

## **Bedenkingen bij Europa 1992 en de Belgische beleidsoriëntaties**

door D. HEREMANS\* en F. VAN DER VEKEN\*

### I. INLEIDING

In bovenstaande bijdragen, naar aanleiding van het Vlaams Wetenschappelijk Economisch Congres tot stand gekomen, wordt ingegaan op heel wat aspecten van de mundialisering en de europeanisering van de financiële markten. Onvermijdelijk blijven er nog tal van vragen bij deze complexe en omvangrijke problematiek. Inmiddels volgen ook de beleidsrapporten elkaar op. Na afloop van de werkzaamheden van de Commissie *Mundialisering van de financiële bovenbouw* midden 1988 blijven er dan ook nog heel wat kanttekeningen te maken.

### II. DE FUNDAMENTEEL MUNDIALE DIMENSIE

Terwijl veelal wordt aangenomen dat het gaat om een structurele tendens, die zich verder zal doorzetten, zijn de verklaringen voor de mundialisering nochtans niet eenduidig. Traditioneel volstaat men met te wijzen op de wisselwerking van een pleiade van factoren: zoals liberalisering voor het kapitaalverkeer, vlottende wisselkoersen, deregulering, effectisering, financiële innovaties, enz. die dit internationaliseringsproces van het financieel verkeer verklaren zonder de richting van beïnvloeding noch het relatief belang ervan verder te preciseren. Voor een goed begrip en inzicht in het verder verloop van het structureel doorbreken van vroegere financiële marktgrenzen door de mun-

---

\* Centrum voor Economische Studiën, K.U. Leuven.

Met dank aan P. Van Cayseele en F. Abraham voor een aantal nuttige opmerkingen bij het doornemen van deze bijdrage.

dialisering, dient bij bovenstaande factoren nochtans een onderscheid gemaakt te worden tussen grondoorzaken en omgevingsfactoren.

Terwijl tal van omgevingsfactoren mede het verloop van het mundialiseringsproces beïnvloeden, mag men niet uit het oog verliezen dat het gedreven wordt door een fundamenteel economische kracht, met name de sterke daling van transactie- en informatiekosten. Doorheen de geschiedenis ontwikkelt zich een steeds efficiëntere ruiltechnologie voor de transacties, inclusief de intertemporele transacties kenmerkend voor de financiële markten. Wanneer de ruiltechnologie efficiënter wordt en de transacties goedkoper en minder afstandsgebonden, gaan de vroegere marktgrenzen wegvallen en krijgt de markt een mondiaal perspectief.

Zijn de belangrijkste oorzaken van de recente versnelling van het mundialiseringsproces dan ook niet de "hardware" technologische innovaties? Met name gaat het hier om de versnelde vlucht van de telecommunicatie en de computertechnologie die snelle en goedkope elektronische ruiltransacties mogelijk maken. De verdere "software" ontwikkelingen eraan verbonden hebben de accounting en rekenkosten in het financieel verkeer drastisch gereduceerd, waardoor verdere financiële proces- en produktinnovaties in de hand werden gewerkt.

In het verleden werden er precies door te hoge en afstandsgebonden transactiekosten natuurlijke toetredingsbarrières tussen de markten opgeworpen. Ten gevolge van deze segmentatie konden deze markten ook afzonderlijk en verschillend gereguleerd worden, zodat er bijkomende artificiële barrières tussen de markten ontstonden. De afscherming werd opgedreven door collusie tussen overheid en financiële drukingsgroepen. Bijna overal resulteerde het in beschutte nationale financiële markten met hoge kosten en weinig innovaties, die anderzijds wel de financiële stabiliteit in de hand werkten<sup>1</sup>. Door het sterk teruglopen van de transactie- en informatiekostbarrières worden recent ook de reguleringsbarrières zwaar onder druk gezet. Dit heeft zich in eerste instantie voorgedaan in de zogenaamde wholesale markten waar niet gereguleerde parallelle euromarkten zich hebben ontwikkeld. Op de retailmarkten verloopt het proces heel wat geleidelijker. De transactie- en informatiekostbesparingen zijn er minder indrukwekkend zodat er zekere toetredingsbarrières blijven bestaan. Verder blijft de regulerende druk er groter ter bescherming van de consument en de kleine spaarder. Nochtans tracht men de reguleringsdruk te omzeilen in de vorm van de nieuwe financiële produkten.

