



Open Universiteit

PROF. DR. STEFANIE KLEIMEIER

**Eén munt, één markt?
20 jaar bankieren met de euro**





Open Universiteit

PROF. DR. STEFANIE KLEIMEIER

**Eén munt, één markt?
20 jaar bankieren met de euro**

© Copyright prof. dr. Stefanie Kleimeier, 2021

All rights reserved. No part of this publication may reproduced, stored, in a retrieval system, or transmitted, in any form or by any means, electronic, mechanical, photocopying, recording or otherwise, without the prior permission of the publishers.

Auteur: prof. dr. Stefanie Kleimeier

Ontwerp omslag: Marco Smeets, Afdeling Visuele Communicatie, Open Universiteit

Opmaak binnenwerk: Richard Coenen

Redactie: Ruud Kramer

ISBN/EAN: 978 90 358 1452 3

Printed in The Netherlands

INHOUD

1	Het hoe en waarom van de Europese bankenmarktintegratie	9
1.1	Welke rol speelt de euro bij de integratie van de Europese bankenmarkt?	9
1.2	Waarom willen Europese beleidsmakers één geïntegreerde bankenmarkt?	9
1.3	Hoe kunnen wij de integratie van de Europese bankenmarkt meten?	11
2	De jure integratie van de Europese bankenmarkt	15
3	De facto integratie van de Europese bankenmarkt	17
3.1	Bevindingen op basis van prijsindicatoren	18
3.2	Bevindingen op basis van nieuwsindicatoren	21
3.3	Bevindingen op basis van kwantiteitsindicatoren	22
3.4	20 jaar bankieren met de euro: wat is de stand van zaken?	28
4	De toekomst van de Europese bankenmarktintegratie: leerstoel- en onderzoeksagenda	29
4.1	De Bankenunie	29
4.2	De Kapitaalmarktunie	31
5	Dankwoord	34
6	Referenties	36

Eén munt, één markt? 20 jaar bankieren met de euro

Rede

in verkorte vorm uitgesproken
bij de openbare aanvaarding van het ambt
van hoogleraar Entrepreneurial Finance and Banking
aan de Open Universiteit

op vrijdag 3 september 2021

door prof. dr. Stefanie Kleimeier

*Mijnheer de rector-magnificus,
Mijnheer de decaan,
Zeer gewaardeerde toehoorders,*

Welkom bij mijn inaugurele rede als hoogleraar Entrepreneurial Finance and Banking aan de Open Universiteit. Ik ben zeer vereerd om vandaag zoveel van mijn collega's, familieleden en vrienden in het publiek te zien. Tijdens mijn rede wil ik u graag over een onderwerp vertellen dat mij na aan het hart ligt en dat de afgelopen twee decennia de kern van mijn academische onderzoeksagenda heeft gevormd: de integratie van de bankenmarkt in Europa¹.

Waarom is de integratie van de Europese bankenmarkt van belang? Heeft de invoering van de euro de integratie van de bankenmarkt bevorderd? Hoe geïntegreerd is de Europese bankenmarkt? Heeft de financiële crisis ons denken over de integratie van de bankenmarkten veranderd? Welke uitdagingen liggen in het verschiet bij het creëren van een stabiele en geïntegreerde bankenmarkt? Dit zijn vragen die ik in mijn oratie aan de orde wil stellen.

¹ In deze hele rede gebruik ik de term 'bankenmarkt' om te verwijzen naar het particuliere bankwezen. Hierin zamelen banken spaargeld van en verstrekken leningen aan huishoudens en niet-financiële bedrijven.

1 HET HOE EN WAAROM VAN DE EUROPESE BANKENMARKTINTEGRATIE

1.1 Welke rol speelt de euro bij de integratie van de Europese bankenmarkt?

Op 7 februari 1992 hebben de Europese leiders het Verdrag van Maastricht ondertekend en zich daarmee verplicht tot de invoering van één Europese munteenheid, de euro. Na bijna tien jaar van voorbereidingen werd de euro gelanceerd: aanvankelijk op 1 januari 1999 als een 'onzichtbare' munteenheid die werd gebruikt voor boekhoudkundige doeleinden en elektronische betalingen. Uiteindelijk drie jaar later als een 'tastbare' munteenheid in de vorm van munten en biljetten. Op 1 januari 2002 hebben wij samen met de burgers van twaalf landen² van de Europese Unie (EU) de guldens, marken of franken in onze portemonnees vervangen door euros.

Om het belang van deze gebeurtenis te begrijpen, moeten wij de euro in de bredere context van de EU en haar doelstellingen beschouwen. De motivatie voor Europese integratie is altijd politiek geweest. Jean Monnet, een van de grondleggers van de EU bepleitte zelfs een 'Verenigde Staten van Europa'.³ De drijfveren hiertoe zijn echter altijd economisch geweest. In artikel 2 van het Verdrag van Rome van 1957 wordt de totstandbrenging van één gemeenschappelijke economische ruimte met één gemeenschappelijke markt aangemerkt als de taak van de Gemeenschap. Het streven naar één geïntegreerde Europese bankenmarkt kan als onderdeel worden gezien van dit Europese integratieproject. Hierbij speelt de invoering van de euro een sleutelrol. In 2000 heeft Tommaso Padoa-Schioppa van het bestuur van de Europese Centrale Bank (ECB) dit duidelijk verwoord: 'één gemeenschappelijke munt en één gemeenschappelijke centrale bank ... verenigt zeer vaak het bancaire systeem'.⁴

1.2 Waarom willen Europese beleidsmakers één geïntegreerde bankenmarkt?

Financiële integratie is geen doelstelling op zich, maar is een belangrijk instrument om huishoudens en bedrijven economische voordelen te bieden. In 1988 heeft de Commissie van de Europese Gemeenschappen opdracht gegeven tot een studie, die nu algemeen bekend staat als het het Cecchini-rapport.⁵ Hierin zijn kwantitatieve schattingen van de voordelen voortvloeiend uit de financiële integratie opgenomen.

2 België, Duitsland, Finland, Frankrijk, Griekenland, Ierland, Italië, Luxemburg, Nederland, Oostenrijk, Portugal en Spanje.

3 European Commission, *The Founding Fathers of the EU: 'Jean Monnet: the unifying force behind the birth of the European Union'* (https://europa.eu/European-union/sites/europaeu/files/docs/body/jean_monnet_en.pdf).

4 Padoa-Schioppa (2000): 'a single currency and a single central bank ... very often unifies a banking system'.

5 Commission of the European Communities (1988).

De auteurs van het Cecchini-rapport stelden dat financiële integratie de banken in staat stelt hun diensten in alle andere EU-landen aan te bieden, waardoor schaalvoordelen kunnen worden behaald en de concurrentie kan toenemen. Dit zou er op zijn beurt toe moeten leiden dat de prijzen van financiële diensten dalen naar de prijzen van de leveranciers met de laagste kosten. Voor huishoudens en bedrijven betekent dit aanzienlijk lagere financieringskosten. In januari 1988 bedroegen de financieringskosten voor bedrijven (prime rates) 13% in Italië en 17% in Spanje, tegenover slechts 6% in Duitsland of Nederland. Voor Italiaanse en Spaanse bedrijven betekende dit dat de financieringskosten met meer dan 50% hadden kunnen dalen. Hoewel dit duidelijk een extreem voorbeeld is, voorspelde het Cecchini-rapport een prijsverlaging van gemiddeld 11% in alle landen en een totale toename van het consumentenoverschot van 21,6 miljard ecu voor de 8 lidstaten: België, Duitsland, Spanje, Frankrijk, Italië, Luxemburg, Nederland en het Verenigd Koninkrijk. De integratie van de bankenmarkt kan dus worden beschouwd als een middel om de efficiëntie van de financiële sector te verbeteren. Consumenten krijgen de beste spaarmogelijkheden aangeboden en bedrijven hebben toegang tot diepe en liquide kapitaalmarkten.⁶

Bij de invoering van de euro beweerde de Europese Commissie bovendien dat een geïntegreerde Europese financiële markt zou bijdragen tot creatie van werkgelegenheid en economische groei, zoals beoogd in de agenda van Lissabon.⁷ Dit kan worden bereikt door het financieringsaanbod in de minder financieel ontwikkelde landen van de EU te vergroten, door buitenlands banken eenvoudiger markttoegang te verlenen. Zo worden bedrijven in minder ontwikkelde lokale bankenmarkten in nauwer contact gebracht met efficiëntere buitenlandse banken. Ook kunnen bedrijven en huishoudens grensoverschrijdend actief zijn en hun bankzaken op meer financieel ontwikkelde buitenlandse markten uitoefenen. Zo krijgen klanten in minder ontwikkelde markten gemakkelijker en goedkoper toegang tot kapitaal.⁸

Een ander voordeel van financiële integratie is dat het de financiële stabiliteit kan vergroten. Terwijl de euro aanvankelijk vooral werd gezien als een middel om de integratie van de bankenmarkt te bevorderen, hebben de Grote Financiële Crisis (GFC) van 2007/08 en de daaropvolgende eurocrisis ons geleerd hoe belangrijk een geïntegreerde bankenmarkt is voor de stabiliteit van het bancaire systeem.⁹ In een monetaire unie, zoals de Europese Monetaire Unie (EMU), stelt een geïntegreerde bankenmarkt de banken in staat om hun activiteiten over verschillende landen te spreiden zonder dat zij zich blootstellen aan wisselkoersrisico's. Banken halen geld op bij depositohouders en verstrekken leningen aan kredietnemers in alle EMU-landen. Op sommige nationale markten zullen de banken dus worden getroffen door de crisis, terwijl het op andere markten 'business as usual' is. Deze diversificatie kan de gevolgen van de crisis verminderen, aangezien banken verliezen uit niet-afgeloste leningen in een door de

⁶ Zoals besproken in Kleimeier & Sander (2000) is het Cecchini-rapport echter wel onderwerp van kritiek geweest. Zie ook Gardener & Teppet (1995) voor een kritische replica van de methodologie van het Cecchini-rapport.

⁷ European Commission (2001).

⁸ Guiso et al. (2004).

⁹ Draghi (2014).

crisis getroffen land kunnen compenseren met winsten uit een door niet van de crisis getroffen land. Zo draagt een geïntegreerde bankenmarkt bij aan de stabiliteit van het bancaire systeem en uiteindelijk aan de crisisbestendigheid van de euro.¹⁰

1.3 Hoe kunnen wij de integratie van de Europese bankenmarkt meten?

Vóór de invoering van de euro maakten de Europese beleidsmakers zich niet veel zorgen over hun nog steeds gesegmenteerde bankenmarkten. Maar het zijn nu net deze bankenmarkten waarin alle financiële grensoverschrijdende transacties binnen de EMU zouden moeten worden uitgevoerd. In het Verdrag van Maastricht worden de voorwaarden voor toetreding tot de EMU geformuleerd, maar geen van deze voorwaarden had betrekking op de bankenmarkten. Toetredingsvoorwaarden zijn: twee jaar relatieve wisselkoersstabiliteit, limieten voor het begrotingstekort en de overheidsschuld, en inflatie- en renteconvergentie. De convergentie van de rentetarieven heeft echter betrekking op de rentetarieven voor langlopende staatsobligaties en niet op de rentetarieven voor bankleningen of -deposito's voor bedrijven en huishoudens.

Even verrassend is dat er destijds weinig bekend was over de mate van integratie van de Europese bankenmarkt.¹¹ Ook was er geen duidelijkheid over hoe de integratie van de bankenmarkt het best kon worden gemeten. Perfect geïntegreerde markten gehoorzamen per definitie aan de 'law of one price' (LOOP, de wet van één prijs). Dat wil zeggen dat identieke goederen overal tegen één prijs worden verhandeld. De LOOP vormt de kern van het Cecchini-rapport en de prognose hieruit dat de verschillende nationale rentetarieven zullen convergeren naar het laagste rentetarief binnen de EMU. In 2002 heeft de Europese Commissie een studie laten uitvoeren om de ontwikkeling van de integratie van de Europese financiële markten te evalueren, te analyseren en alternatieve indicatoren te ontwikkelen.¹² Voor de bankenmarkt wordt in deze studie - net als in het Cecchini-rapport - de voorkeur gegeven aan het gebruik van de LOOP en hieraan gerelateerde indicatoren als sigma- en bètaconvergentie. Deze prijsindicatoren zijn aantrekkelijk omdat rentetarieven gemakkelijk beschikbaar, nauwkeurig en eenvoudig te interpreteren zijn.

