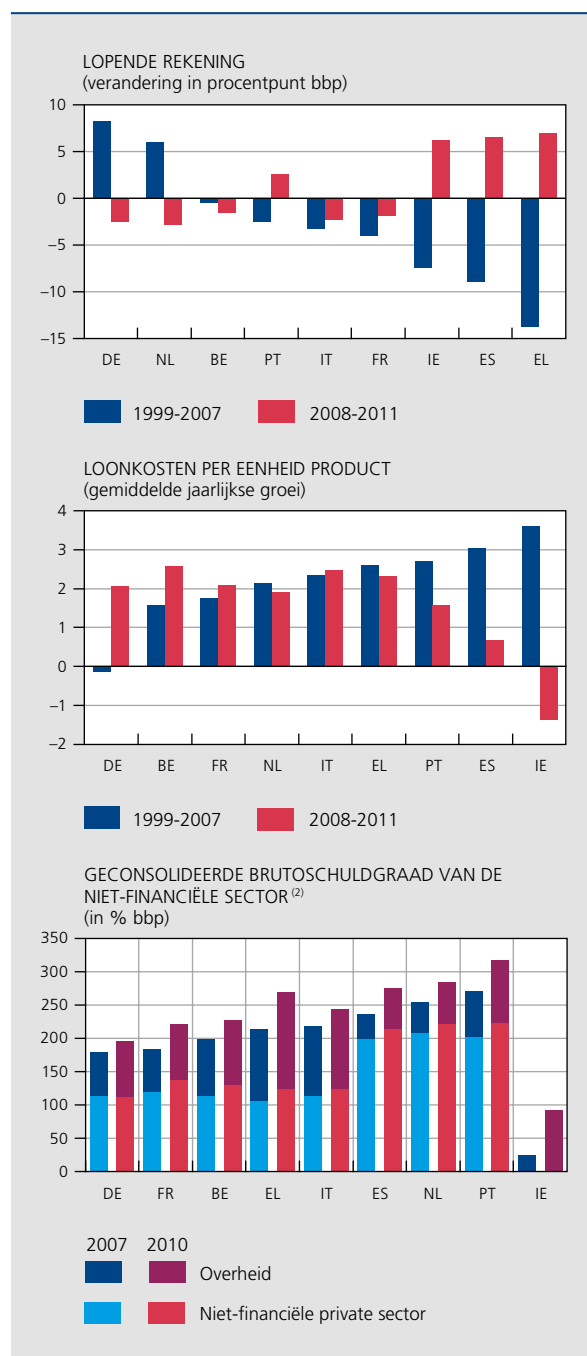
crisis. Die aanpassingen dienen zowel te worden doorgevoerd door de financiële sector als in het vlak van de macro-economische onevenwichten.

Het zakenmodel dat de financiële sector in de periode vóór de financiële crisis hanteerde, is niet duurzaam gebleken. De kapitaalbasis van de banken moet worden versterkt, bijvoorbeeld door winsten in te houden en nieuw kapitaal aan te trekken, eventueel met de steun van de officiële sector. Die steviger kapitaalbasis zou hen ook in staat moeten stellen opnieuw toegang te verwerven tot stabiele bronnen van marktfinanciering. Tijdens de periode vóór de financiële crisis werd immers een al te groot beroep gedaan op financiering via de interbancaire markt en veelal met korte looptijden, een combinatie die financiële instellingen zeer kwetsbaar maakte voor *sudden stops*.

