

Van financiële en institutionele ontwikkeling naar economische groei

Binnen de globale bankwereld is een consolidatieslag gaande, mede ingegeven door te behalen schaalvoordelen. Verhoogde efficiëntie heeft een sterk positief effect op het proces van financiële intermediatie, zeker in landen met minder sterke instituties, met als gevolg aanzienlijk hogere economische groei.

Het belang van economische groei in de maatschappij als geheel behoeft nauwelijks argumentatie. Het belang dat nationaal gehecht wordt aan doorrekeningen van het CPB, de Lissabon-agenda en de opkomst van met name China zijn slechts enkele voorbeelden die aangeven hoe hoog economische groei, en de effecten ervan, staan op de agenda van beleidsmakers. Financiële ontwikkeling is in dit kader wellicht binnen Nederland minder zichtbaar, maar is zeker aan de gang. De huidige consolidatieslag in de financiële wereld, waar de mogelijke fusie tussen ABN-AMRO en Barclays slechts een voorbeeld van is, is mede ingegeven door te behalen schaalvoordelen. Het meest tekenende voorbeeld van het belang van financiële ontwikkeling in een veel breder perspectief is wellicht het feit dat Muhammad Yunus de Nobelprijs voor, nota bene, de Vrede heeft ontvangen vanwege zijn inspanningen op het gebied van microkrediet. Zulke kredieten, verstrekt door NGO's, zijn veelal een sleutel tot zowel economisch als sociaal succes, juist vanwege het gebrek aan een degelijk institutioneel kader.

Dat financiële ontwikkeling (FO) correleert met economische groei is inmiddels wel duidelijk onder economen in de academische wereld, maar de discussie over de richting van de causaliteit wordt reeds lange tijd gevoerd. Goldsmith (1969) en Levine (2004) benadrukken de positieve rol van de financiële sector; hier recht tegenover staan onder andere Lucas (1988) en Robinson (1952), die claimen dat de financiële sector economische groei volgt. La Porta et al. (1998) leggen de nadruk veel meer op het juridische systeem dan op de financiële infrastructuur zelf. Een strikte interpretatie van deze literatuur impliceert zelfs dat financiële ontwikkeling slechts een indicator is voor de kwaliteit van het juridische systeem, en zelf in beginsel niet bijdraagt aan economische groei op lange termijn.

Het doel van dit artikel is om meer licht te werpen op de bovenstaande discussie door voort te bouwen op eerdere studies. Daarbij wordt geprobeerd

de analyse tussen FO en groei te verbeteren en uit te breiden, door ten eerste meer landen te betrekken en recentere data te gebruiken, ten tweede eerdere bevindingen in de groei-literatuur te plaatsen binnen een institutioneel kader en, ten slotte, alternatieve maatstaven voor financiële ontwikkeling op te nemen die in hogere mate aangeven wat de kwaliteit is van het financiële stelsel dan de gebruikelijke maatstaven.

Kwantificeren van financiële ontwikkeling

Er bestaat veel discussie onder economen hoe financiële ontwikkeling gemeten zou moeten worden. King en Levine (1993) bijvoorbeeld meten financiële ontwikkeling door gebruik te maken van omvangindicatoren, omdat zij veronderstellen dat de ontwikkeling van de omvang van de financiële sector positief correleert met zijn functioneren. Echter, de gedachte dat de allocatie van kapitaal efficiënter plaatsvindt naarmate de sector uitdijt en zodoende groei stimuleert, valt te bediscussiëren. Het kan bijvoorbeeld voorkomen dat een groeiende financiële sector te verklaren valt door hogere staatsuitgaven en meer staatsbedrijven, zodat kapitaal niet per definitie reageert op marktsignalen en van een efficiënte allocatie geen sprake kan zijn.

Daarom gebruiken wij twee nieuwe maatstaven die beter de efficiëntie van de financiële sector illustreren dan simpelweg omvangindicatoren. De variabele *Marge* meet de gemiddelde netto interestmarge over de periode 1990-1995. Berger en Hannan (1989) vinden in hun studie dat banken met veel marktmacht en operationele inefficiënties hoge marges hanteren. Deze bevinding biedt een mooi aansluitingspunt voor dit onderzoek. Immers, een onconcurrentieve markt en operationele inefficiënties dragen niet bij in het efficiënt uitvoeren van de taak als intermediair en de verwachting is daarom dat hogere interestmarges negatief zijn voor groei.

Ook deze maatstaf is niet geheel vrij van nadelen.