Hoewel de LOOP een zinvol concept is voor aandelen- en obligatiemarkten, heb ik - samen met mijn co-auteur Harald Sander - al vroeg het nut van de LOOP als de enige en beste indicator voor bankenmarktintegratie in twijfel getrokken.¹³ Banken zullen heterogene producten aan huishoudens and bedrijven aanbieden zolang de regelgeving van land tot land verschilt. Er bestaan bijvoorbeeld verschillen in de fiscale

¹⁰ *Bénassy-Quéré et al. (2018).*

¹¹ *Eerste analyses worden geleverd door Buch (2002), Centeno & Mello (1999), Kleimeier & Sander (2000), Lemmen (1998), Steinherr & Huvencers (1992), Zimmerman (1995).*

¹² *Adam et al. (2002).*

¹³ *Kleimeier & Sander (2000).*

afrekbaarheid van de rentekosten van leningen, de belastingheffing op rente-inkomsten uit deposito's en de bescherming die de depositoverzekering aan de spaarders biedt. Voor heterogene particuliere bankproducten zal de LOOP niet gelden.

Hoewel wettelijke integratie-obstakels door beleidsmakers kunnen worden en ook zijn aangepakt, kunnen niet-wettelijke obstakels die het gevolg zijn van informatie asymmetrieën of verschillen in economische risico's en consumentenvoorkeuren, dat niet. Als huishoudens bijvoorbeeld hun spaargeld bij een bank storten, willen zij er zeker van zijn dat hun geld in veilige handen is. Bij de keuze van een bank zijn vertrouwen en betrouwbaarheid dan ook belangrijke overwegingen voor een klant. Als bedrijven of huishoudens problemen ondervinden in hun bankzaken, bijvoorbeeld in de vorm van een frauduleuze creditcard-transactie of een foutieve overboeking, geven zij de voorkeur aan een gemakkelijke toegang tot de bank om hun probleem snel op te lossen. Zo zullen de geografische nabijheid van het bankkantoor, de vertrouwelijkheid met de bankmedewerker of het begrip van de contractuele rechten leiden tot gesegmenteerde bankenmarkten en heterogene bankproducten.

Beschouw een ander gangbaar particulier bankproduct: een hypotheek. De bank stelt de hypotheekrente vast op basis van een complex risicopakket, waaronder kredietrisico's, huizenprijzrisico's en risico's van vervroegde aflossing. De huizenprijzen vertonen een zeer sterke lokale variatie en de voorkeuren van de consument voor rentevastperiodes verschillen enorm van land tot land. Zo zullen de verschillen in economische risico's en consumentenvoorkeuren de bankenmarkt segmenteren en zal het LOOP niet informatief zijn over de integratie van deze markt.¹⁴

Bovendien hebben banken doorgaans te kampen met informatie asymmetrieën: In tegenstelling tot de bank, is de kredietnemer op de hoogte van zijn of haar bereidheid en potentie om de lening terug te betalen. Voor zover lokale of nationale kennis deze informatie asymmetrieën vermindert, kunnen lokale banken een voordeel hebben ten opzichte van buitenlandse banken. Met name particuliere diensten, zoals het verstrekken van leningen aan midden- en kleinbedrijven (MKB), zullen wellicht altijd worden verleend door lokale banken die de lokale markt, taal en cultuur het beste begrijpen en die de lokale bedrijven beter kennen. In een markt waar de nabijheid van de klant van fundamenteel belang blijft, zelfs in een tijdperk van internet bankieren en Fintech, kunnen wettelijke instrumenten ontoereikend zijn om een volledige marktintegratie tot stand te brengen.¹⁵

Zolang deze niet-wettelijke verschillen binnen de EMU blijven bestaan, hoeft de convergentie naar de LOOP niet noodzakelijkerwijs te wijzen op een diepe en reële integratie van de bankenmarkten. In plaats daarvan kan de convergentie naar de LOOP eenvoudigweg een homogene 'interest-rate pass-through' (PT) weerspiegelen.¹⁶ Met andere woorden: met de invoering van de euro als gemeenschappelijke munt kwam de oprichting van de gemeenschappelijke centrale bank, de ECB. In plaats van de nationale centrale banken, zoals de Bundesbank of De Nederlandsche Bank, bepaalt de ECB nu het monetaire beleid en stelt zij de rentetarieven vast voor alle EMU-landen.

¹⁴ Schäfer (2009).

¹⁵ Dermine (2006), Kleimeier & Sander (2007).

¹⁶ Sander & Kleimeier (2004).

Als gevolg daarvan integreren de geldmarkten zich. Alle banken worden nu geconfronteerd met dezelfde financieringskosten die zij aan hun klanten doorberekenen wanneer zij de rentetarieven voor spaarrekeningen en leningen bepalen. Op deze manier kan de convergentie van de rentetarieven voor particuliere leningen en deposito's eenvoudigweg een weerspiegeling zijn van de integratie van de interbancaire geldmarkt.

Zoals Harald Sander en ik lang hebben betoogd, is 'co-integratie' een alternatieve en naar onze mening een complementaire en in sommige situaties zelfs superieure indicator voor de integratie van de bankenmarkt.¹⁷ Bij co-integratie wordt gekeken naar een omgeving waarin de tijdreeksen van individuele variabelen 'sterk kunnen dwalen en toch kan worden verwacht dat sommige reeksenparen zodanig zich bewegen dat zij niet te ver uit elkaar drijven'.¹⁸ Co-integratie maakt het dus mogelijk de stand van de bankenmarktintegratie te beoordelen wanneer nationale krediet- of depositorenten aan elkaar gekoppeld zijn door middel van een langdurige evenwichtsrelatie die geen strikte prijs- of productnivellering eist. Bankmarkten kunnen dus geïntegreerd zijn, zelfs als de rentetarieven niet in overeenstemming zijn met het LOOP.

Door co-integratie als integratieindicator voor te stellen, erkennen wij dat in een geïntegreerde markt een volledige egalitatie van de rentetarieven niet te verwachten is. Maar wij verwachten wel dat de rentetarieven een zekere langetermijnrelatie zullen vertonen. In een geïntegreerde markt waar banken en hun klanten grenzen kunnen overschrijden, kan een co-integratierelatie ontstaan door het zoeken naar arbitragemogelijkheden. Banken verplaatsen hun activiteiten – via grensoverschrijdend bankieren, het overnemen van buitenlandse banken of de vestiging van buitenlandse filialen of dochterondernemingen – steeds meer naar landen waar de rente op leningen het hoogst is en de rente op deposito's het laagst. Huishoudens en bedrijven overschrijden de grenzen in precies de tegenovergestelde richting op zoek naar goedkope leningtarieven en hoge depositorenten. Deze internationale concurrentie of de dreiging ervan, zal helpen om het prijsgedrag van banken te harmoniseren en zo leiden tot co-geïntegreerde rentetarieven. In een dergelijke markt dienen de banken bovendien op homogene wijze te reageren op het monetaire beleid van de ECB. In de aanwezigheid van een geïntegreerde interbancaire markt met een gemeenschappelijke geldmarktrente, versterkt dit homogene bankengedrag de langdurige evenwichtsverhoudingen tussen de particuliere rentetarieven verder.

Zoals uit deze discussie blijkt, kunnen wij niet verwachten dat wij de integratie van de bankenmarkt kunnen begrijpen door alleen maar te kijken naar een enkel indicator zoals de LOOP. Vandaag de dag volgt de analyse van de financiële Europese integratie vaak een drievoudige taxonomie die een combinatie is van prijs-, nieuws- en kwantiteitsindicatoren.¹⁹

17 Kleimeier & Sander (2020, 2007, 2006a, 2006b, 2003, 2002, 2000), Sander & Kleimeier (2006, 2005, 2004, 2002).

18 Engle & Granger (1987): 'can wander extensively and yet some pairs of series may be expected to move so they do not drift too far apart'.

19 Zoals voorgesteld door Baele et al. (2004).

Prijsindicatoren beoordelen doorgaans het LOOP en maken gebruik van nationale rentetarieven om correlaties, variatiecoëfficiënten of sigma- en bètaconvergentie te berekenen. Aangezien deze indicatoren eenvoudigweg een weerspiegeling kunnen zijn van de oppervlakkige integratie die tot stand komt door de integratie van de geldmarkten in het kader van een gemeenschappelijk monetair beleid, moeten zij worden aangevuld met co-integratie- en kwantiteitsindicatoren. Deze complementaire indicatoren stellen ons in staat om ook de diepgaande integratie te beoordelen die het gevolg is van grensoverschrijdende bankactiviteiten en grensoverschrijdende bankconsolidatie.²⁰

Prijsindicatoren meten output en schatten het effect in dat integratie heeft op prijzen, bijvoorbeeld op rentetarieven. Nieuws- en kwantiteitsindicatoren meten input en beoordelen de manieren waarop de integratie tot stand komt. Als zodanig analyseren kwantiteitsindicatoren de feitelijke stromen van grensoverschrijdende bankleningen of -deposito's, grensoverschrijdende bankconsolidatie of het aantal buitenlandse dochterondernemingen. Nieuwsindicatoren maken gebruik van het idee dat bij volledige integratie de rentetarieven vooral moeten reageren op gemeenschappelijk nieuws in plaats van op regionaal nieuws. Zulke gemeenschappelijke nieuwsberichten zijn veranderingen van ofwel de beleidsrente van de ECB ofwel de geldmarktrente. In een geïntegreerde bankenmarkt wordt van banken verwacht dat zij op uniforme wijze reageren wanneer zij deze renteveranderingen aan hun klanten doorgeven.

Gezien hun verscheidenheid, leveren deze integratie-indicatoren complexe en soms tegenstrijdige bevindingen over de integratie van de Europese bankenmarkt. Dus is het niet verwonderlijk dat bankiers niet zeker weten welke maatregelen de Europese Commissie in de toekomst zal nemen om hun integratieagenda te bevorderen en hoe dit van invloed zal zijn op de bankenmarkt. De Deutsche Bank heeft dit zeer duidelijk verwoord²¹: 'Het doel van de Commissie om de particuliere bankenmarkten te integreren, staat niet ter discussie. Er bestaat echter wijdverbreide onzekerheid over (1) welke criteria moeten worden toegepast om de mate van marktintegratie te beoordelen, (2) in hoeverre integratiegaten het gevolg zijn van "natuurlijke" oorzaken zoals taalbarrières die niet door middel van wetgeving kunnen worden verholpen, en (3) welke wettelijke instrumenten in het licht hiervan geschikt lijken om de integratie van de particuliere bankenmarkten vooruit te helpen.' Deze drie vragen zijn niet alleen van belang voor bankiers, maar ook voor beleidsmakers en academici en ik zal deze vragen in het vervolg van deze oratie beantwoorden.

²⁰ Angeloni (2020), Kleimeier & Sander (2020).

²¹ Schäfer (2009): 'The Commission's aim to integrate retail banking markets is not a matter of dispute. However, there exists widespread uncertainty on (1) which criteria should be applied to assess the degree of market integration, (2) how far integration gaps stem from "natural" causes such as language barriers that cannot be redressed by means of regulation, and (3) which regulatory instruments appear suitable in the light of this to take integration of the retail banking markets forward.'

