

Belgische financiële markten en 1992

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

I. INLEIDING

Met het kompas op 1992 gericht is de Europese economische vloot opnieuw in de stroomversnelling van de marktintegratie terecht gekomen. De voortschrijdende integratie en internationalisering is zeker voor de financiële sector geen nieuw gegeven. Overigens hadden een aantal omgevingsfactoren in de tachtiger jaren de mundialisering van de financiële bovenbouw reeds versneld. Europa 1992 in de financiële sector kan dan ook niet los gezien worden van de ruimere mondiale optiek. Voor de Belgische financiële sector tekent er zich bijgevolg tegelijk een Belgisch, Europees en mondiaal perspectief af.

De Commissie over de "Mundialisering van de Financiële Bovenbouw" verleden jaar ter voorbereiding van het 19e Vlaams Wetenschappelijk Economisch Congres geconfronteerd met de problematiek Europa 1992, is dan ook uitgegaan van een dubbele vraagstelling :

- wat is de betekenis van Europa 1992 in het kader van het aan de gang zijnde mundialiseringsproces ?
- wat zijn de implicaties van het bijkomend perspectief 1992 voor de Belgische financiële sector.

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

De auteurs zijn respectievelijk voorzitter en secretaris van de commissie "Mundialisering van de financiële bovenbouw" van het 19e V.W.E.C. over "De mundialisering van de economie: de uitdagingen voor de jaren '90", Leuven, 20-21 april 1989. Ze zijn ook de redacteuren van dit themanummer dat een "spin-off" is van de werkzaamheden in de commissie.

II. EUROPA 1992 EN DE MUNDIALISERING VAN DE FINANCIËLE BOVENBOUW

Ten einde de totstandkoming van de ene Europese financiële markt beter te situeren is voorafgaandelijk een nader inzicht in de ontwikkeling van de mundialisering vereist. Het mundialiseringsproces zelf kan gezien worden als een samenspel van tal van factoren: technologische en financiële innovatie, deregulering en liberalisering, effectivering, dit alles in de hand gewerkt door een turbulent klimaat van vlottende wisselkoersen, inflatie, rentevolatiliteit, en een dreigende schuldcrisis in de derde wereld. Een en ander is reeds overvloedig gedocumenteerd in tal van studies. Bij de Commissie-werkzaamheden werd daarom de focus vooral gericht op de recente evoluties van de tachtiger jaren op de internationale geld- en kapitaalmarkten.

Volgens A. Vleminckx (1989), hebben gunstige factoren van conjuncturele aard het mundialiseringsproces in de jaren '80 ongetwijfeld geaccentueerd. Toch wijzen tal van factoren erop dat de mundialisering aan een structurele tendens beantwoordt die zich verder zal blijven doorzetten. De toegenomen systeemrisico's wegen nochtans als een mogelijke hypothek op dit internationaliseringsproces. De beschermingsmechanismen onder de vorm van prudentieel overheidstoezicht en de traditionele functie van "lender of last resort" hebben zich onvoldoende kunnen aanpassen aan de vlug veranderende financiële omgeving¹.

Bij deze snelle financiële ontwikkelingen rees bij de Commissie-werkzaamheden onvermijdelijk de vraag naar de band met en de betekenis voor de reële economische activiteit.

Tengevolge van de mundialisering van de financiële sector heeft ook de investeringsfinanciering zich geïnternationaliseerd en worden er efficiëntere financieringsmogelijkheden aan het bedrijfsleven geboden. Volgens C. Dauw (1989) zijn tegelijk met de internationalisering voor het kapitaal de financieringsstromen minder doorzichtig geworden. Verschillen in fiscaliteit en regulering tussen de landen zijn een grotere rol gaan spelen, zodat het moeilijker is geworden de financiële stromen met directe investeringsdoeleinden te isoleren. Bij een poging om de kanalen weer te geven langswaar Belgische spaarmiddelen naar buitenlandse investeringen stromen en omgekeerd, botst men op bijna onoverkomelijke moeilijkheden om doorheen de financiële sluier te kijken².

T.o.v. het vorige perspectief dat zich beperkt tot de doorstroming van sparen naar investeringsfinanciering wordt de effectieve bijdrage van de financiële sfeer tot de welvaartscreatie door het bedrijfsleven door P. Sercu ruimer gesteld. In een eerste deel van zijn bijdrage tot dit themanummer worden de efficiëntievoordelen van volledig uitgebouwde financiële markten, met name de contant- en termijnverrichtingen evenals de opties, waarbinnen ook de innovatieve instrumenten kunnen ondergebracht worden, afgewogen. In 't bijzonder blijkt de contantmarkt een motiverende en disciplinerende functie te vervullen bij ondernemingen waar management en eigendom gescheiden zijn. Bij het wettelijk aan banden leggen van een vijandelijk openbaar bod op deze markten dient om die reden dan ook uiterst voorzichtig te werk gegaan te worden. Op de optiemarkten laat het gebruik van de eeuwenoude optie-techniek de bedrijven en beleggers toe de risico's te ontbundelen en de deelrisico's op een flexibelere wijze te verhandelen en efficiënter in te dekken. Anderzijds zijn de vaak ingewikkelde combinaties niet bevorderlijk voor de transparantie, zodat zich problemen kunnen stellen qua beheer en controle binnen de onderneming.