Wat kan dan de betekenis van Europa 1992 zijn binnen deze meer fundamentele evolutie naar een steeds efficiëntere ruiltechnologie in de wereld? Het proces van afbouw van de natuurlijke barrières tussen de markten is een fundamenteel gegeven, waardoor ook de Europese markten steeds meer zullen gevat worden in een mondiale dimensie. Europa 1992 moet dan essentieel gezien worden als een poging tot afbouw van de artificiële barrières tussen de nationale kapitaalmarkten te wijten aan reguleringsverschillen. De afwezigheid van één geïntegreerde Europese financiële markt heeft in het verleden ongetwijfeld mede de ontwikkeling van de parallelle euromarkten mogelijk gemaakt. Indien men er in slaagt één grote Europese financiële markt via de afbouw van verschillen in regulering tot stand te brengen, dan zal zij echter nog bezwaarlijk in de plaats kunnen treden van de mondiale niet-gereguleerde euromarkten. Een regulering van deze mondiale markten lijkt immers nog niet voor morgen.

De perspectieven voor 1992 beperken zich dan hoofdzakelijk tot de effecten van het afbouwen van reguleringsbarrières op de retailmarkten. Tegelijk blijft deze markt echter gekenmerkt door relatief hogere transactie- en informatiekosten, die zogenaamde natuurlijke toetredingsbarrières kunnen blijven uitmaken. Het ligt dan ook niet voor de hand dat er eenzelfde graad van internationalisering als op de wholesale markten zal kunnen bereikt worden. Het vergt in elk geval een nadere analyse.

### III. DE INTERNE EUROPESE MARKT VOOR FINANCIËLE DIENSTEN

De ene Europese markt voor financiële diensten wordt veelal benaderd als een onderdeel van het ruimere kader van de realisatie van de grote interne markt voor goederen- en dienstenverkeer. De te volgen beleidsstrategie en de welvaartsimplicaties van de financiële marktintegratie worden op één lijn gesteld met deze van de andere goederen- en dienstenmarkten. De vraag rijst of dit geen al te enge visie weerspiegelt op de financiële sfeer?

Analoog aan wat geldt voor de interne markt, dienen ook voor de financiële markt de reguleringbarrières weggewerkt door toepassing van het beginsel van wederzijdse erkenning van normen geschraagd door een aantal minimumregelingen op Europees vlak. De vraag rijst of de regulerende overheidstussenkomst in de financiële markt op de

zelfde leest kan geschoeid worden als voor de goederen- en dienstenmarkten.

Op macro-economisch vlak is het antwoord duidelijk negatief. De monetair-financiële sector vervult er een strategische bufferfunctie die van groot belang is voor de stabiliteit van de economie<sup>2</sup>. Om die reden kunnen er terwille van imperatieven van monetaire en macro-economische politiek ook vrijwaringsclausules door de lidstaten ingeroepen worden, waardoor het vrije financieel verkeer aan banden wordt gelegd. Zal er hier niet frequent afbreuk gedaan worden aan de financiële marktintegratie? Een en ander valt wel te vrezen indien men er niet in slaagt voldoende monetaire convergentie door de verdere uitbouw van het E.M.S. tot stand te brengen. Mogelijk vormt dit wel de grootste uitdaging.

Ook op micro-economisch vlak geniet de financiële sector van bijzondere overheidsaandacht omwille van de bescherming van de zgn. kleine spaarder. Veelal wordt er impliciet van uitgegaan dat het bij de financiële dienstverlening wel om bijzondere produkten gaat, die moeilijk te controleren vallen door de cliënt en bijgevolg onderhevig zijn aan meer risico's. Een hogere graad van toezicht en controle wordt er door gemotiveerd. De wederzijdse erkenning van reglementeringen heeft dan ook meer belangrijke gevolgen dan voor niet financiële produkten. Wordt de kwaliteit van de financiële produkten immers niet mede beïnvloed door de aard van regulering en de graad van toezicht? Zo ligt de kwaliteit bijvoorbeeld van een kredietkaart onderworpen aan de Britse wetgeving relatief hoger omdat de gebruiker ervan meer bescherming geniet. Het vereiste minimumniveau van Europese reglementering is dan ook geen ondubbelzinnige aangelegenheid.

Verder worden door de interne marktbenadering de marktdistorties en de welvaartsvoordelen verbonden aan het wegwerken ervan in de financiële sector naar analogie met de andere sectoren bepaald<sup>3</sup>. De distorties worden afgeleid uit de divergenties tussen de prijzen voor dezelfde financiële produkten en diensten in verschillende landen. Naast de kwaliteit die omwille van de regulerende context vaak niet vergelijkbaar is, is het niet duidelijk of er wel voldoende rekening gehouden wordt met specifieke karakteristieken van de financiële sector. Financiële produkten worden immers veelal voortgebracht door zgn. multiproduct ondernemingen, waarbij er heel wat kruissubsidiëring kan optreden. In dergelijke situatie kunnen de prijzen makkelijk uiteenlopen tussen de landen. Indien men voor elk produkt afzonderlijk

als referentie telkens de prijs zou nemen in het land waar hij het laagst is, dan worden de distorties overschat.