2 DE JURE INTEGRATIE VAN DE EUROPESE BANKENMARKT

De nationale verschillen in het Europese bankwezen ontwikkelden zich aan het einde van de 19e eeuw. In het begin van de 19e eeuw werd het banksysteem in alle landen gekenmerkt door twee soorten banken: stadsbanken die de binnenlandse en internationale handel financierden en plattelandsbanken die de lokale, voornamelijk agrarische economie financierden. De industriële revolutie creëerde de vraag naar een meer divers bankensysteem, bestaande uit spaarbanken, bouwverenigingen, coöperaties, stadsbanken op aandelen en plattelandsbanken. In elk land nam de concurrentie tussen deze financiële instellingen een andere vorm aan en leidde tot heterogeniteit in het Europese bankwezen.²²

In de EU zijn de doelstellingen van integratie en economische ontwikkeling altijd onlosmakelijk met elkaar verbonden geweest, zoals al bleek uit het Verdrag van Rome. Wat de totstandbrenging van één interne markt voor financiële diensten betreft, zijn de belangrijkste mijlpalen op het gebied van de wetgeving de Eerste Bankrichtlijn van 1977, de Tweede Bankrichtlijn van 1985, het Verdrag van Maastricht van 1992 en het Actieplan voor Financiële Diensten van 1999. Elk daarvan kenmerkt een nieuwe fase in het Europese rechtskader²³: de deregulering van de markttoegang (1957-73), de harmonisatie van de bancaire wetgeving (1973-83), de voltooiing van de interne markt (1983-92), de invoering van de eenheidsmunt (1999) en het actieplan voor financiële diensten (1999-2005). Dit laatste werd aangevuld met het 'Green Paper on Financial Service Policies' (2005-2010) met als doel de bestaande wetgeving te consolideren en te vereenvoudigen. Tevens was het doel de toepassing en handhaving in de lidstaten te bevorderen.

De effectiviteit van het vroege wetgevingsproces was beperkt. De Eerste Bankrichtlijn heeft niet geleid tot een aanzienlijke hoeveelheid grensoverschrijdend bankieren, aangezien de nationale verschillen in wetgeving intact zijn gebleven.²⁴ De Europese bankenmarkt werd vóór de Tweede Bankrichtlijn gekenmerkt door toegangsdrempels als gevolg van verschillende wetgevingssystemen of transactiekosten die de financiële integratie in de weg stonden. Tussen de goedkeuring van de Tweede Bankrichtlijn en de implementatie ervan leken de Europese banken zich echter voor te bereiden op de interne markt door middel van fusies en overnames, grensoverschrijdende allianties of samenwerkingsovereenkomsten.²⁵ De recessie in Europa halverwege de jaren negentig van de vorige eeuw heeft deze trend afgeremd, waarbij de meeste banken voorzichtiger werden. Zij richtten zich op geselecteerde financiële centra of activiteiten in plaats van op Europawijde fullservicenetwerken.²⁶

²² Kleimeier (2001).

²³ Dermine (2003).

²⁴ Heremans (1993), van Cayseele (1992), Zimmerman (1995).

²⁵ Canal (1993).

²⁶ Eades (1994), Zimmerman (1995).

Zo werd in 1999 de hoop gevestigd op de invoering van de euro om de financiële integratie te bevorderen. Tommaso Padoa-Schioppa van het bestuur van de ECB betoogde destijds dat 'de veelheid aan munteenheden op de interne markt een fundamentele factor was voor het behoud van de segmentatie van het bankenwezen' en dat 'het inderdaad het bestaan van een gemeenschappelijke munt en een gemeenschappelijke centrale bank is, die heel vaak een banksysteem verenigt.'²⁷

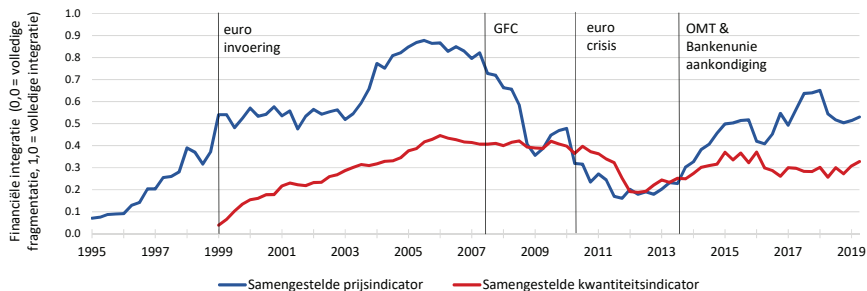
De GFC en de daaropvolgende eurocrisis hebben echter de zwakke punten van het Europese internemarktproject pijnlijk duidelijk gemaakt. Als reactie op de eurocrisis is met de oprichting van een Bankenunie – die in 2012 van start is gegaan en in 2015 ten uitvoer is gelegd – beoogd de verantwoordelijkheid van het nationale naar het Europees niveau over te hevelen. De Bankenunie erkent de onderlinge afhankelijkheid tussen financiële regelgeving, financiële integratie en financiële stabiliteit en richt zich op dit laatste. In tegenstelling daarop verschuift de EU met de in 2015 voorgestelde Kapitaalmarktunie de aandacht weer naar verdere financiële integratie.²⁸

²⁷ Padoa-Schioppa (2000): '[T]he multiplicity of currencies in the single market was a fundamental factor behind the preservation of the segmentation of the banking industry ... it is indeed the existence of a single currency and a single central bank which very often unifies a banking system.'

²⁸ Angeloni (2020), Kleimeier & Sander (2020).

3 DE FACTO INTEGRATIE VAN DE EUROPESE BANKENMARKT

Terwijl Europese beleidsmakers bij de invoering van de euro weinig aandacht besteedden aan de mate van integratie van de bankenmarkt, benadrukte de eurocrisis hoe belangrijk een geïntegreerde bankenmarkt is voor een crisisbestendige euro. Daarom wordt de stand van zaken met betrekking tot de integratie van de Europese bankenmarkt nu regelmatig geëvalueerd, met name in de jaarlijkse verslagen van de ECB.²⁹



Figuur 1: Financiële integratie in de EMU

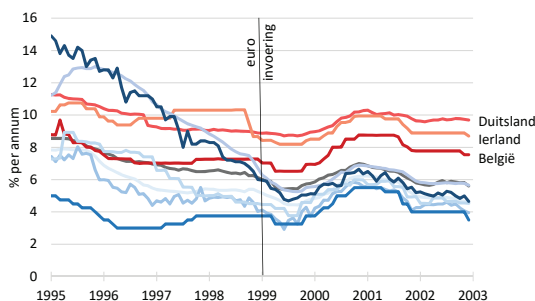
Figuur 1 geeft een eerste indruk van de ontwikkeling van de algemene Europese financiële integratie op de aandelen-, obligatie-, geld- en bankenmarkten.³⁰ Het laat twee samengestelde indicatoren zien die verschillende prijs- of kwantiteitsindicatoren samenvoegen. Deze indicatoren wijzen op vier verschillende fasen van financiële integratie in Europa: toenemende integratie in afwachting van de euro, verdere integratie in het kader van de EMU vóór de crisis, een scherpe desintegratie tijdens de crisis gevolgd door enig herstel na de 'whatever it takes'-aankondiging van ECB-president Draghi in juli 2012 en de latere aankondiging van de Bankenunie.³¹ Om de integratie van de bankenmarkt echt te begrijpen, moeten wij echter dieper graven in de prijs-, nieuws- en kwantiteitsindicatoren.

²⁹ Zie <https://www.ecb.europa.eu/pub/pub/prud/html/index.en.html?skey=integration>.

³⁰ Bron: ECB, *Indicators of Financial Integration in the Euro Area*. Zie ook Chart A in ECB (2018). OMT = Outright monetary transactions.

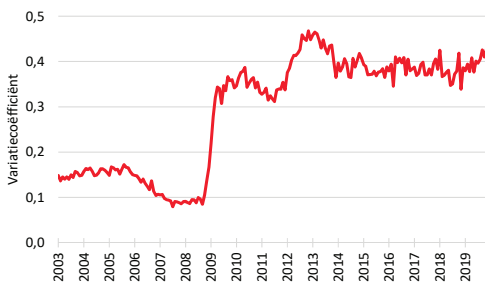
³¹ Toespraak van Mario Draghi tijdens de Global Investment Conference in Londen op 26 juli 2012: 'Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough.' (<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html>).

3.1 Bevindingen op basis van prijsindicatoren



Figuur 2: Convergentie van de rente op bedrijfsleningen

In de aanloop naar de euro convergeerden de rentetarieven niet alleen op de obligatie- en geldmarkten, maar ook op de bankenmarkten. Figuur 2 illustreert dit voor de rentetarieven op bedrijfsleningen.³² Vóór de invoering van de euro in 1999 kan convergentie duidelijk worden vastgesteld, d.w.z. voor een convergentiegroep van negen landen. Maar zelfs binnen deze convergentiegroep zijn er tegen eind 2002 nog steeds nationale rentever verschillen tot 2%. De rentetarieven in Duitsland, Ierland en België daarentegen vertonen weinig convergentie. Na de invoering van de euro vertonen de rentetarieven geen volledige convergentie naar de LOOP maar een sterke neiging tot gezamenlijke veranderingen. Dit patroon kan worden vastgesteld voor alle rentetarieven op leningen en deposito's, zij het in verschillende mate.



Figuur 3: Spreiding van de rente op bedrijfsleningen

Tijdens de eurocrisis is de spreiding van de rente op leningen en deposito's over de landen heen sterk toegenomen – Figuur 3 illustreert dit opnieuw voor de rente op bedrijfsleningen³³ – en er is slechts weinig bewijs voor ommekeer van dit divergentieproces.³⁴ Uitzondering hierop zijn kleine bedrijfsleningen met een omvang van minder dan 1 miljoen euro, waarvan de spreiding afneemt.

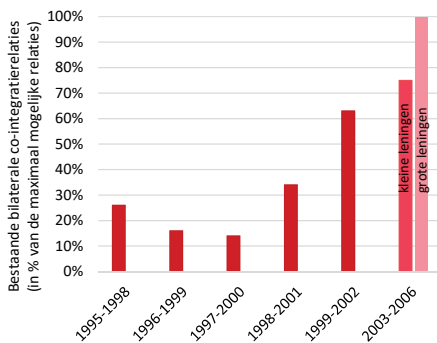
³² Bron: Kleimeier & Sander (2006b).

³³ Bron: Eigen berekeningen op basis van de MFI-rentestatistieken van de ECB.

³⁴ Rughoo & Sarantis (2014).

Dit wijst erop dat de toegang tot financiering voor het MKB is verbeterd, d.w.z. in de landen die het zwaarst door de crisis zijn getroffen. Tevens blijkt dat het Corporate Sector Purchase Program van de ECB erin geslaagd is de capaciteit van de banken voor het verstrekken van leningen aan het MKB te vergroten.³⁵

Zoals al eerder betoogd, hoeft convergentie echter geen indicatie te zijn voor de integratie van de bankenmarkt. Als wij kijken naar co-integratie-indicatoren, is men het er in het algemeen over eens dat de mate van integratie zowel laag als oppervlakkig is gebleven, zelfs vóór de eurocrisis.³⁶ Bovendien hangt de mate van integratie af van de concurrentiekenmerken van de particuliere bankenmarkt. Doorgaans wordt meer integratie gevonden naarmate de respectievelijke markten concurrerender zijn, naarmate zij minder worden geplaagd door nationale risico's en naarmate de verschillen in wetgeving kleiner zijn. Een voorbeeld van een dergelijke markt is de markt voor bedrijfsleningen. Deze co-integratiebevindingen zijn in overeenstemming met recente convergentie-analyses. Bovendien schrijven convergentieanalyses de toegenomen spreiding van de rentetarieven na 2008 toe aan de GFC en aan de intrinsieke kenmerken van de bankensector.³⁷



Figuur 4: Co-integratie van de rente op bedrijfsleningen

Figuur 4 presenteert resultaten van co-integratie analyses in de periode vóór de GFC en concentreert zich op rente op bedrijfsleningen.³⁸ In de aanloop naar de euro vertoonden de markten voor bedrijfsleningen weinig tekenen van integratie. Co-integratie neemt alleen toe onder de euro. Alleen de rente op grote bedrijfsleningen zijn voor de crisis volledig geïntegreerd. Dit co-integratieresultaat staat in schril contrast met het prijsconvergentieresultaat, dat vooral voor de euro-invoering integratie signaleert. De resultaten voor andere rentetarieven zijn als volgt: de markten voor kortlopende termijndeposito's, termijndeposito's voor het MKB en consumentenleningen op middellange termijn zijn sterk geïntegreerd, terwijl de hypotheekmarkten minder tekenen van co-integratie vertonen.³⁹

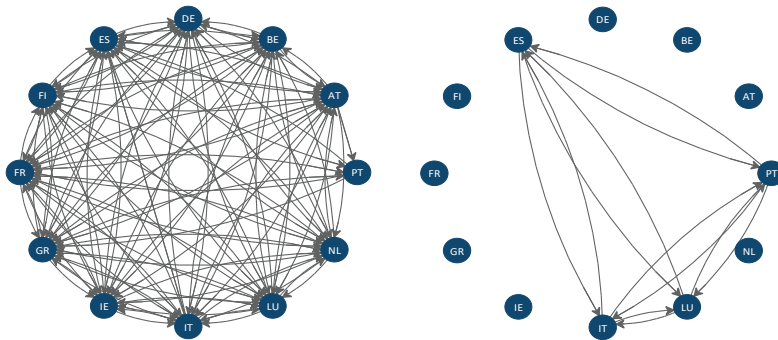
³⁵ ECB (2018).