Aansluitend bij de vragen, zowel naar de recente ontwikkelingen op de financiële markten als naar hun betekenis voor de reële economische activiteit, gaat E. Deweydt in dit themanummer uitvoerig in op de mundialisering van de aandelenmarkt. Het is een eerder recent fenomeen dat tot nog toe weinig gedocumenteerd werd. Het omvat verschillende fasen, te beginnen met het noteren van aandelen in het buitenland gaande tot de herplaatsing van aandelen via een internationaal bankensyndicaat. T.o.v. de voordelen van deze internationalisering dient er ook gewezen op de risico's verbonden aan de "flow back" van deze aandelen naar de thuismarkt. Vooral de nog bescheiden uitgifte van Euro-aandelen via de klassieke syndicatietechniek, die met een vertraging van ongeveer twintig jaar t.o.v. de Euro-obligatiemarkt is ontstaan, biedt verdere perspectieven voor wereldwijde ondernemingen. Volledigheidshalve wordt daarnaast ook de uitgifte van met aandelen verwante Euro-obligaties, de zgn. converteerbare of van een aandelenwarrant voorziene obligaties, in het beeld betrokken. Mits oplossing van een aantal juridische en clearing problemen kan een verdere globalisering van de aandelenmarkten verwacht worden.

Richt men vervolgens het zoeklicht op het perspectief 1992 van de éne Europese financiële ruimte, dan blijkt evenzeer als het geval was

voor de mundialisering, ook voor de Europese Gemeenschap de basispijler de vrijmaking van het kapitaalverkeer te zijn.

Nochtans betoogt F. Keereman in dit themanummer dat dit proces van vrijmaking onderhevig zal zijn aan een aantal belangrijke randvoorwaarden. De lidstaten kunnen een aantal vrijwaringsclausules inroepen met als gevolg dat niet elke vorm van kapitaalcontrole onmogelijk wordt. Bijzonder netelig blijft het fiscale aspect van de liberalisering. Zonder minimale harmonisering dreigt de verscheidenheid van de belastingregimes louter fiscaal geïnspireerde kapitaalstromen in de hand te werken, wat indruist tegen het oorspronkelijke opzet van het hele liberaliseringsproces. Tenslotte zal de vrijmaking van het kapitaalverkeer moeten omkaderd worden door een versteviging van de prudentiële controle op de financiële instellingen, en een verdere monetaire cooperatie, wil zij achteraf niet in het gedrang komen door ongewenste financiële schokken en monetaire divergenties.

Gegeven de blijkbaar onomkeerbare ontwikkeling van bovenstaand Europees kader, rees bij de Commissie-werkzaamheden onvermijdelijk de verdere vraag naar de bijkomende betekenis en impact van deze Europese dimensie t.o.v. het ruimere mundialiseringsproces. Het perspectief van de Europese financiële ruimte loopt immers samen met reeds aan de gang zijnde structurele wijzigingen in de wereldmarkt. Het hoeft dan ook geen echte omwenteling in de financiële sector teweeg te brengen. Voor de reeds sterk geïnternationaliseerde wholesalemarkt kan de impact beperkt uitvallen, hoogstens kan de concurrentie er verder aangescherpt worden. Het Europese kader kan daarentegen wel uitgesproken effecten hebben op de tot nog toe beschutte retailmarkten die aan scherpe Europese concurrentie worden blootgesteld.

III. HET PERSPECTIEF 1992 VOOR DE BELGISCHE FINANCIËLE MARKTEN EN INSTELLINGEN

Het Europees perspectief 1992 zal voor ons land in grote mate afhangen van de comparatieve voordelen die de Belgische financiële markten en van de competitieve positie die de Belgische financiële instellingen in de ene grote financiële markt zullen kunnen verwerven. Het wordt bepaald zowel door de uitgangssituatie van onze financiële structuren, als door hun aanpassingscapaciteit waarbij een niet onbelangrijke taak is weggelegd voor het overheidsbeleid.

Een beter inzicht in de huidige situatie, meer bepaald een juiste situering van de Belgische financiële sector in de aan de gang zijnde mundialisering vermag daarbij richtinggevend te zijn.