De welvaartsvoordelen van de marktintegratie in de financiële sector vloeien voort uit :

- de gelijkschakeling van de prijzen door het wegvallen van marktbarrières (zgn. statische welvaartsvoordelen verbonden aan handelsschepping)
- prijsverlaging t.g.v. schaalvergroting en toegenomen concurrentie (statische en dynamische welvaartsvoordelen).

De bijkomende BNP groei van 0,7% door grotere efficiëntie in de financiële sector loopt verder op tot 1,5% t.g.v. goedkopere toelevering van financiële diensten aan de rest van de economie<sup>4</sup>.

Zonder de per saldo ongetwijfeld positieve effecten van de integratie van de Europese financiële markten te betwisten, kunnen er bij bovenstaande concrete voorstelling van zaken vooralsnog verschillende vraagtekens geplaatst worden.

De becijferde welvaartsvoordelen worden toegerekend aan meer mededinging en schaalvoordelen binnen een grotere markt. Zijn deze welvaartsvoordelen echter houdbaar wanneer de verhoogde concurrentie, de versmalling van de winstmarges en de schaalvoordelen op termijn tot eerder geconcentreerde markten met weinig concurrentie zouden leiden? Het zal derhalve van groot belang zijn dat het Europees mededingingsbeleid verder wordt uitgebouwd voor de financiële sector. Zal de ongelijkheid in de verdeling tussen de landen van de welvaartsvoordelen in dat geval niet toenemen? Wat met eventuele negatieve implicaties van een hyper ontwikkeld financieel systeem? Wordt er niet te veel hooggeschoolde know-how en management weggedraineerd ten koste van de produktiviteit in de andere sectoren? Neemt de kwetsbaarheid van het financieel bestel niet toe door het vergroten van de systeemrisico's?

Het blijven vragen van veeleer speculatieve aard. Meer concreet is de vraag of de mondiale context waarbinnen Europa 1992 zich noodzakelijkerwijze afspeelt wel voldoende in rekening genomen werd. De berekeningen van de welvaartsvoordelen steunen op de verkleining van de intermediatiemarges voor de financiële sector binnen de één markt. Dergelijke effecten zijn belangrijker voor de wholesale dan voor de retailmarkten. Heeft men er voldoende rekening mee gehouden dat deze voordelen voor de wholesalemarkten reeds in het recente verleden tot stand kwamen dank zij de mundialisering?

De welvaartsvoordelen berusten in grote mate op positieve handelscheppende effecten. Dienen er echter geen negatieve handelsverleggende effecten in rekening genomen te worden? Deze zouden des te belangrijker kunnen zijn naargelang de financiële markten reeds een mondiale dimensie vertonen. Handelsverlegging zou des te meer tot uiting kunnen komen naargelang de Europese Gemeenschap zich meer zou gaan opstellen als een regionaal blok. Gaat de eis tot reciprociteit ten overstaan van niet-EG-landen niet die richting uit? De uitbreiding van het beginsel van nationale behandeling (niet-discriminatie) tot het beginsel van de gelijke behandeling zou dergelijke gevolgen kunnen sorteren. Zullen er zich ten overstaan van het verwijt "Fort Europa" na verloop van tijd geen mondiale spelregels opdringen?

Blijft Europa ten overstaan van de grote mondiale financiële markt- en ook na de integratie niet sterk gehandicapt door het gebrek aan één Europese munt? Wisselrisico's kunnen in dat verband zwaarder wegen op het financieel verkeer dan op het veelal korte termijn handelsverkeer. Ten overstaan van de grote effectenmarkt in de Verenigde Staten zal er in Europa nog geen eenvormig wettelijk kader tot stand komen in 1992, zodat in feite deze nog versnipperd blijft en niet geniet van dezelfde schaalvoordelen.

Het zwaartepunt van financieel Europa 1992 ligt in elk geval bij de welvaartsvoordelen verbonden aan de openstelling, de concurrentie en de schaalvergroting op de retailmarkten. Wijst deze dimensie echter niet ter zelfdertijd op zekere beperkingen ervan? De marktintegratie en de verbreding van het concurrentiedomein richt zich tot deze produkten, diensten en cliënten die kunnen "gedelocaliseerd" worden. Is in de financiële sector nochtans de gelocaliseerde dienstverlening niet erg belangrijk? Koopt de cliënt niet eerder een bundel financiële diensten van één instelling waarbij hij geniet van een zekere kruissubsidiëring dan wel afzonderlijke financiële produkten bij verschillende instellingen aan de laagste kost? De branchevervaging in het recente verleden bevestigt het belang van deze "economies of scope", terwijl de schaalvoordelen eerder gering uitvallen.

#### IV. SITUERING VAN DE BELGISCHE GELD- EN KAPITAALMARKTEN

Het mundialiseringsproces hield reeds in het recente verleden een belangrijke uitdaging voor een kleine open economie in. Ons land heeft zich op de internationale financiële wholesale-markten zelfs een re-

latief gunstige positie weten te verwerven. De retailmarkten zijn echter relatief afgeschermd gebleven, gekenmerkt door “overbanking” en niet-prijscompetitie, zodat er een duale financiële structuur is ontstaan.