Ook de macro-economische onevenwichten moeten echter worden aangepakt. Op zijn beurt zou dat evenzeer landen in staat moeten stellen zich opnieuw tegen houdbare voorwaarden op de kapitaalmarkten te financieren. Vooral de landen die momenteel met financieringsmoeilijkheden kampen, moeten hun economieën duurzaam hervormen teneinde hun concurrentievermogen te verbeteren en hun buitensporige schuldposities af te bouwen. De concurrentiekracht kan niet duurzaam worden hersteld zonder een gematigd verloop van de binnenlandse kosten die in een aantal eurolanden tijdens de jaren vóór de financiële crisis aanzienlijk sneller waren gestegen dan de productiviteit. Op die manier kan een aanzienlijke bijdrage worden geleverd tot de noodzakelijke depreciatie van de reële wisselkoers van een aantal landen. Ook maatregelen zoals arbeidsmarkthervormingen en verbeteringen van de exportproductmix zullen het concurrentiepotentieel van de kwetsbare landen mee helpen verbeteren.

Dit alles moet de deficitlanden helpen om hun nog omvangrijke lopende tekorten verder af te bouwen en hun aanzienlijke buitenlandse nettoschuldposities terug te brengen naar een peil dat meer houdbaar, en dus opnieuw financierbaar is. Voor de meeste landen lijkt ter zake een verdere sanering van de overheidsfinanciën zeer belangrijk te zijn, terwijl in een aantal eurolanden ook de private sector een inspanning moet leveren om zijn schuldenlast tot een aanvaardbaar peil te reduceren. Deze pijnlijke, maar noodzakelijke aanpassingen in de deficitlanden zullen vlotter verlopen indien surpluslanden een meer dynamisch verloop van de binnenlandse vraag laten optekenen, bijvoorbeeld door een meer gespreide sanering van de overheidsfinanciën doorheen de tijd of door een minder sterk op kostenmatiging gerichte loonontwikkeling.

GRAFIEK 9 HERSTEL VAN DE ONEVENWICHTEN IN HET EUROGEBIED⁽¹⁾



Bronnen: EC en eigen berekeningen.

- (1) De grafiek toont enkel de zes landen met het grootste bbp en de drie landen die in 2011 financiële bijstand van de EU en het IMF kregen. De landen zijn gerangschikt op basis van de gegevens voor de periode 1999-2007 (wat de lopende rekening en de loonkosten per eenheid product betreft) of 2007 (wat de brutoschuldgraad betreft).
- (2) Voor Ierland zijn geen cijfers beschikbaar voor de geconsolideerde brutoschuldgraad van de niet-financiële private sector.

Het moet gezegd dat de lange weg naar herbalancing reeds voor een deel is afgelegd. In verschillende eurolanden zijn de saldi op de lopende rekening verbeterd ten opzichte van de in 2008 opgetekende niveaus. Dat

is niet enkel het resultaat van een herbalancing van de binnenlandse vraag in de verschillende landen van het eurogebied, maar ook van een meer gematigde ontwikkeling van de loonkosten per eenheid product die in de jaren vóór de crisis een sterk divergerend verloop hadden laten optekenen. Ondanks deze hoopgevende ontwikkelingen hadden een aantal landen eind 2010 evenwel een hogere schuldgraad dan bij de aanvang van de crisis, wat een rem dreigt te zetten op de toekomstige economische groei. In heel wat landen is die hogere schuldgraad zowel het resultaat van een grotere schuld van de niet-financiële private sector als van een omvangrijker overheidsschuld.

Op institutioneel vlak is reeds heel wat vooruitgang geboekt om de financiële stabiliteit op duurzame wijze te schragen. De huidige bevoegdheden en middelen van het EFSF, het EFSM en het permanente ESM vormen een stevig vangnet voor de efficiënte ondersteuning van de financiële stabiliteit wanneer lidstaten te maken krijgen met financiële onrust. Een dergelijke omvangrijke noodfinanciering is slechts mogelijk dankzij de – vergeleken met de andere geavanceerde economieën – sterke geconsolideerde budgettaire situatie van het eurogebied. Ook inzake de economische *governance* (inclusief de begrotingsregels) van de Europese Unie is aanzienlijke vooruitgang geboekt die moet helpen vermijden dat zich nog crisissen zouden voordoen zoals die welke we vandaag beleven (De Prest, Geeroms en Langenus, 2012).