Zoals ook het geval blijkt in andere Europese landen, heeft de mundialisering in ons land een duale structuur binnen de financiële sector in de hand gewerkt, met een geïnternationaliseerde groothandelsmarkt voor grote bedrijven en financiële instellingen, en een beschutte binnenlandse retailmarkt. Terwijl ook produktinnovaties op de groothandelsmarkt zijn doorgedrongen, zijn zij relatief beperkt gebleven op de retailmarkt. Op deze laatste markt is om de gewijzigde behoeften op te vangen, de vernieuwing veeleer beperkt gebleven tot aanpassingen van bestaande financiële produkten³.

Een aantal factoren zijn niet bevorderlijk voor de internationalisering van de Belgische financiële sector. Reglementaire en feitelijke hinderpalen zoals de dubbele wisselmarkt, restricties op het gebruik van de BEF op buitenlandse geld- en kapitaalmarkten, de achterhaalde organisatie van de Belgische geld- en kapitaalmarkten remmen zowel rechtstreeks als onrechtstreeks het grensoverschrijdende kapitaalverkeer af. Ongetwijfeld zullen in het licht van 1992 vele van deze restricties moeten verdwijnen en de reglementeringen herzien worden. Van de financiële markten en instellingen zal een belangrijke inspanning gevergd worden om zich aan het gewijzigde reglementaire kader aan te passen⁴.

Bij de vraag naar de impact van het Europese kader op de werking van de financiële markten is het aangewezen te onderscheiden tussen de aandelenmarkt, de obligatiemarkt en de geldmarkt. Aan de hand van een aantal documentaire nota's werden tal van technische tekortkomingen evenals suggesties tot verbeteringen in de werking van deze markten in de loop van de eerste jaarhelft 1988 in het kader van de Commissie-werkzaamheden van het V.W.E.C. bediscussieerd. Een en ander is inmiddels reeds doorgestroomd naar het beleid, nadat deze problematiek in de tweede helft van 1988 in een stroomversnelling is terechtgekomen n.a.v. de oprichting van de Commissie Maystadt ter modernisering van de Belgische geld- en kapitaalmarkt. Terwijl tal van beleidsrapporten over deze problematiek op dit ogenblik het licht zien, krijgen enkele van de bijdragen in dit themanummer, meer bepaald deze die midden 1988 tot stand kwamen over de obligatie- en de aandelenmarkt eerder het karakter van een voorafgaande, meer academische en kritische analyse. Deze analyses behouden hun waarde o.m. als toetssteen ter beoordeling van de beleidsvoorstellen May-

stadt, die vaak compromissen vormen, tot stand gekomen na overleg met de belanghebbende partijen.

In het tweede deel van zijn bijdrage tot dit themanummer overloopt P. Sercu de organisatorische problemen van de Belgische financiële markten. Meer bepaald wordt een analyse gemaakt, van de zwakke punten die moeten worden weggewerkt, wil Brussel ook na 1992 iets meer betekenen dan een regionale markt voor lokale tweederangs-aandelen. Het gebrek aan continue prijsvorming, markthouders en de pas opgestarte automatisatie leidt veelal tot een inefficiënte afwikkeling van de transacties en een tekort aan informatie voor de marktdeelnemers. Ook de hoge transactiekosten en de onvolledige termijn- en optiemarkten vormen duidelijk een comparatief nadeel. Verder is er ook nog de ontoereikende Belgische reglementering inzake overnames van bedrijven en het gebruik van afweringsmechanismen.

Door tal van technische tekortkomingen heeft de Belgische obligatiemarkt een zeer provinciaal karakter behouden, zoals wordt aangetoond in de bijdrage van P. De Proft. Het heeft een overwicht van buitenbeursverrichtingen en een verplaatsing van een deel van de activiteiten naar andere financiële centra in de hand gewerkt. Op de primaire markt rijst vnl. het probleem van het consortium en de plaatsingscommissies, evenals de behoefte aan soepelere emissieprocedures, en nieuwe leningsvormen. De werking van de secundaire markt dient transparanter en efficiënter gemaakt te worden door het monopolie van de wisselagenten te doorbreken, de officiële en de buitenbeursmarkt te versmelten, de dematerialisering door te voeren en de fiscaliteit te versoepelen. Gegeven de binnenlandse karakteristieken van het Belgische overheidspapier blijft er mits deze aanpassingen ook na 1992 nog een belangrijke rol weggelegd van deze Belgische markt.

Ten slotte is ook de geldmarkt in BEF tot nog toe een vrij traditionele markt gebleven met een beperkt aantal marktparticipanten en relatief weinig innovaties. Volgens M. Quintijn en R. Schreurs (1989) biedt de huidige organisatie van de markt voor schatkistcertificaten echter ruime faciliteiten aan de financiële instellingen voor een efficiënt BEF liquiditeitsbeheer. In feite kunnen zij hun kasbeheer in grote mate afwentelen op de Schatkist. De impact op de geldmarkt van de creatie van de éne Europese financiële markt zal in sterke mate afhangen van het feit of er al of niet tegelijkertijd aanpassingen in de wel typisch Belgische organisatie van de markt van schatkistcertificaten zal tot stand komen⁵.