Europa 1992 betekent een bijkomende uitdaging nu ook de reguleringsbarrières, die mede de retailmarkten afschermden dienen te verdwijnen. Onze reglementeringen dienen zich bijgevolg aan te passen aan de Europese richtlijnen. Het antwoord mag zich daar echter niet toe beperken, wil de competitieve positie van onze financiële markten niet verder in het gedrang komen.

Iedereen is het er nagenoeg over eens dat onze geld- en kapitaalmarkten moeten gemoderniseerd worden. Een aantal studiecmissies, o.m. het Belgian Committee for Invisible Earnings, hadden reeds tijdens de vorige regering deze analyse gemaakt<sup>5</sup>. Het succes van financiële markten in de internationale concurrentie hangt grotendeels af van de uitbouw van de interne marktstructuren en van de dynamiek van het financieel apparaat.

Vooreerst dient de markt *ruim* te zijn d.w.z. de capaciteit en de schaal is een belangrijk gegeven. De omvang van de BEF-markt is echter van nature uit beperkt. Het spaarmiddelenaanbod is weliswaar relatief omvangrijk, maar wordt opgeslokt door de massale financieringsbehoeften van de overheid. Bovendien wordt het overgrote deel ervan niet gekanaliseerd naar de markt, via verhandelbare marktinstrumenten, maar onderhands geïntermediateerd via financiële instellingen. Op de emissiemarkten worden de andere emissie-activiteiten door de overheidsbehoeften weggedrukt.

Ten tweede is het van belang over *goed functionerende* markten te kunnen beschikken zonder veel wettelijke of feitelijke prioriteiten. Naast een gemakkelijke toegang tot de emissiemarkten, dient de kwaliteit van de beleggingen (liquiditeitsgraad) ondersteund te worden door actieve secundaire markten. Het veronderstelt het optreden van institutionele beleggers en financieel sterke instellingen op groothandelsmarkten; het intermediatieproces mag zich bijgevolg niet beperken tot de uitbouw van retailmarkten. Er dient een zekere complementariteit tussen korte- en lange termijnmarkten te bestaan: de ontwikkeling van kapitaalmarkttransacties is tevens afhankelijk van aangepaste geldmarktvoorzieningen.

In ons land is het intermediatieproces via een wijdvertakt net van agentschappen vnl. georiënteerd naar de retailmarkt. De onvoldoende uitbouw van groothandelsmarkten remt de werking van actieve secun-

daire markten. De geld- en kapitaalmarkten zijn veelal gecompartmentaliseerd in een veelheid van gesloten kringlopen, vaak min of meer gepriviligieerd en gesubsidieerd (b.v. markt voor schatkistcertificaten niet toegankelijk voor het publiek, scheiding tussen kleinhandels- en groothandelsmarkt m.b.t. vergoeding op deposito's,...). Zoals ook het geval is voor andere geld- en kapitaalmarkten in Europa, bezit de Belgische markt niet de nodige diepte en breedte, en liggen de transactiekosten hoog.

Derde voorwaarde is een sterk ontwikkeld financieel apparaat met deelneming van talrijke onderscheiden marktpartijen, dat via een *dynamische mededinging* wordt aangezet tot produktie aan lage (transactie)-kosten en tot innovaties in de (ruime) gamma van financiële instrumenten. Specialisatiepatronen die historisch gegroeid waren tussen banken, spaarbanken en openbare kredietinstellingen zijn geleidelijk afgezwakt geworden door de brancheervaging en hebben de mededinging in de hand gewerkt. De afzonderlijke sectoren van banken en spaarbanken blijven evenwel geconcentreerd met een sterk overwicht van enkele grote instellingen t.o.v. een groot aantal kleine instellingen. Hoewel dergelijke structuur niet bevorderlijk is voor een actieve prijsmededinging op de Belgische markt, biedt het wel schaalvoordelen aan een aantal grote instellingen om te concurreren op internationaal vlak. Dit is duidelijk niet het geval voor de staart van kleine instellingen.