³⁶ Brada, Kutan & Zhou (2005), Centeno & Mello (1999), Kleimeier & Sander (2007), Schüler & Heinemann (2003).

³⁷ Gupta & Seghal (2019), Rughoo & Sarantis (2014).

³⁸ Bron: Kleimeier & Sander (2006b, 2007).

³⁹ Kleimeier & Sander (2007).



Paneel A: Stabiele periode van 2003:1 tot 2010:1

Paneel B: Post-crisis periode van 2016:1 tot 2019:6

Figuur 5: Verstoring van de co-integratierelaties tussen de rentetarieven op bedrijfsleningen

Figuur 5 toont aan hoezeer de eurocrisis de bankenmarkt heeft verstoord.⁴⁰ Dit figuur geeft de bilaterale co-integratierelaties tussen de oorspronkelijke twaalf EMU-landen voor en na de crisis weer. Voor de crisis is de markt voor bedrijfsleningen sterk geïntegreerd, aangezien de meeste nationale rentetarieven een co-integratierelatie hebben met de meeste andere nationale rentetarieven. Na de crisis is het aantal co-integratierelaties echter drastisch gedaald en zijn alleen relaties tussen Italië, Luxemburg, Portugal en Spanje overgebleven.

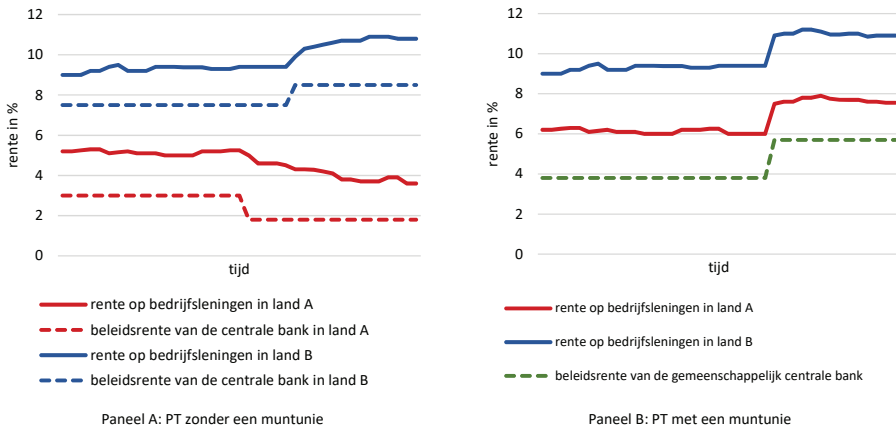
Hoe kunnen wij deze resultaten van de convergentie en co-integratieindicatoren met elkaar in overeenstemming brengen? In de aanloop naar de euro convergeerden de rentetarieven vooral onder invloed van de integratie van de geldmarkten in afwachting van het gemeenschappelijke monetaire beleid. Tijdens dit soort convergentieperiodes zijn de langetermijn-evenwichtsverhoudingen verstoord en hebben co-integratie-indicatoren dus weinig zin. Nadat het convergentieproces is voltooid, kunnen co-integratie-indicatoren echter zeer informatief zijn over integratie. Dit is zelfs het geval in een bankenmarkt die wordt gekenmerkt door heterogene bankproducten waarin niet-wettelijke barrières van belang zijn en de rentetarieven niet voldoen aan de LOOP.

De ernstige verstoring als gevolg van de crisis wijst er echter op dat de integratie van de bankmarkten al voor de crisis oppervlakkig was en voornamelijk werd aangedreven door geïntegreerde geldmarkten. Hoeveel (of weinig) van de waargenomen integratie van de bankenmarkt is dus het resultaat van een diepgaande integratie die voortvloeit uit grensoverschrijdende bankactiviteiten? Hoeveel integratie wordt bereikt door een meer homogene reactie op het gemeenschappelijk monetair beleid van de ECB in een concurrerende Europese bankenmarkt? De nieuws- en kwantiteitsindicatoren zullen deze vragen beantwoorden.

⁴⁰ Gebaseerd op tabel A5 in Sander & Kleimeier (2020). Elke pijl staat voor één co-integratierelatie.

3.2 Bevindingen op basis van nieuwsindicatoren

Nieuwsindicatoren maken gebruik van het idee dat bij volledige financiële integratie prijzen vooral reageren op gemeenschappelijk nieuws. In de bankenmarkt is dit gemeenschappelijke nieuws een verandering van de beleidsrente van de centrale bank of van de geldmarktrente. In een geïntegreerde markt reageren banken op homogene wijze op deze renteveranderingen. Dat wil zeggen dat alle banken in de EMU hun rente op leningen en deposito's op dezelfde manier moeten aanpassen wanneer de ECB haar monetaire beleidsrente wijzigt. Dit proces wordt het 'bankkredietkanaal van het monetaire beleid' genoemd en kan worden gemeten aan de hand van de rente PT.



Figuur 6: De pass-through buiten en binnen een monetaire unie

Figuur 6 illustreert hoe dit PT buiten en binnen een monetaire unie verschilt. Paneel A geeft een hypothetische situatie weer die wij in Europa hadden kunnen zien vóór de invoering van de euro en de oprichting van de ECB. De centrale bank van elk land heeft zijn eigen monetaire beleid. De beleidsrente verschilt van land tot land en verandert op verschillende momenten in de tijd. Aangezien de banken alleen op hun eigen centrale bank reageren leidt dit tot verschillende rentetarieven voor leningen en deposito's in elk land. Paneel B geeft een hypothetische situatie in de EMU weer. Wij hebben nu de ECB met haar gemeenschappelijk monetair beleid. Als de nationale bankenmarkten integreren, zullen de banken hun rente op leningen en deposito's op vergelijkbare wijze aanpassen en hebben wij een homogeen PT-proces. De mate van homogeniteit van de PT is dus indicatief voor de integratie van de bankenmarkt.

Hoe is de PT na de invoering van de euro veranderd en wat kan dit ons vertellen over de integratie van de bankenmarkt? Na de invoering van de euro is de PT inderdaad uniformer geworden.⁴¹

⁴¹ De Bondt, Mojon & Valla (2005), Heinemann & Schüler (2003), Kleimeier & Sander (2017, 2006a, 2006b, 2003, 2002), Kwapil & Scharler (2010), Sander & Kleimeier (2006, 2004, 2002).

De integratie van de geldmarkt en een stabielere geldmarktrente hebben er dan ook toe bijgedragen dat de rentetarieven van de banken in de EMU-landen zich parallel hebben ontwikkeld. In overeenstemming met de gegevens van de co-integratieindicatoren was de PT doorgaans sneller en vollediger naarmate de markten concurrerder waren. Dit is bijvoorbeeld het geval in de markt voor kortlopende bedrijfsleningen.⁴²

Sinds de GFC en met name de eurocrisis is de rentespreiding aanzienlijk toegenomen. Dit kan theoretisch worden toegeschreven aan twee oorzaken: Ten eerste, de desintegratie van de geldmarkt, die bovendien zijn functie van kortetermijnfinanciering voor banken heeft verloren. Ten tweede, de verstoring van het PT-proces zelf.⁴³ Tegenstanders van dit standpunt betogen echter dat niet de transmissie van het monetaire beleid met de crisis is veranderd, maar de samenstelling van de PT.⁴⁴ Volgens hen heeft het expansieve monetaire beleid tijdens de crisis het financieringsrisico van de banken verlaagd, maar was het beleid niet in staat om de marges van de banken te verlagen. Er zijn dus aanwijzingen dat de invoering van niet-traditionele monetaire beleidsmaatregelen door de ECB heeft bijgedragen tot een gedeeltelijk herstel van de PT, wat de geleidelijke stijging van de parallele veranderingen van de rentetarieven verklaart.

3.3 Bevindingen op basis van kwantiteitsindicatoren

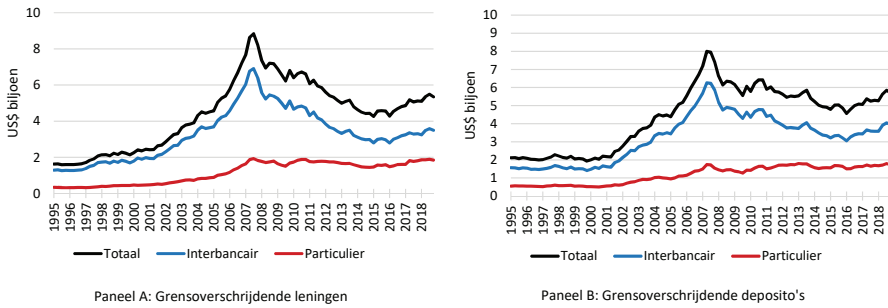
In een geïntegreerde markt kunnen banken en hun klanten de grens oversteken op zoek naar de beste rentetarieven. Banken bieden grensoverschrijdende bankdiensten aan, bijvoorbeeld via internetbankieren of zij betreden buitenlandse markten door het opzetten van buitenlandse kantoren of door het overnemen van buitenlandse banken. Dit grensoverschrijdende gedrag was al het doel dat Europese beleidsmakers voor ogen hadden bij het opstellen van de Eerste en Tweede Bankrichtlijn in de jaren zeventig en tachtig van de vorige eeuw. Toen de integratie niet tot stand kwam, werd de hoop op de euro gevestigd om de bankenmarkt te integreren. Heeft de euro dus deze diepgaande of 'reële' integratie van de bankenmarkten opgeleverd?

Het antwoord van kwantiteitsindicatoren is dat de integratie van de bankenmarkt nog steeds relatief oppervlakkig is. Teven is de integratie van de bankenmarkt nog niet volledig hersteld van de verstoringen van de crisis.

⁴² Belke, Beckmann & Verheyen (2013), Gropp, Kok & Lichtenberger (2014), Van Leuvensteijn et al. (2013).

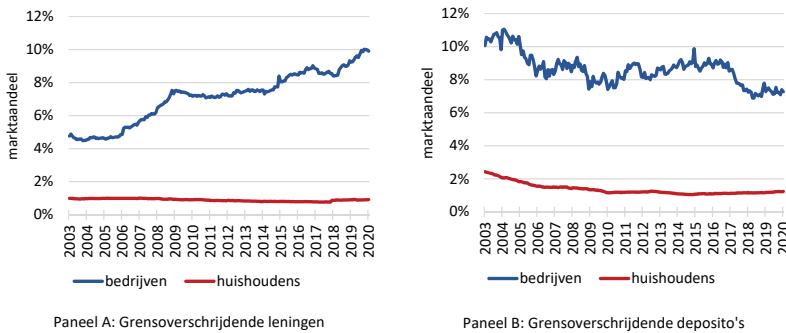
⁴³ Aristei & Gallo (2014), Hristov, Hülseswig & Wollmershäuser (2014).

⁴⁴ Von Borstel, Eikmeier & Knipfer (2016).



Figuur 7: Volume van het grensoverschrijdend bankieren

Figuur 7 illustreert de ontwikkeling van het grensoverschrijdend bankieren als één voorbeeld van een kwantiteitsindicator.⁴⁵ Hieruit blijkt dat zowel de grensoverschrijdende deposito's als leningen aanzienlijk zijn toegenomen, met name na de invoering van de euro. Medio 2008 bedroeg het volume aan grensoverschrijdende leningen en deposito's 8 à 9 biljoen dollar, waarvan ongeveer 2 biljoen dollar vanuit de particuliere sector. De GFC wordt gekenmerkt door een sterke inkrimping, waarbij de totale grensoverschrijdende bancaire activiteiten met bijna 50% afnamen. In tegenstelling tot de interbancaire markt laat de particuliere markt echter een veel grotere mate van veerkracht zien. De particuliere markt wordt gekenmerkt door een geringere mate van inkrimping en tevens een herstel tot het niveau van vóór de crisis. De eerste conclusie lijkt dus te zijn dat de euro inderdaad de diepgaande integratie via grensoverschrijdend particulier bankieren heeft gestimuleerd en dat deze reële integratie crisisbestendig is.