De economische en monetaire unie blijft evenwel vatbaar voor ernstige financiële beroering indien ze niet wordt geschraagd door een financiële en budgettaire unie. De oprichting van de EMU heeft ervoor gezorgd dat, tegen de achtergrond van een toenemende financiële integratie, het grensoverschrijdend financieel verkeer in de jaren vóór de crisis een hoge vlucht nam. Die ontwikkeling vertaalde zich evenwel niet in een meer grensoverschrijdende aanpak voor de regelgeving van, het toezicht op en de crisisbeheersing in de financiële sector. Die domeinen bleven immers een overwegend nationale materie met de bekende gevolgen. Ook in dit vlak moet derhalve vooruitgang worden geboekt. Een eengemaakt en versterkt toezicht op de banksector moet de gehavende financiële integratie opnieuw vlot trekken en het vertrouwen in de sector vrijwaren. Een op Europees niveau georganiseerd depositogarantiestelsel en een mechanisme voor het herstructureren en, indien nodig, afwikkelen van niet-solvabele banken moeten de nefaste wisselwerking tussen de solvabiliteit van de overheid en die van de ingezeten banksector helpen te doorbreken. Tot slot lijkt het raadzaam die beide stelsels gefinancierd te zien met bijdragen van de financiële sector teneinde de belastingbetaler niet opnieuw de kosten te laten dragen voor de redding van financiële instellingen.

Al deze maatregelen moeten het mogelijk maken dat de nefaste besmetting tussen overheden en banken wordt stopgezet, dat deposanten de veiligheid van bankdeposito's niet langer afmeten aan de nationaliteit van de bank en dat financiële instellingen en overheden in het hele eurogebied zich opnieuw via de markt kunnen financieren. Pas nadat het vertrouwen zal zijn weergekeerd, zal het Eurosysteem zijn rol als *market maker of last resort* immers kunnen afbouwen en zal de markt opnieuw haar correcte rol kunnen vervullen.

Conclusie

Sedert de eerste tekenen van de financiële crisis in 2007 zichtbaar werden, weet het Eurosysteem zich voor ongekende uitdagingen geplaatst. Dat geldt in het bijzonder voor de steeds groter wordende barsten in de financiële integratie binnen het eurogebied, waardoor de financiële stabiliteit en de vlotte transmissie van het monetaire beleid in een aantal landen van het eurogebied dreigde te worden verstoord. Omdat financiële stabiliteit een noodzakelijke voorwaarde is voor het handhaven van de prijsstabiliteit, nam het Eurosysteem dan ook een scala aan maatregelen onder de noemer van 'verruimde kredietondersteuning' die erop gericht zijn de vlotte financiering van de economie van het eurogebied te blijven ondersteunen.

Parallel met die maatregelen ging het Eurosysteem optreden als financieel intermediair voor banken, maar ook voor landen aangezien door de wederzijdse besmetting tussen overheden en ingezeten banksectoren sommige nationale banksectoren hun toegang tot marktfinanciering tegen houdbare voorwaarden zeer sterk ingeperkt zagen. In de kwetsbare landen is het beroep op het Eurosysteem als alternatieve financieringsbron dan ook duidelijk toegenomen, terwijl banken in landen met stevige fundamentals hun liquiditeitsoverschotten steeds meer bij de centrale bank plaatsden en ze niet langer uitlenen aan banken met liquiditeitstekorten. Op die manier is de balans van het Eurosysteem langer geworden en zijn de TARGET2-posities van de NCB's tot een ongekende omvang gegroeid.