De bestaande reglementering op de markttoetreding is vrij gunstig voor de vestiging van buitenlandse financiële instellingen in België. Het belet niet dat er in de praktijk wel hinderpalen kunnen voortvloeien uit het samenspel van concentratie en specialisatie. Het heeft in de praktijk geleid tot oligopolistisch marktgedrag gekenmerkt door: overheersende posities van bepaalde instellingen op bepaalde deelmarkten (prijsleiderschap); prijsafspraken over debet- en creditrenten; consortiumvorming m.b.t. emissie overheidsschuld e.d. Naast andere ongunstige economische factoren hebben bovenstaande marktstructuren en marktgedragingen een dynamische ontwikkeling van de financiële sector althans op de retailmarkten niet in de hand gewerkt. De werking ervan wordt dan ook gekenmerkt door hoge transactiekosten en eerder schaarse produktinnovaties. Dergelijk beeld voor de Belgische financiële sector en financiële markten globaal bekeken, dient nochtans verder genuanceerd. Op buitenlandse markten hebben de grote Belgische banken dit weten te compenseren door een uitbreiding van hun internationale activiteiten. Het is echter geen



unieke situatie want het beantwoordt grosso modo aan de gemiddelde situatie in de Europese Gemeenschap. Volgens berekeningen van de EG-Commissie blijken de marktdistorties in België zich echter sterker te profileren op de effectenmarkt en de verzekeringsmarkten. Het wegwerken ervan binnen de ene Europese financiële markt zou een voor België effectieve prijs- en kostenvermindering van gemiddeld 11% op de financiële produkten inhouden. De additionele groei-impuls zou ongeveer 1,22% van het BNP belopen<sup>6</sup>.

Midden 1988 zijn de verschillende commissies Maystadt tot hervorming van de Belgische geld- en kapitaalmarkten aan de slag gegaan. Bij de beleidsvoorstellen spiegelt men zich vooral aan de ons omringende landen om diverse technische aanpassingen in de werking van onze financiële markten voor te stellen. Tal van de voorgestelde aanpassingen beantwoorden aan een dringende nood en gaan in de goede richting o.m. de prioriteit die gegeven wordt om via innovaties de werking van de secundaire financiële markten uit te bouwen. Daarbij rijst onvermijdelijk de vraag of men voldoende doordacht heeft waar men naar toe wil. Welke zijn de strategische opties? Volstaat het volgens een globale strategie de buitenlandse markten zoveel mogelijk te kopiëren om competitief te zijn? Of dient men eerder op zoek te gaan naar onze comparatieve voordelen en via een specialisatiestrategie vooral deze sterke punten uit te bouwen?

## V. FUNDAMENTELE ORIENTATIES VOOR DE FINANCIËLE SECTOR

Europa 1992 biedt weinig houvast om een antwoord te vinden op vorige vraag naar de te nemen strategische opties voor ons land. Er wordt geen blauwdruk uitgetekend van de toekomstige Europese financiële markt. Het wordt integendeel overgelaten aan de dynamiek van de marktkrachten. Het komt er bijgevolg op aan zich zo goed mogelijk te positioneren in de concurrentiedynamiek van de markt. De competitieve positie is dan een kwestie van zowel de specifieke comparatieve voordelen van het land zelf, als van de eigen concurrentievoordelen van de ondernemingen. De twee mogen niet los van elkaar gezien worden. De optimale strategie bestaat erin de concurrentievoordelen eigen aan de financiële ondernemingen te koppelen aan de specifieke voordelen die het land te bieden heeft<sup>7</sup>.

De vraag naar de competitieve voordelen in de financiële dienstverlening kan niet beantwoord worden zonder een beter fundamenteel

inzicht in het specifiek karakter van financiële diensten. Het is een fundamenteel onderzoeksprogramma op zichzelf, zodat hier volstaan wordt met het uittekenen van enkele krachtlijnen. Daartoe wordt aangeknoopt bij vorige verklaring van de drijvende kracht van de financiële mundialisering : transactie- en informatiekosten. Comparatieve en competitieve voordelen in de financiële sector zijn dan vnl. een kwestie van transactie- en informatievoordelen. Dit is des te meer het geval wanneer toetredingsbelemmeringen verbonden aan uiteenlopende reglementeringen tussen de landen wegvallen. Dergelijke inzichten zijn belangrijk, niet alleen voor het overheidsbeleid, maar ook voor het strategisch management van de financiële instellingen.

De financiële dienstverlening, die oorspronkelijk vooral bestond in de functie van het verrichten van ruiltransacties, is meer en meer geëvolueerd naar het kopen en verkopen van risico's. Er heeft zich een verschuiving voorgedaan van op transacties gebaseerde markten naar op informatie gebaseerde markten. Terwijl bij de eerste functie de comparatieve voordelen meer afhangen van schaalvoordelen, heeft de evolutie het belang van comparatieve voordelen in informatie op de voorgrond gebracht.

Een competitieve opstelling van België m.b.t. de transactiefunctie veronderstelt de uitbouw van efficiënte primaire en secundaire markten. Daarbij zijn er tal van aanpassingen van technische en regulerende aard tot een meer doelmatige organisatie van de geld- en kapitaalmarkten vereist. Dan nog blijven de Belgische markten met schaalnadelen kampen. Ook op het vlak van de mogelijkheden tot "pooling" bij het vermogensbeheer heeft een klein land met schaalnadelen te kampen. Het geeft aanleiding tot een asymmetrische verhouding waarbij Belgische beleggers meer beroep doen op buitenlandse markten, dan buitenlandse beleggers op Belgische markten.