Figuur 8: Marktaandeel van het grensoverschrijdend bankieren

Figuur 7 geeft echter slechts een onvolledig beeld. Ondanks de toename van het totale volume aan grensoverschrijdende leningen en deposito's is het grensoverschrijdende bankieren slechts een klein deel van het totale particuliere bankieren.

⁴⁵ Bron: BIS Locational Banking Statistics, Tabel A6.1, grensoverschrijdende leningen en deposito's van klanten in de EMU met banken in alle BIS-rapporterende landen zijn inbegrepen.

Figuur 8 laat dit zien.⁴⁶ Het aandeel van de grensoverschrijdende deposito's van bedrijven is gedaald van ongeveer 10% in 2003 naar 7% begin 2020. De grensoverschrijdende deposito's van huishoudens zijn in dezelfde periode gedaald van een lage 2% naar circa 1%. Ook de grensoverschrijdende leningen aan huishoudens liggen in de orde van grootte van 1%. Alleen de grensoverschrijdende bedrijfsleningen zijn in de loop van de periode gestegen naar een marktaandeel van 10% aan het begin van 2020. De ECB meldt een vergelijkbare lage activiteit voor andere kwantiteitsindicatoren zoals grensoverschrijdende bankovernames of de oprichting van buitenlandse entiteiten.⁴⁷ Over het geheel genomen wijzen kwantiteitsindicatoren dus op een beperkte integratie van de bankenmarkt.

Dit lage niveau van grensoverschrijdend bankieren duidt erop dat huishoudens en bedrijven, met name MKBs, nog steeds zeer afhankelijk zijn van binnenlandse bankleningen en dus blootstaan aan kredietrisico's tijdens binnenlandse bankcrises.⁴⁸ Evenzo worden spaarders blootgesteld aan bankfaillissementen en het potentiële verlies van hun spaartegoeden wanneer zij geconfronteerd worden met een bankcrisis in hun thuisland. Sommige particuliere klanten kunnen tijdens een crisis echter wel een beroep doen op buitenlandse banken. Tegen de tijd dat de GFC de EMU bereikte, had zij al invloed op de VS en het VK. Bedrijven en huishoudens in de EMU konden dus anticiperen op de crisis. Reeds een jaar voor het begin van de GFC in hun respectieve thuislanden hebben kredietnemers contact opgenomen met buitenlandse banken en zijn de grensoverschrijdende leningen met 47% gestegen. Ook spaarders hebben hun geld naar het buitenland verplaatst op zoek naar veilige havens en grensoverschrijdende deposito's zijn in het jaar vóór de GFC met 30% gestegen.⁴⁹ Dit gedrag illustreert de voordelen van bankenmarktintegratie: door toegang te hebben tot de gehele EMU-bankenmarkt kunnen bedrijven en huishoudens zich beschermen tegen lokale schokken. Op deze manier zorgt een geïntegreerde bankenmarkt voor private risicodeling (private risk sharing) en zijn de Europese economie, banken en de euro verkrachtiger en beter in staat om een crisis te doorstaan.⁵⁰

Gezien het gebrek aan diepgaande integratie is het belangrijk om niet alleen de drijfveren maar ook de barrières voor grensoverschrijdend bankieren te begrijpen. Deze drijfveren en barrières kunnen worden geïdentificeerd en hun impact kan worden gemeten met behulp van een 'zwaartekrachtmodel' (gravity model). Zwaartekrachtmodellen zijn – zoals de naam al aangeeft – afgeleid van de wet van de zwaartekracht van Newton. Zij stellen dat de omvang van de handel toeneemt wanneer de afstand tussen de handelspartners kleiner wordt. Met andere woorden, het handelsvolume neemt toe met de omvang van de economie of de financiële markten van de handelspartners en neemt af met de transactie- en handelskosten.

⁴⁶ Bron: ECB's BSI data voor huishoudens en niet-financiële bedrijven. Marktaandelen worden berekend als de fractie van grensoverschrijdende leningen (of deposito's) ten opzichte van andere EMU-landen in procent van de binnenlandse plus grensoverschrijdende leningen (of deposito's).

⁴⁷ ECB (2018).

⁴⁸ Hoffmann, Maslov & Sørensen (2019).

⁴⁹ Kleimeier, Sander & Heuchemer (2013), Sander & Kleimeier (2013).

⁵⁰ Hoffmann et al. (2019).

Dit geldt zowel voor goederen als voor financiële diensten zoals grensoverschrijdende leningen en deposito's.

Een zwaartekrachtmodel voorspelt bijvoorbeeld een groter handelsvolume tussen Duitsland en Spanje dan tussen Duitsland en Oostenrijk als gevolg van de grotere economie van Spanje. De handel tussen Duitsland en Oostenrijk zou echter groter moeten zijn dan alleen al op grond van de economische omvang wordt voorspeld omdat de handelskosten tussen Duitsland en Oostenrijk laag zijn: de geografische nabijheid en een gemeenschappelijke grens betekenen kortere vervoersroutes en lagere vervoerskosten. Ook de gemeenschappelijke taal vergemakkelijkt communicatie en verlaagt zo transactiekosten.

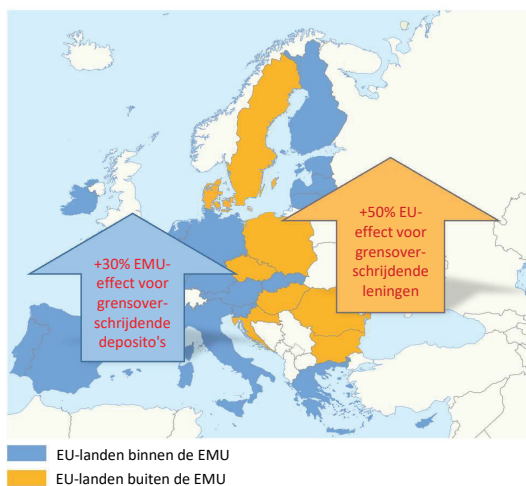
Zwaartekrachtmodellen voor grensoverschrijdend bankieren voorzien dat kredietnemers en depositohouders om drie belangrijke redenen naar het buitenland kunnen gaan: (1) arbitrage als reactie op risico-rendementsverschillen, (2) om andere economische activiteiten, zoals bilaterale handel, te volgen en te ondersteunen, en (3) om te profiteren van productdiversiteit. Deze modellen houden rekening met een reeks potentiële kosten die voortvloeien uit natuurlijke barrières (gemeenschappelijke grens, geografische afstand, enz.), politieke barrières (handelsovereenkomsten, monetaire unies, enz.) of culturele barrières (taal, juridisch systeem, vertrouwen, enz.).⁵¹

Empirisch onderzoek ondersteunt deze zienswijze: zowel leningen als deposito's volgen en ondersteunen andere economische activiteiten, d.w.z. grensoverschrijdende leningen ondersteunen de handel en directe buitenlandse investeringen. Kredietnemers overschrijden de grenzen wanneer zij niet rechtstreeks kunnen lenen bij buitenlandse banken in hun eigen land. Spaarders worden aangetrokken door lagere belastingen, een beter bankgeheim en een betere depositoverzekering in het buitenland. Tevens zijn buitenlandse financiële centra aantrekkelijk vanwege de aangeboden productvariëteit. Interessant is dat Europese bedrijven en huishoudens grensoverschrijdende rentever verschillen niet uitbuiten. Dit was reeds van toepassing voor de komst van huidige bijna-nul-rentetarieven.⁵²

In het kader van de Europese bankenmarktintegratie en de euro zijn nog twee andere aspecten van bijzonder belang: de rol van monetaire unies en het effect van culturele barrières.

⁵¹ *Heuchemer, Kleimeier & Sander (2009), Sander, Kleimeier & Heuchemer (2016).*

⁵² *Alworth & Andresen (1992), Fornari & Levy (2000), Grilli (1989), Heuchemer, Kleimeier & Sander (2009), Huijzinga & Nicodème (2004, 2006), Kleimeier, Sander & Qi (2019), Qi, Sander & Kleimeier (2020), Sander, Kleimeier & Heuchemer (2013, 2016).*



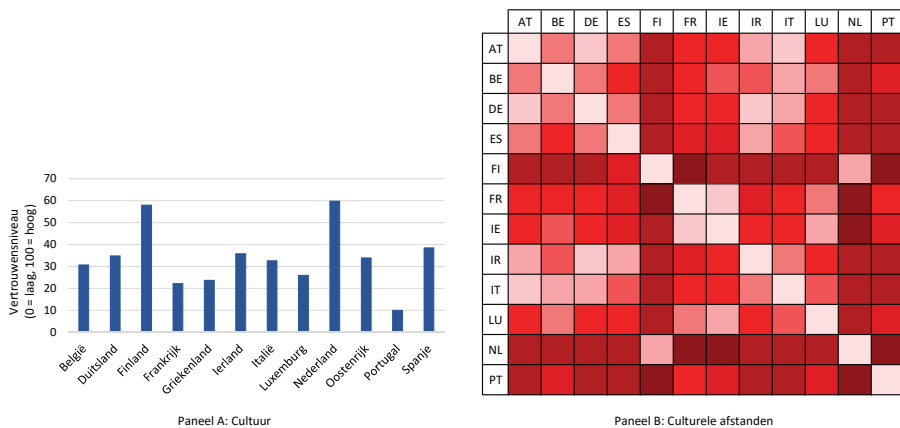
Figuur 9: De effecten van de EMU en de EU op de integratie van de bankenmarkt

Sinds het Verdrag van Rome heeft Europa de weg van economische en financiële integratie ingeslagen en profiteren de Europese huishoudens en bedrijven van de vrije handel binnen de EU en de afwezigheid van wisselkoersrisico's binnen de EMU. Hebben de Europese integratie en het streven naar een gemeenschappelijke munt dus bijgedragen aan de integratie van de bankenmarkt en aan de toename van het grensoverschrijdende bankieren door huishoudens en bedrijven? In de periode voor de GFC is het antwoord een duidelijk 'ja' voor deposito's (zie Figuur 9). De euro heeft de grensoverschrijdende deposito's binnen de EMU met meer dan 30% laten toenemen. Voor leningen is er geen EMU-effect geweest, maar het EU-lidmaatschap heeft de grensoverschrijdende kredietverlening met bijna 50% laten toenemen. Dit duidt erop dat grensoverschrijdende leningen voornamelijk de handel volgen en dat informatie-asymmetrieën in de kredietverlening de afwezigheid van wisselkoersrisico's domineren.⁵³

Ondanks deze bijdragen van vrijhandel en de euro aan de integratie van de bankenmarkt is het niveau van het grensoverschrijdende bankieren aanhoudend laag gebleven. Dit wijst erop dat 'natuurlijke' oorzaken – zoals culturele verschillen die niet door middel van wetgeving kunnen worden verholpen – inderdaad een reële en diepgaande bankenmarktintegratie in de weg zouden kunnen staan. Culturele barrières kunnen voortkomen uit zoiets simpels als verschillende talen die het voor de klant moeilijk maken om met de bank te communiceren. Culturele verschillen kunnen ook tot uiting komen in de manier waarop zaken worden gedaan en contracten worden opgesteld. In een land waar het vertrouwen laag is, kunnen contracten bijvoorbeeld complex zijn omdat zij alle mogelijke eventualiteiten proberen af te dekken.

⁵³ Figuur 9 is gebaseerd op resultaten in Sander, Kleimeier & Heuchemer (2013).

In een land waar het vertrouwen hoog is, zijn contracten veel eenvoudiger en is de spreekwoordelijke handdruk bijna voldoende. Het belang van vertrouwen kan niet genoeg worden benadrukt omdat handelstransacties, d.w.z. transacties die over een bepaalde periode worden uitgevoerd, vertrouwen vereisen.⁵⁴ Huishoudens geven hun spaargeld aan de bank en vertrouwen erop dat de bank hun geld kan teruggeven als zij het later nodig hebben. Banken vertrouwen erop dat bedrijven de opbrengst van de lening zoals beloofd in hun bedrijf investeren en alles in het werk stellen om de lening terug te betalen. Vertrouwensverschillen tussen landen kunnen dus worden gebruikt als een indicator voor culturele verschillen tussen landen.