De kans bestaat immers dat banken interestmarges veranderen, bijvoorbeeld vanwege marketingtechnische redenen; banken verlagen interestmarges wanneer klanten meer andere diensten afnemen waarop commissies zitten, ook wel *cross-selling* genoemd. Dit zijn geen interestinkomsten. In dit geval kunnen verschillen in interestmarges tussen banken verschillende activiteiten reflecteren en niet zozeer verschillen in competitiviteit en efficiëntie. Daarom

Banken met veel marktmacht en operationele inefficiënties hanteren hoge marges

kunnen overheadkosten soms beter inefficiënties en marktcondities illustreren dan interestmarges. Demirgüç-Kunt et al. (2004) beargumenteren dat kosteninefficiënties of weinig marktconcurrentie zich doorgaans uiten in hogere overheadkosten. Om deze bevinding op te vangen is tevens een maatstaf geconstrueerd met behulp van overheadkosten. De variabele Overhead meet de overheadkosten in verhouding tot de totale activa van commerciële banken. De verwachting is dat hogere overheadkosten negatief correleren met groei. Zowel Marge als Overhead komen uit de dataset van financiële ontwikkeling van Beck et al. (2000).

Institutionele kwaliteit

Het tweede concept centraal in onze studie is, zoals gezegd, de institutionele context. La Porta et al. (1998) suggereren een relatie tussen het juridische systeem en economische ontwikkeling, zie ook De Haas (2004). Vanwege het feit dat de financiële structuur ook wel gezien wordt als een geheel van contracten, wordt geargumenteed dat de financiële infrastructuur op zichzelf niet bijdraagt aan economische groei, maar slechts een indicator is voor de ontwikkeling van het juridische en institutionele apparaat. Kredietverschaffers willen investeren in ondernemingen als ze er relatief zeker van kunnen zijn dat kapitaal effectief in hun belang wordt gebruikt. Het risico van kredietverschaffers hangt samen met de mate waarin zij in staat zijn effectief managers te monitoren en onder controle te houden. Institutionele condities bepalen mede hoe effectief het financiële systeem kan monitoren en controleren. De huidige discussie binnen Nederland over de invloed van aandeelhouders op het management sluit hier naadloos bij aan. De wettelijke bescherming van investeerders correleert positief met de efficiency van de kapitaalallocatie; een slechte bescherming van crediteurs heeft een negatief effect op de kwaliteit van de financiële sector en daarmee op economische groei.

Om hiervoor te controleren, wordt institutionele kwaliteit aan de analyses toegevoegd. We maken gebruik van de zogenaamde Kauffman-index (Kauffman, 2003); deze bestaat uit de corruptie van de overheid, de kwaliteit van de wetgeving, de kwaliteit van de bureaucratie en de politieke stabiliteit. Deze componenten zijn gevormd met behulp van een zeer uitgebreid survey-onderzoek onder een breed panel bestaand uit ondernemingen, burgers, experts, et cetera.

Interactie tussen de financiële- en institutionele context

Een aantal controlevariabelen is toegevoegd aan de analyses. Al deze data zijn onttrokken aan de Penn World Tables; de variabelen zijn standaardcontrolevariabelen in de groeiliteratuur. Om te beginnen wordt de variabele (log) Groei van het reële bruto binnenlands product (bbp) per hoofd gebruikt als afhankelijke variabele; als controlevariabelen zijn

Initieel bbp, Investeringen en Inflatie toegevoegd. Initieel bbp (het bbp niveau in 1990) controleert voor convergentie; het idee is dat landen in theorie groeien richting hetzelfde niveau. Het resultaat is dat landen met een relatief hoog initieel bbp een lagere groei hebben vergeleken met landen met een laag initieel bbp. Investeringen drijven vanzelfsprekend toekomstige productie, en inflatie geeft macro-economische onzekerheid weer.

Bij de analyses wordt gebruikgemaakt van data over maximaal 76 landen, evenredig verspreid over de wereld (21 Amerikaans; 20 Aziatisch; 19 Europees; 14 Afrikaans; 2 Oceanië). Het gemiddelde is genomen over de periode 1990-2003, waardoor er per land een observatie per variabele ontstaat. De periode beslaat 13 jaar en is hiermee voldoende om te abstraheren van conjunctuurcycli. Een tweede reden om gemiddelden te nemen, is om rekening te houden met de bi-causaliteit tussen FO en groei; FO veroorzaakt groei, maar groei kan ook FO veroorzaken. In navolging van Levine en Zervos (1998) wordt daarom het effect van groei op FO gefilterd door de regressies te schatten met initiële FO-waarden; kortom, om de gemiddelde economische groei van 1990-2003 te verklaren, wordt gebruikgemaakt van het niveau van financiële ontwikkeling in 1990. Dit illustreert, indien significant, dat FO niet simpelweg groei volgt, maar veroorzaakt. Het model dat geschat wordt, ziet er als volgt uit:

$$\text{Groei}_i = \alpha + \beta FO_i + \gamma FO_i x I_i + \delta I_i + \phi X_i + \varepsilon_i \quad (1)$$

waarin I_i de Kauffman-index voor land i is, en de matrix X_i de controlevariabelen bevat. Om het effect van het juridische stelsel te testen, is gebruikgemaakt van de interactieterm $FO_i \times I_i$. Differentiëren naar FO geeft:

$$\frac{\partial \text{Groei}_i}{\partial FO} = \beta + \gamma I_i \quad (2)$$

Als $\gamma > 0$, dan heeft financiële ontwikkeling een groter effect op groei in landen met een minder ontwikkeld institutioneel kader. Dit klinkt tegenstrijdig, maar wordt veroorzaakt door het feit dat een hogere waarde voor FO (dus, Marge of Overhead) een kleinere mate van efficiëntie inhoudt. Het model wordt geschat met behulp van *weighted least squares* (WLS) om te controleren voor heteroskedasticiteit ingegeven door de grote diversiteit aan landen in de dataset.

tabel 1

Resultaten					
	(I)	(II)	(III)	(IV)	(V)
Initieel bbp	-0,733** (0,348)	-0,563* (0,251)	-0,538* (0,323)	-0,530* (0,249)	-0,472 (0,318)
Investeringen	0,066** (0,031)	0,055* (0,029)	0,032 (0,029)	0,062** (0,029)	0,038 (0,029)
Inflatie	-0,002 (0,002)	0,000 (0,002)	0,000 (0,002)	0,000 (0,002)	0,001 (0,002)
Index	0,853** (0,401)	0,336 (0,420)	0,476 (0,376)	2,844** (1,122)	2,194* (1,191)
Marge		-1,095** (0,388)		-1,246** (0,392)	
Overhead			-1,375*** (0,336)		-1,384*** (0,356)
Index * Marge				0,797** (0,357)	
Index * Overhead					0,569* (0,344)
Adj.R2	0,205	0,255	0,354	0,253	0,332
Observaties	76	76	75	75	76

*, **, *** is significantie op respectievelijk 10, 5, 1% niveau. Standaard fouten tussen haakjes.

Bevindingen

Tabel 1 presenteert het resultatenoverzicht. Kolom (I) geeft de resultaten weer van de basisregressie, dus de analyse zonder financiële ontwikkeling als verklarende variabele. Initieel bbp is negatief en significant, wat op convergentie duidt; met andere woorden, landen die in 1990 relatief een hoog bbp per hoofd hadden, groeien minder hard dan landen met een relatief laag bbp per hoofd. Investerings dragen positief en significant bij aan economische groei; Inflatie krijgt een negatieve coëfficiënt, maar deze is niet significant. Institutionele ontwikkeling is significant positief gecorreleerd met groei. Al deze bevindingen zijn consistent met de verwachtingen en standaard voor de groeiliteratuur.

Kolommen (II) en (III) geven de resultaten weer na toevoeging van financiële ontwikkeling. Wat betreft kolom (II): voor de controlevariabelen Initieel bbp, Investerings en Inflatie zijn de veranderingen marginaal; Index blijft positief, maar verliest haar significantie. Marge is negatief en sterk significant; dit houdt in dat een kleinere rentemarge een sterkere toekomstige groei veroorzaakt. Een efficiënter werkende banksector bevordert dus economische groei. Dezelfde conclusies gelden voor kolom (III): verschil is dat Investerings (marginaal) insignificant wordt.

Kolommen (IV) en (V) geven ten slotte de resultaten van het volledige model zoals gepresenteerd in vergelijking (1). Zowel Marge als Overhead blijkt nog altijd negatief en sterk significant te correleren met Groei. De Kauffman-index zelf is ook weer significant; het feit dat zowel financiële ontwikkeling als institutionele kwaliteit significant is, is direct bewijs dat beide variabelen iets anders meten; met andere woorden, financiële ontwikkeling zelf heeft een effect op groei, en is niet enkel een maatstaf voor institutionele ontwikkeling.