Gegeven deze schaalnadelen kunnen de Belgische effectenmarkten alleen competitief zijn in zoverre zij deze kunnen compenseren door informatievoordelen. Als zodanig blijft er een rol weggelegd voor de BEF markten van obligaties en Belgische aandelen. Op deze markten kunnen de voordelen van lokale marktkennis, vnl. inzake kredietrisico en transactorrisico's blijven doorwegen. Eventueel is er voor ons land nog een rol weggelegd in andere markten, zoals de ECU-markt, waar specialisatie en know-how m.b.t. de produktrisico's een comparatief voordeel kunnen opleveren. Deze laatste voordelen m.b.t. produktinnovaties zijn echter moeilijk te behouden, tenzij men door voortdu-

rende investeringen in onderzoek en ontwikkeling van nieuwe producten steeds een nieuwe voorsprong verwerft.

De transactiefunctie ligt aan de oorsprong van het bankwezen. Het blijft een belangrijke functie die vaak de sleutel vormt tot de andere dienstverlening. Het verzorgen van een efficiënt, goedkoop grensoverschrijdend betalingsverkeer kan een belangrijke bijkomende competitieve troef vormen in het licht van 1992. De transactiekosten kunnen gedrukt worden in het kader van transeuropese bankgroepen en andere samenwerkingsvorming. De voordelen lijken hier echter beperkt omwille van de algemene daling van transactiekosten via de ontwikkeling van de nieuwe communicatietechnologie. Het heeft overigens reeds aanleiding gegeven tot de ontwikkeling van elektronische betaalnetswerken, die voor de meeste instellingen openstaan. Ons land heeft reeds een voorsprong verworven in de ontwikkeling van deze elektronische betaaltechnieken. Gegeven echter dat deze procesinnovaties zich sterk ontwikkeld hebben, mede ter compensatie van de hoge werkingskosten binnen het banksysteem, liggen competitieve voordelen van de Belgische instellingen inzake de transactiefunctie, zelfs voor interne Belgische transacties, niet voor de hand.

De comparatieve voordelen zullen veeleer dienen gezocht te worden op het vlak van superieure informatie m.b.t. de risico's verbonden aan de transacties. De betere kennis van kredietrisico's geeft hier ongetwijfeld nog een informatievoordeel aan de lokale banken. Ook het transactorrisico m.b.t. de verplichtingen na te komen door de financiële instellingen, zal de rekeninghouders naar die banken blijven drijven met wier reputatie zij best vertrouwd zijn. Gegeven dat de zeer grote cliënten reeds ingeschakeld zijn in een mondiaal financieel systeem, zal 1992 zich vnl. afspelen op het vlak van concurrentie voor het KMO-clienteel en van het vermogensbeheer van particulieren. Als in 1992 de reguleringsbarrières verdwijnen, blijven er nog een aantal natuurlijke barrières ten voordele van lokale en nationale dienstverlening. M.b.t. het transactorrisico zijn er nochtans schaalvoordelen verbonden aan reputatie. Het zijn eerder de grote banken die daar voordeel bij hebben, wat ook in het voordeel van multinationale banken vermag te spelen. Op het vlak van produktrisico's en marktrisico's verbonden aan innovaties zullen informatievoordelen eerder afhangen van een doorgedreven specialisatie en know-how terzake.

Aldus is er ruimte zowel voor meer gespecialiseerde en lokaal geïntendeerde financiële instellingen, naast universele en multi-nationaal georganiseerde banken. Het voortdurende veranderingsproces maakt

bankieren met een gespecialiseerd dienstenpakket of met beperking tot lokale markten wel kwetsbaarder. Het zal de vorming van financiële conglomeraten met daaronder een groot aantal juridisch gescheiden, veelal sterk gespecialiseerde bankdiensten in de hand werken<sup>8</sup>.

In het perspectief van 1992 zullen verschillen in regulering niet langer als artificiële toetredingsbarrières voor buitenlandse dienstverlening mogen fungeren. Het betekent nog niet dat deze verschillen zullen opgeheven worden en evenmin dat zij geen invloed meer zullen uitoefenen op de competitieve positie. De wijze waarop valt echter moeilijk a priori vast te stellen. Enerzijds kunnen binnenlandse financiële instellingen in een nadelige competitieve positie komen te staan wanneer hun activiteiten strenger worden gereguleerd dan buitenlandse ten gevolge van de toepassing van het principe van home country control. Anderzijds kunnen bepaalde reguleringen en toezicht het krediet- en transactierisico gunstig beïnvloeden en de aantrekkingskracht van de eraan onderworpen instellingen vergroten. Terzake dienen een aantal meer fundamentele inzichten aangaande de informatie-asymmetrieën verbonden aan financiële diensten, en de afweging van zelfregulering t.o.v. overheidsregulering, ook voor ons land verder uitgewerkt worden. Als dusdanig zou zich een nieuwe beleidsdialectie kunnen ontwikkelen. Mogelijkerwijze zal deze ook een accentverschuiving inhouden van het individuele toezicht op financiële instellingen naar meer aandacht voor de kwetsbaarheid van het financieel systeem als geheel, d.w.z. voor de toegenomen systeemrisico's.