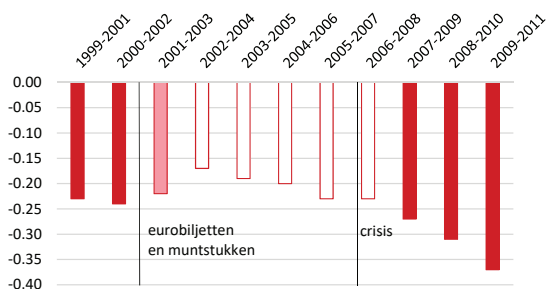


Figuur 10: Cultuur en culturele afstanden binnen Europa

Figuur 10 laat zien hoe cultureel verschillend Europa is: Paneel A toont de mate van vertrouwen in de verschillende landen en in Paneel B geven donkere kleuren grotere culturele afstanden tussen twee landen weer.⁵⁵ Nederlanders en Finnen hebben het meeste vertrouwen, terwijl Portugezen het minst vertrouwen hebben. De twee landen die cultureel gezien het meest op elkaar lijken, zijn Duitsland en Oostenrijk. In cultureel opzicht is Nederland het verst verwijderd van Frankrijk, Griekenland, Luxemburg of Portugal. Deze afstanden in vertrouwen zijn van belang voor de integratie van de bankenmarkt. In de EMU zouden de grensoverschrijdende deposito's met 15% toenemen als de culturele afstand met één enkele standaardafwijking omlaag gaat. Hier zijn enkele voorbeelden die dit effect illustreren: als Oostenrijk net zoveel zou lijken op Nederland als op Duitsland, dan zouden de grensoverschrijdende deposito's van Oostenrijkse bedrijven en huishoudens bij banken in Nederland met 45% toenemen. Als alle landen in de EMU evenveel op elkaar lijken als Oostenrijk en Duitsland, zou het totale volume aan grensoverschrijdende deposito's bijna verdubbelen.

⁵⁴ Alesina & Giuliano (2015), Arrow (1972).

⁵⁵ Bron: Tabel 3 in Sander, Kleimeier & Heuchemer (2016). De mate van vertrouwen wordt gemeten aan de hand van het percentage van de respondenten dat het antwoord 'de meeste mensen kunnen worden vertrouwd' geeft op de vraag van de World Value Survey 'Zou u in het algemeen zeggen dat de meeste mensen te vertrouwen zijn of dat u niet al te voorzichtig kunt zijn in de omgang met mensen?'



Figuur 11: Vermindering van grensoverschrijdende deposito's als gevolg van culturele afstand

Ook al zijn de culturele afstanden in Europa zelf stabiel, hun impact op de bankenmarkten en het gedrag van kredietnemers en spaarders is in de loop van de tijd veranderd, zoals blijkt uit Figuur 11.⁵⁶ Kort na de invoering van de euro als digitale munt in 1999 beperken de culturele afstanden in de EMU de hoeveelheid grensoverschrijdende deposito's. Dit beperkende effect is in de loop der tijd echter zwakker geworden, wat mogelijk wijst op een zekere 'euroforia'. De fysieke aanwezigheid van de euro zou wel eens het vertrouwen van huishoudens en bedrijven in de nieuwe gemeenschappelijke munt hebben versterkt, wat op zijn beurt het effect van culturele barrières heeft helpen verminderen. De financiële crisis leidt echter tot een sterke heropleving van culturele barrières.

3.4 20 jaar bankieren met de euro: wat is de stand van zaken?

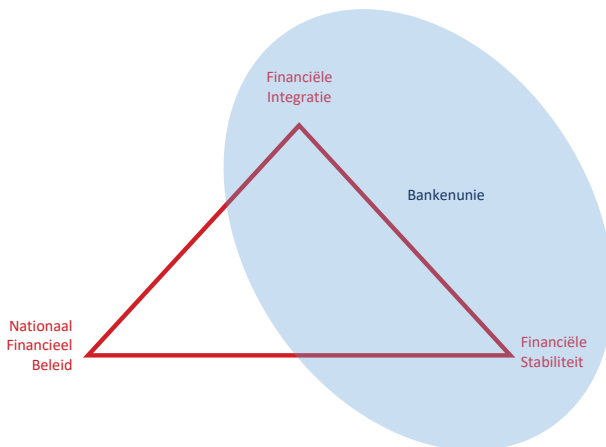
Wat concluderen wij uit deze verschillende integratie-indicatoren? Naar mijn mening is de belangrijkste conclusie dat de reële integratie van de bankenmarkt laag is gebleven, veel lager dan de Europese beleidsmakers verwachtten toen zij het Verdrag van Maastricht ondertekenden. Er bestaan aanzienlijke niet-wettelijke barrières voor integratie: culturele verschillen tussen landen vormen natuurlijke grenzen en informatieasymmetrieën belemmeren de integratie van de kredietmarkten. Zoals de euroforia heeft aangetoond, kunnen bepaalde institutionele omgevingen culturele barrières verlagen. Maar de heropleving ervan tijdens de crisis wijst erop dat deze barrières bijna 'natuurlijk' zijn en uiteindelijk moeilijk te overwinnen. De vaak gerapporteerde vooruitgang op het gebied van integratie op basis van de LOOP is slechts een statistische illusie. Het is het resultaat van een gemeenschappelijk monetair beleid, de integratie van de geldmarkten en een relatief homogeen PT. Op het moment dat de integratie van de geldmarkten werd verstoord door de GFC, werd het duidelijk dat de keizer zonder kleren zat.

⁵⁶ Bron: Tabel 6, Paneel A in Sander, Kleimeier & Heuchemer (2016).

4 DE TOEKOMST VAN DE EUROPESE BANKENMARKTINTEGRATIE: LEERSTOEL- EN ONDERZOEKSAGENDA

Welke mechanismen zijn er dus beschikbaar om een echte en diepgaande integratie van de bankenmarkt te bevorderen? Waar zou de volgende verstoring van de bankenmarkt vandaan kunnen komen? Hoe kan de bankenmarkt duurzamer en dus crisisbestendiger worden? Deze vragen zijn zeer relevant voor beleidsmakers in hun streven naar integratie van de Europese bankenmarkt, voor bankiers die hun bedrijfsmodel moeten aanpassen om zowel winstgevend als stabiel te blijven en voor bedrijven en huishoudens die momenteel nog voornamelijk afhankelijk zijn van de bankenmarkt als financieringsbron en als bestemming voor hun spaargeld. Deze vragen zullen ook mijn onderzoeksagenda voor de komende jaren gaan vormgeven. In het bijzonder voorzie ik de volgende onderzoekslijnen in zowel het ‘banking’ als het ‘entrepreneurial finance’ aspect van mijn hoogleraarschap aan de Open Universiteit.

4.1 De Bankenunie



Figuur 12: Het financiële trilemma

De GFC en de daaropvolgende eurocrisis hebben duidelijk gemaakt dat de stabiliteit en de integratie van het bankwezen nauw met elkaar verbonden zijn. In feite worden beleidsmakers geconfronteerd met een financieel trilemma: financiële stabiliteit, financiële integratie en nationaal financieel beleid zijn onverenigbaar. Twee van de drie doelstellingen kunnen worden gecombineerd, maar niet alle drie; één doelstelling moet worden opgegeven (zie Figuur 12).⁵⁷ Gezien de ernstige gevolgen van de eurocrisis voor de Europese banken, huishoudens en bedrijven staat financiële stabiliteit

⁵⁷ Figuur 12 is gebaseerd op Figuur 1 in Schoenmaker (2011).

bovenaan op de agenda van de beleidsmakers. Gezien de langdurige betrokkenheid van Europa bij de economische en financiële integratie is het dan ook zaak dat de nationale regelgeving wordt opgegeven.

Als reactie op de eurocrisis is in 2012 de oprichting van een Europese Bankenuïe geïnitieerd en in 2015 geïmplementeerd. De Bankenuïe is duidelijk gericht op een overdracht van verantwoordelijkheid van het nationale naar het Europese niveau. Tot op heden is zij gebaseerd op het gemeenschappelijk toezichtmechanisme (Single Supervisory Mechanism) en een gemeenschappelijk afwikkelingsmechanisme (Single Resolution Mechanism). Echter is het Europees depositoverzekeringstelsel (European Deposit Insurance Scheme EDIS) nog steeds een belangrijk twistpunt onder de lidstaten. De verklaring van ECB-voorzitter Mario Draghi in 2014 maakt het belang van de Bankenuïe zeer duidelijk: 'De Bankenuïe is een essentiële stap voorwaarts in het scheppen van de voorwaarden voor een betere kwaliteit van financiële integratie. Uniform toezicht en afwikkeling moeten katalysatoren zijn om de drempels voor grensoverschrijdende activiteiten te verlagen en een diepere integratie van het particuliere bankwezen te bevorderen.'⁵⁸

Het is duidelijk dat gemeenschappelijk toezicht- en afwikkelingsmechanismen binnen de EMU van belang is voor banken. Zoals eerder besproken, is de diepe bankenmarktintegratie in de vorm van grensoverschrijdende fusies of de oprichting van buitenlandse dochterondernemingen beperkt gebleven. Door de nog steeds nationale toezicht- en afwikkelingsregelingen binnen de EMU blijven toetredingskosten hoog en synergieën laag. Bovendien is er weinig ruimte in de markt voor nieuwe banken omdat nationale toezichthouders failliete banken laten fuseren in plaats van ze te liquideren. De oprichting van een bankenuïe met haar gemeenschappelijke toezicht- en afwikkelingsmechanismen heeft dus duidelijk het potentieel om een diepere integratie tot stand te brengen.⁵⁹

Het Europees depositoverzekeringstelsel EDIS, het derde element van de Bankenuïe, is duidelijk van belang voor spaarders – zowel in eigen land als in het buitenland. Tijdens stabiele perioden kunnen spaarders tot arbitragegedrag worden verleid, bijvoorbeeld door hun spaargeld te storten in landen die een depositoverzekering (DV) hebben die spaarders beter beschermt dan de DV in eigen land. Tijdens een crisis lijken spaarders echter hun vertrouwen in hun binnenlandse DV te verliezen en hun geld naar buitenlandse veilige havens te verplaatsen waar de DV's bescherming nog steeds geloofwaardig is. De resulterende uitstroom van deposito's kan het door de crisis getroffen land verder destabiliseren. Maar wanneer zij beschermd worden door een geloofwaardige en echte Europese DV hoeven spaarders hun geld niet meer op te nemen op zoek naar veiligere toevluchtsoorden. EDIS heeft dus het potentieel om de Europese bankenmarkt te stabiliseren en veerkrachtiger te maken. EDIS is echter het deel van de Bankenuïe dat de meeste weerstand ondervindt in de lidstaten.

⁵⁸ Draghi (2014): '[The] Banking Union represents a vital step forward in creating the conditions for a higher quality of financial integration. Single supervision and resolution should be catalytic in lowering the hurdles to cross-border activity and encouraging deeper retail banking integration.'

⁵⁹ Praet (2018).

Zoals het nu wordt voorgesteld, bevat EDIS 'nationale compartimenten' die het doel van EDIS kunnen ondermijnen.

Het idee van deze nationale compartimenten is dat het eerste deel van de verliezen als gevolg van bankfaillissementen door het betreffende land zelf wordt gedragen. Alleen boven een bepaalde drempel worden de verliezen op Europees niveau gedeeld. De levensvatbaarheid van nationale compartimenten kan tijdens een crisis door de spaarders in twijfel worden getrokken en daardoor de crisisdynamiek verergeren. Dit hebben wij in het verleden al zien gebeuren. Echter, zoals Schoenmaker duidelijk stelt: 'Een goede DV moet een baken van stabiliteit zijn tijdens een crisis, niet een bron van blijvende twijfel.'⁶⁰

Zullen de lidstaten het dus eens worden over een werkelijk gemeenschappelijke Europese aanpak en een volledig kader voor de Bankenunie ondersteunen? Zal er een sterk en doeltreffend regelgevingskader voor de bankenmarkt ontstaan? Zal de Bankenunie een diepgaande en reële integratie van de bankenmarkt bevorderen die bestand is tegen toekomstige schokken? Dit zijn belangrijke openstaande vragen die ik in mijn onderzoekagenda als hoogleraar Entrepreneurial Finance and Banking aan de Open Universiteit zal adresseren.