Het moeilijkst valt het uiteraard de impact van 1992 af te lijnen voor de Belgische financiële instellingen. Veel zal immers afhankelijk zijn van de strategische managementkeuzen die zij zullen maken. Algemeen kan ervan uitgegaan worden dat de verdere openstelling van de Europese financiële markten schaalvergroting in de hand zal werken en de concurrentiedruk zal doen toenemen. Om terzake enig verder inzicht te kunnen bieden tracht J. Pacolet in zijn bijdrage tot dit themanummer enkele lessen te trekken uit het verloop van het wereldwijde internationaliseringsproces tot nog toe. Ondanks een relatief grote concentratie in het wereldbanksysteem blijkt er op de internationale markt geen significant verband te kunnen gevonden worden tussen schaalgrootte en groeicapaciteit voor de financiële instellingen. Bijgevolg zou het Europese perspectief 1992 inzake vereiste schaal van de internationale activiteiten geen handicaps inhouden voor de grotere Belgische financiële instellingen. De kleinere instellingen zouden wel beneden de vereiste schaaldrempels vallen.

Europa 1992 zal zich in elk geval wel laten gevoelen door een sterk toenemende concurrentiedruk op de binnenlandse retailmarkt. Betekenisvol voor de potentiële concurrentiedruk is de vaststelling dat binnen de niet onbelangrijke groep buitenlandse banken in België de Europese aanwezigheid tot nog toe relatief beperkt was. Daarbij rijst de cruciale vraag of deze markt het competitief voordeel inzake marktaandeel van een sterk uitgebreid vestigingsnet wel zal kunnen opwegen tegen de ongunstige kostenstructuur eraan verbonden.

Een apart geval tenslotte vormt de verzekeringssector. De impact van de vervaldatum 1992 zal er minder uitgesproken zijn, omdat het proces van integratie van de verzekeringsmarkt zich over een langere tijdsperiode zal uitspreiden. In zijn bijdrage tot dit themanummer spitst W. Duron zich toe op de te verwachten mutaties voor de Belgische verzekeringsondernemingen, voor de aangeboden producten en voor de distributievormen. Dit tegen de achtergrond van een nog relatief onverzadigde verzekeringsmarkt in België.

Om diverse technische en politieke redenen zullen er zich in deze sector belangrijke schaaffecten aftekenen, die in het voordeel spelen van grotere verzekeringsondernemingen. Via samenwerkingsakkoorden zullen er grote Europese gespreide groepen tot stand komen met verdere concentratie binnen de verzekeringsmarkt. Ook door de veraging tussen bancaire en verzekeringsproducten ontstaat er ruimte voor samenwerkingsakkoorden tussen banken en verzekeringsondernemingen. De grote Europese verzekeringsmarkt zal nochtans maar

echt kunnen werken op voorwaarde dat een aantal disharmonische fiscale toestanden worden weggewerkt.

IV. BESLUIT

Met bovenstaande bijdragen tot dit themanummer wordt de omvangrijke en complexe problematiek van 1992 verre van uitgeput. Inmiddels volgen ook de beleidsrapporten in het kader van de Commissie Maystadt elkaar op. In een slotbijdrage wordt daarom door D. Heremans en F. Van der Veken getracht een en ander in perspectief te plaatsen door middel van een aantal bedenkingen van meer fundamentele aard bij de Europese optie 1992 en enkele kritische vragen bij de Belgische beleidsoriëntatie.

NOTEN

1. Zie Vleminckx A., 19e V.W.E.C., referatenboek.
2. Zie Dauw, C., 19e V.W.E.C., referatenboek.
3. Zie Vleminckx, A.
4. Zie Dauw, C.
5. Zie Quintijn, M. en Schreurs, R., de documentaire nota over de betekenis van 1992 voor de geldmarkt in BEF ter discussie voorgelegd op de Commissie-werkzaamheden van het 19e V.W.E.C., werd intussen reeds gepubliceerd.

REFERENTIES

- Dauw, C., 1989, De mundialisering van de investeringsfinanciering, Referatenboek van het 19e V.W.E.C., (Vereniging voor Economie, Brussel), 139-148.
- Vleminckx, A., 1989, De internationale geld- en kapitaalmarkt in de jaren '80, Referatenboek van het 19e V.W.E.C., (Vereniging voor Economie, Brussel), 117-137.
- Quintijn, M. en Schreurs, R., 1989, Vernieuwingen in het BEF-liquiditeitsbeheer, nood en wenselijkheid, *Bank- en Financierwezen* 53, 143-152.