Hoe dan ook zou een nuttige oefening van beleidsvoorbereiding er reeds kunnen in bestaan de bestaande Belgische normering te toetsen aan de reguleringen in het buitenland, teneinde de Belgische comparatieve positie beter in te schatten.

## VI. KANTTEKENINGEN BIJ HET BELGISCH BELEID

De huidige beleidsvoorbereiding door de verschillende commissies Maystadt heeft ongetwijfeld de grote verdienste het proces ter modernisering van ons financieel beleid definitief op gang te hebben gebracht. Tal van analyses en nuttige beleidsuggesties werden zopas in deelrapporten van enkele commissies naar voren gebracht. Op dit ogenblik zijn zij echter nog niet volledig gekend en zijn evenmin de politieke beleidskeuzen gemaakt. Het zou dan ook voorbarig zijn uitvoering op de concrete technische beleidsvoorstellen in te gaan. Toch

kunnen er reeds een aantal bedenkingen geformuleerd worden bij de beleidsaanpak.

Een eerste observatie is dat de voorstellen o.m. inzake de hervorming van de effectenmarkten sterk geïnspireerd worden op de ons omringende landen, en Frankrijk in 't bijzonder. Het is ongetwijfeld nuttig lessen te trekken uit buitenlandse voorbeelden en ervaringen. M.b.t. de modernisering zijn sommige experimenten o.m. in Frankrijk echter nog van recente datum. De balans terzake kan nog niet opgemaakt worden, of wordt nog vertekend door initiële impacteffecten. Hoe dan ook, de voorgestelde aanpassingen beperken zich niet zelden tot het kopiëren van buitenlandse hervormingen. Is dit geen al te defensieve strategie gericht op terugwinnen van marktaandeel, die wij verloren door onze achterstand bij de modernisering? Gaat men er dan niet impliciet vanuit dat onze competitieve positie het best gediend wordt door gelijkvormigheid met andere landen? Eenzelfde impliciete optiek lijkt aan de basis van de voorstellen voor de openbare kredietinstellingen. Volgens het recente rapport over de openbare kredietinstellingen lijkt het alsof zij zich voor hun toekomst dienen te spiegelen aan de activiteiten van de Belgische grootbanken.

Aansluitend daarbij rijst de vraag of de beleidsstrategie wel ruim genoeg wordt gesteld. Voorgaande strategie is er alleen op gericht de comparatieve nadelen van het land weg te werken, niet op het opbouwen van specifieke voordelen voor het land zelf. Het impliceert dat onze financiële ondernemingen, niet geholpen door comparatieve voordelen van het land zelf, bijkomende ondernemingsgebonden concurrentievoordelen moeten opbouwen t.o.v. buitenlandse ondernemingen om in de concurrentiestrijd te overleven. De strategie terzake ligt helemaal anders, bijvoorbeeld in het Groothertogdom Luxemburg. De voorstellen tot de creatie van financiële instrumenten in ECU en de organisatie van een markt voor ECU-instrumenten te Brussel door de subcommissie Maystadt inzake "Nieuwe Markten" gaan echter ongetwijfeld die richting uit. Nochtans indien het beleid meer systematisch onderbouwd zou worden door inzichten in comparatieve en competitieve voordelen zou dit toelaten de klemtoon nog meer te verleggen naar de uitbouw van eventuele sterke punten in het Europese financiële verkeer.

Bij de overigens diepgaande technische studie van de effectenmarkten gaat de aandacht vooral naar de zwakke punten in vergelijking tot het buitenland. Er wordt weinig aandacht besteed aan de funda-

mentele vraag wat de Belgische effectenmarkten nog te betekenen hebben in de Europese financiële ruimte.

Ook in de studie van de Openbare Kredietinstellingen blijft men vaag omtrent de mogelijke rol en competitieve positie van deze instellingen in het Europa van 1992. Wat zijn de sterke punten van de O.K.I. indien men volgens een strategische managementanalyse de specifieke voordelen van ons land koppelt aan de eigen concurrentievoordelen van deze instellingen? De huidige transactie-informatievoordelen liggen op de Belgische markt en berusten niet zelden op artificiële toetredingsbarrières, zoals bijvoorbeeld inzake transacties met lokale overheden voor het Gemeentekrediet. Zullen deze barrières in 1992 niet moeten verdwijnen? Op welke andere transactie- en informatievoordelen zullen zij dan kunnen terugvallen om hun competitieve positie uit te bouwen?