De interactie tussen financiële en juridische ontwikkeling is significant en positief, zodat de efficiëntie die voortvloeit uit kleinere interestmarges en/of een lagere overhead een stijgend additioneel positief effect heeft op groei in landen waar de kwaliteit van instituties relatief kleiner is. Om wat specifiek te zijn, in landen met een relatief laag ontwikkeld institutioneel stelsel (Index is negatief), heeft financiële ontwikkeling een additioneel positief effect op economische groei via instituties. Dus, als investeerders relatief slecht beschermd worden door het juridische stelsel, zorgt een ontwikkeld financieel stelsel er alsnog voor dat financiële stromen op de meest productieve plek terechtkomen en groei bevorderen. In landen met een relatief hoog ontwikkeld institutioneel stelsel (Index is positief) is het effect van financiële ontwikkeling op groei kleiner omdat de institutionele context reeds voor investeerderbescherming zorgt; financiële ontwikkeling (dus, efficiëntie) zelf wordt dus minder belangrijk. Het totale effect van FO op groei blijft praktisch altijd positief. Met andere woorden, naarmate de institutionele context sterker is, is financiële ontwikkeling minder van belang voor economische groei omdat de institutionele infrastructuur voor een vangnet zorgt voor investeerders.

Conclusie

De resultaten laten zien dat het directe effect van een daling van de netto interestmarge, dus van een efficiëntere bankwereld, van een standaarddeviatie in 1990, gemiddeld een hogere groei van 0,75 procent per jaar zou hebben opgeleverd; dit komt overeen met een tien procent hoger bbp in 2003. Het indirecte effect via de institutionele kwaliteit is dan nog buiten beschouwing gelaten; de resultaten duiden dus op een economisch zeer relevant effect.

De interactie tussen financiële ontwikkeling en institutionele kwaliteit duidt erop dat het additioneel positieve effect van financiële ontwikkeling op groei afneemt naarmate de kwaliteit van instituties groter is. Efficiëntie in de banksector wordt dus minder belangrijk voor economische groei naarmate instituties beter werken. Voor beleidsmakers geven deze resultaten een duidelijke indicatie dat efficiëntie in de financiële sector een belangrijk mechanisme naar hogere welvaart is. Met name in ontwikkelingslanden en transitielanden, waar de financiële sector vaak gekenmerkt wordt door een hoge mate van bureaucratie en directe overheidsinsameling door middel van renteplafonds, heeft financiële ontwikkeling een zeer

Efficiëntie in de banksector wordt minder belangrijk voor economische groei naarmate instituties beter werken

sterk positief effect op economische groei. Ook in ontwikkelde landen is het effect van financiële ontwikkeling positief, zij het in mindere mate. Eerder onderzoek liet al zien dat grotere banken een kleinere marge hanteren. De afkeer die binnen verschillende Europese landen, zoals Italië en Polen, bestaat tegen de huidige consolidatietendens van buiten de landsgrenzen die schaalvoordelen met zich meebrengt, is dus niet gegrond wat economische groei betreft.

LITERATUUR

- Beck, T., A. Demirgüç-Kunt en R. Levine (2001) *The financial structure database*, in: A. Demirgüç-Kunt en R. Levine (red.) *Financial structure and economic growth*. Cambridge MA, London: MIT Press.
- Berger, A. en T.H. Hannan (1989) *Price rigidity and market structure: theory and evidence from the banking industry*. *Finance and Economics Discussion Series nr. 59*. Washington DC: Board of Governors of the Federal Reserve System.
- De Haas, R. (2004) *Law, finance, and growth during transition: a survey*. *De Economist*, 152(3), 375-402.
- Demirgüç-Kunt, A., L. Laeven en R. Levine (2004) *Regulations, market structure, institutions, and the cost of financial intermediation*. *Journal of Money, Credit, and Banking*, 36(3), 593-622.
- Goldsmith, R.W. (1969) *Financial structure and development*. New Haven: Yale University Press.
- Kauffman, D., A. Kraay en M. Mastruzzi (2003) *Governance matters III: governance indicators for 1996-2002*. *World Bank Policy Research Department Working Paper*.
- King, R.G. en R. Levine (1993) *Finance, entrepreneurship and growth: theory and evidence*. *Journal of Monetary Economics*, 32(3), 513-542.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer en R.W. Vishny (1998) *Law and finance*. *Journal of Political Economy*, 106(6), 1113-1155.
- Levine, R. (2004) *Finance and growth: theory and evidence*. *NBER Working Paper 10766*. Cambridge MA: NBER.
- Levine, R. en S. Zervos (1998) *Stock markets, banks and economic growth*. *American Economic Review*, 88(3), 537-558.
- Lucas, R. (1988) *On the mechanics of economic development*. *Journal of Monetary Economics*, 22(1), 3-42.
- Robinson, J. (1952) *The generalization of the general theory*, in: J. Robinson (red.) *The Rate of Interest and other Essays*. London: MacMillan.