De niet-conventionele maatregelen van het Eurosysteem zijn – per definitie – tijdelijk van aard. Ook de financiële bijstand die landen van de EU en het IMF ontvangen, zijn tijdelijke overbruggingskredieten die de overheden de tijd bieden om de structurele maatregelen te nemen die nodig zijn om zich opnieuw op duurzame wijze te verzekeren van toegang tot marktfinanciering. Pas nadat die structurele aanpassingen door alle betrokken actoren – financiële instellingen, overheden en, in een aantal landen, de

niet-financiële private sector – zullen zijn doorgevoerd en het vertrouwen van de financiëlemarktdelnemers zal zijn hersteld, zal de officiële sector – en in het bijzonder het Eurosysteem – zijn rol als financieel intermediair kunnen afbouwen. Hiertoe moet ook de EMU worden versterkt, bijvoorbeeld door de ontwikkeling van stevige financiële vangnetten, de strikte naleving van de regels inzake economische *governance* en de uitbouw van een volwaardige financiële en budgettaire unie.

Bibliografie

- Albertazzi U. en D. J. Marchetti (2010), *Credit supply, flight to quality and evergreening: An analysis of bank-firm relationships after Lehman*, Bank of Italy, Temi di discussione 756, April.
- Bagehot W. (1873), *Lombard Street: A description of the money market*, London, H.S. King.
- Bindseil U. (2011), 'Theory of monetary policy implementation' in Mercier P. en F. Papadia (eds.), *The concrete euro: Implementing monetary policy in the euro area*, Oxford University Press, 5-114.
- Bindseil U. en P. J. König (2011), *The economics of TARGET2 balances*, Humboldt University Collaborative Research Center, Discussion Paper 649.
- Bindseil U. en A. Winkler (2012), *Dual liquidity crises under alternative monetary frameworks – a financial accounts perspective*, mimeo, http://www.wiwi.uni-frankfurt.de/professoren/wieland/vfs/papers2012/BINDSEIL_13March.pdf.
- BIS (2008), *Annual Report 2007/08*, June.
- BIS (2009), *Annual Report 2008/09*, June.
- BIS (2010), *Annual Report 2009/10*, June.
- BIS (2011), *Annual Report 2010/11*, June.
- BIS (2012a), 'European bank funding and deleveraging', *BIS Quarterly Review*, 1-22, March.
- BIS (2012b), *Annual Report 2011/12*, June.
- Boeckx J. en S. Ide (2012), 'Wat het beroep op de depositofaciliteit ons kan vertellen en wat niet', NBB, *Economisch Tijdschrift*, 31-38, juni.
- Boeckx J. en P.-J. König (2012), 'TARGET2 balances in the Eurosystem: What they are and how to interpret them', *Bank- en financiewezens*, forthcoming.
- Caballero R.J., T. Hoshi en A.K. Kashyap (2008), 'Zombie lending and depressed restructuring in Japan', *American Economic Review*, 98 (5), 1943-1977.
- Cassola N., C. Holthausen en M. Lo Duca (2010), *The 2007/2009 turmoil: A challenge for the integration of the euro area money market?*, a paper presented at the ECB-European Commission conference 'Financial integration and stability: the legacy of the crisis', Frankfurt am Main, 12 April, (http://www.ecb.europa.eu/events/pdf/conferences/ws_eucom_ecb/holthausen_paper.pdf?802e70beaffcc58b346d0863ffb00257).
- Cordemans N. en M. de Sola Perea (2011), 'Leidinggevende rentetarieven, marktrentes en retailrentes in het eurogebied tegen de achtergrond van de recente economische en financiële crisis', NBB, *Economisch Tijdschrift*, 29-55, juni.
- Cordemans N. en S. Ide (2012), 'Monetair beleid in de Verenigde Staten en in het eurogebied tijdens de crisis', NBB, *Economisch Tijdschrift*, 39-65, juni.
- De Prest E., H. Geeroms en G. Langenus (2012), 'Nieuwe ontwikkelingen in de economische governance van de Europese Unie', NBB, *Economisch Tijdschrift*, 107-127, juni.