Het ontbreken van dergelijke fundamentele inzichten leidt niet zelden tot een partiële aanpak die sterk technisch georiënteerd is. Verschuilt men zich niet al te veel achter technische aanpassingen in de organisaties van de geld- en kapitaalmarkten, omdat deze politiek gemakkelijker liggen? Dit terwijl andere omgevingsfactoren o.m. inzake fiscaliteit, begrotingstekorten in feite heel wat belangrijker zijn voor onze competitieve positie.

Voor het schuldbeheer van de overheid wordt heel wat verwacht van de introductie van nieuwe schuldinstrumenten en uitgiftetechnieken, gezien het al te beperkte gamma op dit ogenblik. Wordt dit wel ingekaderd in een globale portfolio-optiek van de uitstaande schuld, d.w.z. rekening houdend niet alleen met de laagste financieringskost maar ook met de laagste "risk-exposure" voor de hele portefeuille. Nieuwe schuldinstrumenten die op zichzelf bekeken interessant zijn, zijn dit niet altijd vanuit het standpunt van een globaal portefeuillebeheer. Dergelijke portfolio-optiek is nochtans reeds lang doorgedrongen in de bedrijfsfinanciering en meer recent ook in het particulier vermogensbeheer.

De discussie over de modernisering van de geldmarkt wordt uit de weg gegaan door te verwijzen naar obstakels van monetaire politiek. Het is een al te partiële benadering, waarbij men voorbijgaat aan de noodzakelijke aanpassingen van de monetaire politiek in het licht van 1992. Inmiddels werd het instrument van de verplichte reserves reeds heringevoerd, hoewel ook hier een meer globale aanpak wenselijk ware geweest<sup>9</sup>.

In de huidige aanpak tenslotte heeft men al van in den beginne de verschillende drukkingsgroepen bij de beleidsvoorbereiding betrokken. Het leidt onvermijdelijk tot beleidsvoorstellen die volledig schatplichtig zijn aan de politieke consensuspolitiek. Ter illustratie kan hier verwezen worden naar de rol die er voor het consortium weggelegd blijft. Zijn het veelal geen korte termijnoplossingen, die niet houdbaar zullen blijken onder druk van de imperatieven van 1992? Door vooraf langs een meer fundamentele beleidsvoorbereiding de bakens beter uit te zetten had men misschien een en ander kunnen vermijden.

## VII. BESLUIT

De voorgestelde hervormingen zijn dan veelal ook geen eindpunt. Naargelang er ervaring zal opgedaan worden met de nieuwe technieken en instrumenten zullen deze ongetwijfeld verder moeten aangepast en bijgestuurd worden, zoals ook de buitenlandse ervaringen uitwijzen. Veeleer dan eenmalige aanpassingen overeenkomstig de huidige voorstellen gaat het om een voortdurend proces van modernisering dat zich nog geruime tijd zal dienen door te zetten. De belangrijke verdiensten van de huidige voorstellen van de Commissie Maystadt bestaan er dan ook in eindelijk dit proces op gang te hebben gebracht.

### NOTEN

1. Zie Faulhaber, (1978).
2. Zie Heremans en D'Have, (1981).
3. Zie E.G. Commissie, (1988).
4. Zie Catinat, Donni and Italianer, (1988).
5. Zie Belgian Committee for Invisible Earnings, (1988).
6. Zie Catinat, Donni and Italianer, (1988).
7. Zie Van Cayseele en Schreuder, (1988).
8. Zie Meys, (1987).
9. Zie Heremans, Stockman and Van Der Veken, (1988).

### REFERENTIES

- Belgian Committee for Invisible Earnings, 1988, Syntheseverslag Subcommissie Financiële Structuren.
- Catinat, M., Donni, E. and Italianer A., 1988, The Completion of the Internal Market : Results of Macroeconomic Model Simulations, *Economic Papers*, 65, 64.
- E.G. Commissie, 1988, The Economics of 1992, *European Economy* 35, 218.
- Faulhaber, G.R., 1978, Financial Services. Markets in Transition, Discussion Paper 27, (The Wharton School, University of Pennsylvania).
- Heremans, D. en D'Havé, P., 1981, De rol van markt en overheid in de financiële sector. Gangbare opvattingen en nieuwe theoretische inzichten, *Bank- en Financiewezen Cahier*, 12-13, 17-39.

- Heremans, D., Stockman, P. and Van Der Veken, F., 1988, The Reintroduction of Required Reserves in Belgium. Theoretical Framework and Simulations, C.E.S. Paper, 48.
- Meys, A.J., 1987, Financiële dienstverlening, *Economisch Statistische Berichten* 72, 1056-1060.
- Van Cayseele, P. en Schreuder, H., 1988, Strategiebepaling door ondernemingen, *Economisch Statistische Berichten* 73, 1152-1159.