4.2 De Kapitaalmarktunie

Europese banken zijn nog niet hersteld van de crisis. Banken kampen nog steeds met verliezen op leningen, lage rentetarieven, een zwakke Europese economie en met de kosten van de aanpassing aan nieuwe wetgeving. Dit heeft lage inkomsten en lage rentabiliteit als gevolg. Toch hebben de banken te maken met verwachtingen van hun aandeelhouders om de winstgevendheid te verhogen. Dit leidt er op zijn beurt toe dat banken hun huidige bedrijfsmodellen ter discussie moeten stellen en uiteindelijk zullen herzien. Banken zouden bijvoorbeeld kunnen proberen de operationele kosten te verlagen door hun activiteiten te stroomlijnen. Ook zouden banken hun kredietverlening in minder winstgevend segmenten kunnen verminderen of deze markten volledig verlaten. Economisch gezien is dit met name problematisch als het de kredietverlening aan het MKB of de financiering van infrastructuurprojecten betreft. Voor de Europese beleidsmakers ligt ten minste een deel van de oplossing in de bevordering van alternatieve vormen van financiering. Het actieplan van de Kapitaalmarktunie (KMU), dat in 2015 is geïnitieerd en dat eind 2019 moet zijn afgerond, is precies daarop gericht. De KMU moet voor diepere en meer geïntegreerde kapitaalmarkten zorgen, waardoor bedrijven beter toegang krijgen tot financiële markten. Ook niet-banken zoals private-equity beleggers, institutionele beleggers en FinTechs zouden een belangrijke rol moeten spelen bij het verstrekken van kapitaal.⁶¹

⁶⁰ Kleimeier, Sander & Qi (2019), Qi, Sander & Kleimeier (2020). Schoenmaker's (2018) originele citaat: 'A good DV should be a beacon of stability during a crisis, not a source of lingering doubts.' Voor een verdere discussie over EDIS zie Angeloni (2020).

⁶¹ Praet (2014).

Men is er al lang van overtuigd dat bepaalde vormen van kredietverlening voorbehouden zijn aan banken, met name de kredietverlening aan het MKB. Hier hebben ernstige asymmetrische informatie en hoge toezichtskosten geleid tot een systeem van relatiegebonden kredietverlening, wat suggereert dat banken niet gemakkelijk kunnen worden vervangen door niet-banken. Het toegenomen marktaandeel van niet-banken in de financiële sector in de afgelopen jaren zet echter vraagtekens bij deze overtuiging. In de toekomst kunnen ook crowdfunding, peer-to-peer financiering of andere FinTech-vormen de kredietverlening door banken vervangen. Laten wij twee voorbeelden bekijken.

Ten eerste: In tegenstelling tot banken investeren FinTechs niet in het opbouwen van een klantrelatie. Zo missen zij de diepgaande informatie die nodig is om een complete set van klantgerichte financiële diensten aan te kunnen bieden. Maar in 2018 werd de Europese Richtlijn Voor Betalingsdiensten, de Payment Services Directive PSD2, herzien. Na goedkeuring door de klant zijn banken nu verplicht om klant- en transactiegegevens met niet-banken te delen. Als een groot deel van de klanten deze informatie-uitwisseling toestaat, zullen FinTechs een betere concurrentiepositie krijgen. Hierdoor kunnen zij hun marktaandeel op de bankenmarkt verder vergroten.⁶²

Ten tweede: Een ander voorbeeld van FinTech is crowdfunding. In de EU is het volume van crowdfunding nog steeds relatief klein maar het volume groeit snel. In 2015 bedroeg crowdfunding al meer dan 4 miljard euro. Verschillende Europese landen zijn van plan of hebben al binnenlandse wetgeving ingevoerd die specifiek gericht is op het bevorderen van crowdfunding. Aangezien crowdfunding nog steeds voor een groot deel een lokaal fenomeen is, zijn deze wetten nu doorgaans afgestemd op de behoeften van de nationale markt. Binnen het KMU-actieplan heeft de Commissie zich ten doel gesteld om crowdfunding en andere FinTechs te onderzoeken en bevorderen. De grensoverschrijdende dimensie van crowdfunding is een prioriteit en de Commissie wil ervoor te zorgen dat de drempels voor markttoegang worden verlaagd.⁶³ Het KMU-actieplan heeft dus een dubbel doel. Ten eerste, het verbeteren van de toegang tot financiering voor innovatieve bedrijven, startende ondernemingen, het MKB en andere niet-beursgenoteerde ondernemingen. Ten tweede, het verder integreren van de Europese financiële markten.

Het KMU-actieplan heeft echter zijn implementatie datum van eind 2019 niet gehaald. Sommige wetten die onderdeel zijn van het actieplan zijn wel ingevoerd maar andere niet. Door Brexit zal de EU bovendien Londen als een van haar belangrijkste financiële centra verliezen. Bezorgde ministers van Financiën van verschillende Europese landen hebben daarom de Next CMU High-Level Expert Group opgericht om 'strategische reflectie te initiëren'.⁶⁴

⁶² *Cœuré (2017).*

⁶³ *European Commission (2016).*

⁶⁴ <https://www.nextcmu.eu/>.

Maar de uitdagingen voor de Europese bankensector – of het nu gaat om concurrentie van FinTechs, nulrente, een zwakke Europese economie in het bijzonder na de corona crisis of andere uitdagingen – zullen niet verdwijnen. Dus, hoe uitdagend is de toekomst voor banken? Zal een gereanimeerde KMU uiteindelijk de beoogde voordelen voor financiële dienstverleners en hun klanten realiseren? En wat zullen de volgende stappen van de Europese beleidsmakers zijn?

Zoals uit het verleden is gebleken, hebben een kritisch academisch debat over het voorgestelde Europese beleid en een diepgaande academische beoordeling van de effecten van het uitgevoerde beleid en de geïmplementeerde wetgeving waardevolle inzichten opgeleverd voor beleidsmakers. Door in mijn onderzoek de integratie van de Europese bankenmarkt aan de orde te blijven stellen, wil ik hieraan graag een bijdrage leveren.

5 DANKWOORD

Ik dank het College van bestuur van de Open Universiteit en decaan Mertens voor het vertrouwen dat zij in mij hebben gesteld door mij aan te stellen als hoogleraar Entrepreneurial Finance and Banking. Dit biedt mij de mogelijkheid de toekomst van onderzoek en onderwijs op het gebied van financiering en accounting aan de Open Universiteit mede vorm te geven.

Tegen mijn collega's van de afdeling Accounting en Financiering van de Open Universiteit wil ik graag zeggen dat de afgelopen 5 jaar een dynamische ontwikkeling van de afdeling heeft plaatsgevonden. Samen hebben wij het onderwijs in accounting en financiering geïnnoveerd en het onderzoek een nieuwe impuls gegeven. Ik heb deel mogen uitmaken van het team dat de bacheloropleiding met succes heeft uitgebreid naar drie vakken op het gebied van financieel management, financiële markten en risicomanagement. Ik wil jullie allemaal bedanken voor een zeer constructief proces waarin wij de ideeën van nieuwkomers zoals ik hebben gecombineerd met het bestaande inzicht en begrip van de aanpak van OU's afstandsonderwijs. Mijn speciale dank gaat uit naar Han Spekrijse, mijn medecoördinator in de cursus Financieel management. Wij hebben ook onze onderzoeksfocus en -strategie op duurzaamheid in de maatschappij en het bedrijfsleven ontwikkeld. Dit heeft zijn plaats gevonden in het multidisciplinaire onderzoeksprogramma in Resilience. Binnen mijn onderzoeksfocus op banken en hun financiële dienstverlening aan huishoudens en bedrijven staat het stabiliteitsaspect van duurzaamheid centraal. Ik kijk ernaar uit om met jullie samen onderzoek op dit gebied te doen.

Mijn dank gaat ook uit naar mijn academische collega's buiten de Open Universiteit:

Ik wil mijn promotor Bill Megginson bedanken die met zijn kennis en enthousiasme mijn interesse in de academische wereld heeft aangewakkerd en mij in staat heeft gesteld om deel te nemen aan het PhD-programma van de University of Georgia. Onze gesprekken op maandagochtend begonnen met een dissectie van de zaterdagse college football wedstrijd, maar al snel richtten wij ons op projectfinanciering en gaven wij mijn promotieonderzoek een nieuwe impuls voor de komende week.

Ik ben mijn 'comrade' Kami Rwegasira, die tijdens mijn eerste jaren als academicus aan de Maastricht School of Management een geweldige mentor was, ook zeer erkentelijk.

Door de jaren heen heb ik veel profijt gehad van het feit dat ik deel uitmaakte van de vakgroep Financiering van de Maastricht University. Wij zijn in Maastricht altijd een divers team geweest, bestaande uit collega's met verschillende persoonlijkheden en expertisegebieden. Door deel uit te maken van dit team ben ik gegroeid als wetenschapper. Dank jullie wel.

Een groot 'dank je wel' ook aan mijn co-auteurs over de hele wereld. Een van de voordelen van de academische wereld is dat wij de mensen kunnen kiezen met wie wij samen onderzoek doen. Door de jaren heen zijn jullie mijn vrienden geworden. Het is een plezier om met jullie samen aan een gevarieerd set van onderwerpen te werken en, natuurlijk, de geweldige plekken te bezoeken waar jullie werken en wonen.

Een speciaal dankwoord aan Meshach Aziakpono voor de kennismaking met Afrika.

Maar mijn grootste dank gaat uit naar Harald Sander. Wat begon met koffie bij de Maastricht School of Management is een 'academisch huwelijk' geworden: een lange en vruchtbare samenwerking die resulteerde in meer dan 20 gezamenlijke publicaties die de basis voor mijn oratie hebben gelegd. Laten wij je pensioen even uitstellen en verder gaan, hopelijk binnen ons nieuwe Jean-Monnet Netwerk!

Mijn laatste woorden van dank gaan naar mijn familie en vrienden. Al vroeg in mijn academische carrière besepte ik dat, ongeacht hoe spannend en alomvattend een academische carrière kan zijn, een goede balans tussen werk en privéleven belangrijk is. Jullie spelen een belangrijke rol om dit evenwicht te bereiken. Ik hoop oprecht dat wij, als de coronapandemie eenmaal achter ons ligt, onze bezoeken, zeiltochten en lange gesprekken met een goed glas wijn weer als voorheen kunnen oppakken.

Mijn ouders ben ik dankbaar dat ze me een goede start in het leven hebben gegeven. Jullie hebben me altijd gesteund en me geleerd dat ik de doelen die ik voor mezelf stel, kan bereiken.

Mijn laatste dank gaat uit naar Nico, mijn partner in het leven, mijn beste vriend, mijn steun in goede en minder goede tijden, mijn medewereldreiziger, en nog veel meer.

Ik heb gezegd.

6 REFERENTIES

Adam, K., Jappelli, T., Menichini, A.M., Padula, M. & Pagano, M. (2002). Analyse, compare, and apply alternative indicators and monitoring methodologies to measure the evolution of capital market integration in the European Union, Report to the European Commission (http://www.csef.it/IMG/pdf/eu_commission_report_jan_2002.pdf).

Alesina, A. & Giuliano, P. (2015). Culture and institutions, *Journal of Economic Literature*, 53(4), 898-944.

Alworth, J.S. & Andresen, S. (1992). The determinants of cross border non-bank deposits and the competitiveness of financial market centres, *Money Affairs*, 5, 105-133.

Angeloni, I. (2020). *Beyond the Pandemic: Reviving Europe's Banking Union*. CEPR Press, London.

Ariste, D. & Gallo, M. (2014). Interest rate pass-through in the Euro area during the financial crisis: A multivariate regime-switching approach, *Journal of Policy Modeling*, 36(2), 273-295.

Arrow, K. (1972). Gifts and exchanges, *Philosophy and Public Affairs*, 1(4), 343-362.

Baele, L., Ferrando, A., Hördal, P., Krylova, E. & Monnet, C. (2004). Measuring financial integration in the euro area, *ECB Occasional Paper Series No. 14*, European Central Bank, Frankfurt, April.