- EBA (2012), *Update on the implementation of Capital Plans following the EBA's 2011 recommendation on the creation of temporary capital buffers to restore market confidence*, (<http://www.eba.europa.eu/cebs/media/aboutus/News%20and%20Communications/EBA-BS-2012-149--recap-report-to-be-published-11-July--FINAL.pdf>).
- EC (2006), 'Widening current account differences within the euro area', *Quarterly Report on the euro area*, 25-37, December.
- EC (2012), 'Capital flows into vulnerable countries: Official and private funding trends', *Quarterly Report on the euro area*, 24-30, April.
- ECB (2009), 'The external financing of households and non-financial corporations: a comparison of the euro area and the United States', *Monthly Bulletin*, 69-84, April.
- ECB (2010), 'De invloed van transacties tussen MFI's op de recente ontwikkelingen op de balansen van de MFI's', *Maandbericht*, 22-26, september.
- ECB (2011a), 'The ECB's non-standard measures: Impact and phasing-out', *Monthly Bulletin*, 55-69, July.
- ECB (2011b), *Guideline of the ECB of 20 September 2011 on monetary policy instruments and procedures of the Eurosystem* (http://www.ecb.int/ecb/legal/pdf/l_33120111214en000100951.pdf)
- ECB (2011c), 'TARGET2 balances of national central banks in the euro area', *Monthly Bulletin*, 35-40, October.
- ECB (2012a), 'The impact of the first three-year longer-term refinancing operation', *Monthly Bulletin*, 30-31, January.
- ECB (2012b), *Financial Integration in Europe*, April.
- ECB (2012c), *Financial Stability Review*, June.
- Gros D. en N. Thygesen (1998), *European monetary integration: From the European monetary system to the economic and monetary union*, 2nd edition, New York, Addison Wesley Longman.
- Hannoun H. (2012), *Monetary policy in the crisis: Testing the limits of monetary policy*, speech at the 47th SEACEN Governors' Conference, Seoul, februari.
- Ide S., J. Boeckx en D. Cornille (2009), 'Deflatie, een demon uit een ver verleden of een reëel gevaar anno 2009?', NBB, *Economisch Tijdschrift*, 7-33, september.
- Ifo (2012), *The European balance of payments crisis*, CESifo forum, January.
- IMF (2012a), *Euro area policies: 2012 article IV consultation*, Selected issues paper, July.
- IMF (2012b), *Euro area policies: 2012 article IV consultation*, Staff report, July.
- Jobst C., M. Handig en R. Holzfeind (2012), 'Understanding TARGET2: The Eurosystem's euro payment system from an economic and balance sheet perspective', *Monetary Policy and the Economy Q1/12*, OeNB, 81-91.
- Krsnakova L. en M. Oberleithner (2012), 'How euro banknotes in circulation affect intra-Eurosystem balances', *Monetary Policy and the Economy Q1/12*, OeNB, 70-80.
- Merler S. en J. Pisani-Ferry (2012a), *Sudden stops in the euro area*, Bruegel Policy Contribution, 2012-06, March.

Merler S. en J. Pisani-Ferry (2012b), 'Hazardous tango: Sovereign-bank interdependence and financial stability in the euro area', Banque de France, *Public debt, monetary policy and financial stability*, *Financial Stability Review* No. 16, 201-210, April.

Obstfeld M. (1996), 'Models of currency crises with self-fulfilling features', *European Economic Review*, Vol. 40(3-5), 1037-1047, April.

Obstfeld M. en K. Rogoff (1995), 'The mirage of fixed exchange rates', *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 9(4), 73-96.

OECD (2012), *Economic Outlook 91*, May.

Papademos L. (2009), *Financial stability and macro-prudential supervision: Objectives, instruments and the role of the ECB*, Speech at the conference 'The ECB and Its Watchers XI', Frankfurt, 4 september.

Shleifer A. en R. Vishny (2011), 'Fire sales in finance and macroeconomics', *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 25(1), 29-48.

Trichet J.-C. (2009), *The ECB's enhanced credit support*, Keynote address at the University of Munich, Munich, 13 juli.