

Samenvatting van RBA-scriptie: Impact van crisisresolutiemechanismen op de fragmentatie van de Europese markt voor staatsobligaties

Auteur
Ruth van de Belt¹

Met de verkiezingsoverwinning van Macron en zijn partij La République en Marche in Frankrijk en de totstandkoming van een nieuwe Duitse regering bestaande uit het CDU/CSU en de SPD is er in Europa weer een meer pro-Europese wind gaan waaien (hoewel de anti-Europese sentimenten relatief groot blijven). Parijs en Berlijn zijn voorstander van verdergaande integratie van de Europese en Monetaire Unie (EMU). Voor het voortbestaan van het gemeenschappelijke valuta-gebied zijn verdere hervormingen inderdaad noodzakelijk. De EMU functioneert op dit moment suboptimaal.

Een van de randvoorwaarden voor een goed functionerende monetaire unie is integratie van financiële markten. Het is belangrijk dat financiële relaties zich niet alleen binnen de landsgrenzen van een lidstaat blijven afspelen. Bij dergelijke financiële fragmentatie zullen de financieringskosten voor commerciële banken en de kredietkosten voor consumenten en bedrijven in verschillende eurolanden immers uit elkaar lopen. Hierdoor neemt de effectiviteit van het monetaire beleid van een centrale bank af. Het wordt moeilijk om een uniform monetair beleid te voeren waarvan de gehele monetaire unie in dezelfde mate profiteert. Prijsstabiliteit handhaven wordt lastig.

Het voornemen tot de oprichting van de EMU leidde tot ogenschijnlijke integratie van financiële markten. Zo convergeerden de interbancaire geldmarkttarieven en *yields spreads* op staatsobligaties. Dit werd gezien als een zeer natuurlijke ontwikkeling. Het valutarisico was immers verdwenen. Bovendien werden aan deelname aan de EMU diverse voorwaarden gesteld, waardoor de (gepercipieerde) inflatie- en kredietrisico's afnamen. Na de uitbraak van de Grote Financiële Crisis (GFC) werd echter duidelijk dat de Europese financiële markten veel minder goed geïntegreerd waren dan gedacht. De financiële geld-

markttarieven van de verschillende lidstaten waaierden uit. En ook andere financiële markten, waaronder de markten voor staatsobligaties, bleken minder sterk geïntegreerd dan alom gedacht.

In de nasleep van de GFC hebben de Europese beleidsmakers verschillende maatregelen getroffen om de financiële fragmentatie te verminderen. De ECB heeft een aantal onconventionele maatregelen genomen, zoals liquiditeitssteun en grootschalige opkoopprogramma's, onder andere voor obligaties. Ook vanuit de politiek werden diverse maatregelen getroffen om de verschillen tussen landen te verkleinen en de financiële fragmentatie te verminderen. Overheden verleenden bijvoorbeeld steun aan de financiële sector. Daarnaast ontving een aantal eurolanden financiële steun via twee opgerichte (tijdelijke) noodfondsen. Verder werd de regelgeving aangescherpt om de begrotingsdiscipline te versterken en de macro-economische onevenwichtigheden te verkleinen.

In de scriptie is onderzocht of de officiële aankondigingen van deze crisisresolutiemechanismen de financiële fragmentatie op de Europese markten voor staatsobligaties hebben verminderd.² Maatregelen die direct op de markt voor staatsobligaties waren gericht bleken het meest effectief. De aankondiging van het Securities Market Program (SMP), het opkoopprogramma waarmee de ECB staatsobligaties van de landen in de periferie van de eurozone opkocht, had de grootste impact. Ook de aankondiging van de Outright Monetary Transactions (OMT), die de ECB in staat stelde om staatsobligaties op de kopen van lidstaten met een EU/IMF-programma, had een negatieve impact op de soevereine spreads. De Europese politici hebben de soevereine spreads vooral gedrukt via de steunprogramma's voor overheden in moei-

lijkheden. De aankondigingen rondom de invoering van de noodfondsen zijn nauwelijks van invloed geweest op soevereine spreads. Deze resultaten laten zien dat de impact van de aankondigingen toeneemt naarmate de aankondigingen probleemspecifieker zijn. Daarnaast geldt voor de ECB dat de omvang van het aangekondigde maatregel groot genoeg moet zijn om markten in beweging te brengen. Aankondigen waarbij geen bovengrens werd genoemd deden het beter dan maatregelen waarbij er wel sprake was van een maximum.

De onderzochte maatregelen hadden vooral tot doel om de acute crisis te bedwingen. Voor het voortbestaan van de monetaire unie op lange termijn moeten de fundamenten verder worden verbeterd. De eurolanden moeten samen de impact van externe schokken gaan opvangen door middel van risicodeling. De financiële fragmentatie moet worden opgeheven en de bankenunie moet worden voltooid door invoering van een gemeenschappelijk depositogarantiestelsel. Het EMU-project kan op middellange termijn echter alleen slagen als alle eurolanden een economie hebben die binnen de monetaire unie kan gedijen. Dit vraagt om convergentie van economische structuren en dus een verdere harmonisatie van regelgeving. Bovendien moet de risicodeling binnen de publieke sector te worden uitgebreid door middel van een Europees begrotingsbeleid. Echter, voordat we verder gaan integreren ligt het voor de hand om eerst de bestaande afspraken na te komen. ■

1 Ruth van de Belt MSc RBA is Investment Strategist bij Triodos Investment Management

2 Er is niet gekeken naar implementatie-effecten noch is er rekening gehouden met marktverwachtingen omtrent de aankondigingen, terwijl dit mogelijk wel een significante impact heeft gehad op de *yield spreads*.