Belke, A., Beckmann, J., & Verheyen, F. (2013). Interest rate pass-through in the EMU - New evidence from nonlinear cointegration techniques for fully harmonized data, *Journal of International Money and Finance*, 37, 1-24.

Bénassy-Quéré, A., Brunnermeier, M., Enderlein, H., Farhi, E., Fratzscher, M., Fuest, C., Gourinchas, P.-O., Martin, P., Pisani-Ferry, J., Rey, H., Schnabel, I., Véron, N., Weder di Mauro, B. & Zettelmeyer, J. (2018). Reconciling risk sharing with market discipline: A constructive approach to euro area reform, *CEPR Policy Insight No. 91*, Centre for Economic Policy Research, London.

Brada, J.C., Kutun, A.M. & Zhou, S. (2005). Real and monetary convergence within the European Union and between the European Union and candidate countries: A rolling cointegration approach, *Journal of Banking and Finance*, 29(1), 249-270.

Buch, C.M. (2002). Financial market integration in the US: lessons for Europe?, *Comparative Economic Studies*, 44(1), 46-71.

Canal, J. (1993). *Competitive Strategies in European Banking*, Oxford University Press, Oxford.

Cayseele, P. van (1992). Regulation and the financial market integration, in: Steinherr, A. (ed.), *The New European Financial Marketplace*, Longman Group, London, 68-78.

Centeno, M. & Mello, A.S. (1999). How integrated are the money market and the bank loans market within the European Union?, *Journal of International Money and Finance*, 18(1), 75-106.

Cœuré, B. (2017). *The Known Unknowns of Financial Regulation*, Panel contribution at the conference on Rethinking Macroeconomic Policy IV, Washington D.C., 12 October (https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2017/html/ecb.sp171012_1.en.html).

Commission of the European Communities (1988). The economics of 1992, *European Economy*, 35, March, Commission of the European Communities, Brussels.

De Bondt, G., Mojon, B. & Valla, N. (2005). Term structure and the sluggishness of retail bank interest rates in Euro Area countries, *ECB Working Paper No. 518*, European Central Bank, Frankfurt.

Dermine, J. (2003). European banking: Past, present and future, in: Gaspar, V., Hartmann, P. & Sleijpen, O. (eds), *The Transformation of the European Financial System*, European Central Bank, Frankfurt, 31-95.

- Dermine, J. (2006). European banking integration. Don't put the cart before the horse, *Financial Markets, Institutions and Instruments*, 15(2), 57-106.
- Draghi, M. (2014). *Stability and Prosperity in a Monetary Union*, Speech held at University of Helsinki, 27 November (https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2014/html/sp141127_1.en.html).
- Eades, M. (1994). Can there ever be a truly commercial bank?, *Banking World*, December, 13-18.
- Engle, R.F. & Granger, C.W.J. (1987). Co-integration and error correction: Representation estimation and testing, *Econometrica*, 55, 251-276.
- European Central Bank (2018). *Financial Integration in Europe*, European Central Bank, Frankfurt, May.
- European Commission (2016). *Crowdfunding in the EU Capital Markets Union*, Commission Staff Working Document SWD(2016) 154 final, European Commission, Brussels.
- European Commission (2001). *Communication on Realising the European Union's Potential: Consolidating and Extending the Lisbon Strategy*, COM/2001/0079, European Commission, Brussels.
- Fornari, F. & Levy, A. (2000). Global liquidity in the 1990s: geographical allocation and long-run determinants, in: BIS (ed.): *BIS Conference Papers 8: International Financial Markets and the Implications for Monetary and Financial Stability*, Bank for International Settlements, Basel, 1-36.
- Gardener, E.P.M. & Teppett, J.L. (1995). A select replication of the Cecchini microeconomic methodology on the EFTA financial services sectors: A note and critique, *The Service Industries Journal*, 15, 74-89.
- Grilli, V., 1989. Europe 1992: issues and prospects for the financial markets, *Economic Policy*, 4(2), 387-421.
- Guiso, L., Jappelli, T., Padula, M., & Pagano, M. (2004). Financial market integration and economic growth in the EU, *Economic Policy*, 19(40), 524-577.
- Gupta, P. & Seghal, S. (2019). Asymmetric dynamic conditional copula correlation and fundamental determinants of interest rate comovement, *Journal of Economic Integration*, 34(4), 667-704.
- Gropp, R., Kok, C. & Lichtenberger, J. D. (2014). The dynamics of bank spreads and financial structure, *Quarterly Journal of Finance*, 4(04), 1-53.
- Heinemann, F. & Schüler, M. (2003). Integration benefits on EU retail credit markets - evidence from interest rate pass-through, in: Cecchini, P. Heinemann, F. & Jopp, M. (eds), *The Incomplete European Market for Financial Services*, Physica, Heidelberg, 105-128.
- Heremans, D. (1993). Economic aspects of the 2BD and of the proposal for a directive on investment services in the securities field, in: Stuyck, J. (ed.), *Financial and Monetary Integration in the European Community - Legal, Institutional and Economic Aspects*, Kluwer Law and Taxation Publishers, Deventer, 37-55.
- Heuchemer, S., Kleimeier, S. & Sander, H. (2009). The determinants of cross-border lending in the Euro Zone, *Comparative Economic Studies*, 51(4), 467-499.
- Hoffmann, M., Maslov, E., Sørensen, B. & Stewen, I. (2019). Channels of risk sharing in the Eurozone: What can banking and capital market union achieve?, *IMF Economic Review*, 67, 443-495.
- Hoffmann, M., Maslov, E. & Sørensen, B. (2019). Small firms and domestic bank dependence in Europe's great recession, *CESifo Working Paper No. 7897*.
- Hristov, N., Hülsewig, O. & Wollmershäuser, T. (2014). The interest rate pass-through in the Euro area during the global financial crisis, *Journal of Banking and Finance*, 48, 104-119.

- Huizinga, H. & Nicodème, G. (2006). Deposit insurance and international bank liabilities, *Journal of Banking and Finance*, 30(3), 965-987.
- Huizinga, H. & Nicodème, G. (2004). Are international deposits tax-driven?, *Journal of Public Economy*, 88(6), 1093-1118.
- Kleimeier, S. (2001). Banking in Western Europe, in: Warner, M. (ed.), *The International Encyclopedia of Business and Management*, 2nd edition, Thomson Learning, London, 421-429.
- Kleimeier, S. & Sander, H. (2020). 20 Years after: Eurozone banking market integration revisited, mimeo.
- Kleimeier, S. & Sander, H. (2017). Banking competition and interest rate pass-through, in: Bikker, J.A., L. Spierdijk (eds.), *Handbook of Competition in Banking and Finance*, Edward Elgar, Cheltenham, 305-322.
- Kleimeier, S. & Sander, H. (2007). Integrating Europe's retail banking markets: Where do we Stand?, *CEPS Research Reports in Finance and Banking*, Centre for European Policy Studies (CEPS), Brussels, 15 October 2007.
- Kleimeier, S. & Sander, H. (2006a). Expected versus unexpected monetary policy impulses and interest rate pass-through in euro-zone retail banking, *Journal of Banking and Finance*, 30(7), 1839-1870.
- Kleimeier, S. & Sander, H. (2006b). Regional versus global integration of euro-zone retail banking markets: Understanding the recent evidence from price-based integration measures, *Quarterly Review of Economics and Finance*, 46(3), 353-368.
- Kleimeier, S. & Sander, H. (2003). European financial market integration: Evidence on the emergence of a single eurozone retail banking market, *Research in Banking and Finance*, 3, 13-91.
- Kleimeier, S. & Sander, H. (2002). Consumer credit in the eurozone: Evidence on the emergence of a single Eurozone retail banking market, *ECRI Research Report No. 2*, European Credit Research Institute (ECRI), Brussels, January.
- Kleimeier, S. & Sander, H. (2000). Regionalisation versus globalisation in European financial market integration: Evidence from co-integration analyses, *Journal of Banking and Finance*, 24, 1005-1043.
- Kleimeier, S., Sander, H. & Heuchemer, S. (2013). Financial crises and cross-Border banking: New evidence, *Journal of International Money and Finance*, 32, 884-915.
- Kleimeier, S., Sander, H. & Qi, S. (2019). Deposit insurance and cross-border deposits in times of banking crises, *ifo DICE Report*, 17(1), Spring, 9-13.
- Kwapil, C. & Scharler, J. (2010). Interest rate pass-through, monetary policy rules and macroeconomic stability, *Journal of International Money and Finance*, 29(2), 236-251.
- Lemmen, J. (1998). *Integrating Financial Markets in the European Union*, Edward Elgar, Cheltenham.
- Padoa-Schioppa, T. (2000). Is a euroland banking system already emerging?, Lecture at the Société Universitaire Européenne de Recherches Financières, Vienna, 29 April, European Central Bank (<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2000/html/sp000429.en.html>).
- Praet, P. (2014). Repairing the Bank Lending Channel: The Next Steps, Speech held at the European Macro Conference organized by Credit Suisse, London, 17 November (https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2014/html/sp141117_1.en.html).
- Qi, S., Kleimeier, S. & Sander, H. (2020). The travels of a bank deposit in turbulent times: The Importance of deposit insurance design for cross-border deposits, *Economic Inquiry*, 58(2), 980-997.
- Rughoo, A. & Sarantis, N. (2014). The global financial crisis and integration in European retail banking, *Journal of Banking and Finance*, 40, 28-41.

Sander, H. & Kleimeier, S. (2013). Cross-border retail banking: Exploring the unknown financial globalization in times of financial crises, *Credit and Capital Markets*, 46(2), 247-274.

Sander, H. & Kleimeier, S. (2006). Convergence of interest rate pass-through in a wider euro zone?, *Economic Systems*, 30(4), 405-423.

Sander, H. & Kleimeier, S. (2005). Interest rate pass-through in an enlarged Europe: The role of domestic and foreign competition for monetary policy transmission, *Financieel Forum - Bank en Financierwezen / Forum Financier - Revue Bancaire et Financière*, 2, 106-113.

Sander, H. & Kleimeier, S. (2004). Convergence in euro-zone retail banking? What interest rate pass-through tells us about monetary policy transmission, competition and integration, *Journal of International Money and Finance*, 23(3), 461-492.

Sander, H. & Kleimeier, S. (2002). Asymmetric adjustment of commercial bank interest rates in the euro area: An empirical investigation into interest rate pass-through, *Kredit und Kapital*, 2, 161-192.

Sander, H., Kleimeier, S. & Heuchemer, S. (2016). The resurgence of cultural borders during the financial crisis: The changing geography of Eurozone cross-border depositing, *Journal of Financial Stability*, 24, 12-26.

Sander, H., Kleimeier, S. & Heuchemer, S. (2013). E(M)U effects in global cross-border banking, *Economics Letters*, 118(1), 91-93.

Schäfer, S. (2009). EU retail banking: Measuring integration, EU Monitor 65, Deutsche Bank Research, Frankfurt, April 16 (<http://insmarket.bg/uploads/files/RetailBankingDBResearch.pdf>).

Schoenmaker, D. (2018). Building a stable European deposit insurance, *Journal of Financial Regulation*, 4(2), 314-320.

Schoenmaker, D. (2011). The financial trilemma, *Economics Letters*, 111(1), 57-59.

Schüler, M. & Heinemann, F. (2003). How integrated are the European retail financial markets? A cointegration analysis, in: Cecchini, P., Heinemann, F. & Jopp, M. (eds), *The Incomplete European Market for Financial Services*, Physica, Heidelberg, 129-154.

Steinherr, A. & Huveneers, C. (1992). Universal banking in the integrated European marketplace, in: Steinherr, A. (ed.), *The New European Financial Marketplace*, Longman Group, London, 49-67.

Van Leuvensteijn, M., Sørensen, C.K., Bikker, J.A. & Van Rixtel, A.A. (2013). Impact of bank competition on the interest rate pass-through in the euro area, *Applied Economics*, 45(11), 1359-1380.

Von Borstel, J., Eickmeier, S. & Krippner, L. (2016). The interest rate pass-through in the euro area during the sovereign debt crisis, *Journal of International Money and Finance*, 68, 386-402.

Zimmerman, G.C. (1995). Implementing the single banking market in Europe, *Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Review*, 3, 35-51.

