

Financiële innovaties

Deregulering en nieuwe concurrentie in de financiële dienstverlening

Leo van Eerden *

De beurscrash van 19 oktober 1987 betekende niet alleen een gevoelige greep in de portefeuilles van de internationale beleggers maar deed ook de angst voor een mogelijke internationale depressie opkomen. Ging het op de 'Zwarte Maandag' om de ineenstorting van de effectennoteringen, zo kenmerken de jaren tachtig zich toch al door allerlei deelkrisis binnen het internationale financiële systeem. Het internationale schuldenprobleem is sinds 1982 een tijdbom in de financiering van Derde Wereldlanden. De schuldeisende banken en overheden zitten nog steeds met een grote hoeveelheid oninbare vorderingen. De schuldenlanden blijven gekonfronteerd met niet te financieren tekorten en sinds 1983 hebben de Verenigde Staten zich geschaard in de rij van problematische debiteurstaten. Voegt men daarbij een stijgend aantal bankfaillissementen in de VS, het door misbruik van voorinformatie geplaagde Wall Street en de grote wispelturigheid van de internationale kapitaalstromen dan kan men zonder veel moeite vaststellen dat er de laatste jaren iets grondig mis lijkt te gaan bij de ontwikkeling van stabiele internationale financiële betrekkingen.

In kapitalistische economieën heeft de financiële sektor te maken met de meeste overheidsinterventies in de markten, regelgeving en toezicht op met name het bankwezen. De laatste tien jaar is deze overheidsbemoediging onder grote druk gekomen. In een euforie over de heilzame werking van de vrije markt is een no-nonsense tijdperk ingegaan waarin marktkrachten meer speelruimte opeisten en kregen. Voor de financiële sektor leverde dit een explosie van nieuwe produkten en instrumenten op en een golf van deregulering en liberalisatie in de internationale financiële betrekkingen.

Sinds het begin van de jaren zeventig zijn, zij het in onderscheiden mate, in de industriële landen globale krisistendenzen zichtbaar. Deze krisistenden-

* Leo van Eerden is verbonden aan de vakgroep Internationale Betrekkingen van de subfaculteit Politikologie aan de Universiteit van Amsterdam.

zen, die zich manifesteerden in monetaire expansie en sterke wisselkoers- en rentefluctuaties, vormden een belangrijke stimulans voor de ontwikkeling van nieuwe financiële instrumenten. Deze financiële innovaties leverden ook de stimuli voor een verdere internationalisering van de kredietbetrekkingen. Zij vormden daarbij niet alleen een antwoord van de markt op economische krisistendenzen maar ook een middel om de winstgevendheid van de financiële sektor als geheel te vergroten. Dit laatste werd vooral bereikt door de economische toepassing van nieuwe informatietechnologie en het met de innovaties creatief gebruik maken van de grote verschillen in nationale regelingen. De snelheid waarmee en de omvang waarin innovaties toegepast werden dwongen de monetaire autoriteiten, in hun pogingen de internationale concurrentiepositie van het nationale bankwezen te versterken, tot een ware dereguleringswedloop. Deze wedloop had niet alleen tot gevolg dat de stabiliteit van het gehele internationale financiële systeem meer in handen van de marktkrachten kwam, maar ook dat er binnen de sektor structurele veranderingen in de traditionele financiële intermediatie optraden.

De meeste innovaties vonden hun oorsprong in de VS en als middel om de internationale concurrentiestrijd in het voordeel van de Amerikaanse financiële instellingen te beslissen. Zij leverden ook een groei van de internationale schuldeneconomie op. De innovaties hebben, buiten het efficiënter maken van de financiële markten, de mogelijkheden van de nationale monetaire autoriteiten om het systeem te stabiliseren door middel van interventie aangetast.

In deze bijdrage zal nader aandacht worden besteed aan de groei van de internationale kredietekonomie en de rol die de financiële innovaties en deregulering daarin spelen. Daarbij zal onderzocht worden in hoeverre de innovaties de risikograad van kredietverlening en instabiliteit van het financiële systeem bevorderen. Het terugdringen van deze risico's maakt een proces van reregulering van de sektor noodzakelijk. De belangrijkste hindernissen hiervoor liggen echter in de winstbelangen op de kortere termijn van de financiële sektor zelf en de falende internationale beleidsafstemming van de belangrijkste industriële naties onderling.

In het navolgende zal in eerste instantie geprobeerd worden het algemenere verband tussen financiële innovaties, markt en overheidsregulering aan te geven. Daarna wordt ingegaan op de ontwikkeling van een aantal markt-trends in de jaren zeventig en de toen ontwikkelde innovaties. Vervolgens komen de recente veranderingen op de financiële markten aan de orde en de institutionele veranderingen tussen de marktpartijen onderling.

1 Financiële innovaties en regulering

Het begrip innovatie heeft in het algemeen een positieve klank. Het wordt geassocieerd met de ontwikkeling van nieuwe groeisektoren en wordt vaak gezien als het noodzakelijke middel om uit de structurele crisis in de economie te komen. Financiële innovaties hebben, net als de niet-financiële,

betrekking op vernieuwingen in het produktenaanbod en de wijze waarop deze produkten tot stand komen. De economische toepassing van niet-financiële innovaties leidt tot aanzienlijke beheersproblemen binnen de afzonderlijke ondernemingen en de maatschappij als geheel (Roobeek, 1987). Hetzelfde geldt voor financiële innovaties, maar het karakter van deze produkten is fundamenteel verschillend waardoor zij tot verdergaande en algemene maatschappelijke beheersproblemen leiden.

De financiële sektor, en daarbinnen vooral het bankwezen, is in alle landen met een ondernemingsgewijze produktiestructuur de sektor die de meeste regelgeving kent. Deze bijzondere positie dankt de sektor aan de aard van het produkt en de manier waarop het in het economische systeem zijn weg vindt. Het gaat hierbij om geld en andere vormen die de waarde van de reële produktie uitdrukken en borg moeten staan voor de cirkulatie ervan binnen het economische stelsel. Door deze band kunnen zij fungeren als betaalmiddel en kan gespaard en uitgeleend worden. Het betekent ook dat geld en krediet, als op zichzelf staande handelsgoederen, deze fundamentele relatie uiteindelijk in geen enkele blijvende vorm kunnen vervangen (Hamilton, 1986, 18). Tegen deze achtergrond is de ordening van het geld- en kredietstelsel een zaak van algemeen belang. Het bepaalt de loop van de allokatie van geld- en kapitaalstromen. De waarde van het geld wordt in moderne geldstelsels via het financiële institutionele kader gereguleerd. Binnen dit institutionele kader treden vooral de monetaire autoriteiten regulerend en toezicht houdend op vanuit drie overwegingen (Baltensprenger/Dermine, 1987, 68):

- de zorg voor de financiële gezondheid van de banken en de financiële stabiliteit;
- de zorg voor de monetaire ontwikkeling en met name het geldaanbod en ontwikkeling van het prijsniveau;
- de zorg voor de structuur van de financiële sektor met betrekking tot monopolievorming en 'oneigenlijke' concurrentie.

De beurscrash van 1987, de schuldenkrisis van de Latijnsamerikaanse landen en de problemen waarin een aanzienlijk aantal banken verkeren, zijn allemaal crisisverschijnselen binnen een aantal geledingen van het financiële systeem. Deze instabiliteiten kunnen uitgroeien tot een algemene financiële crisis als de scheidslijnen tussen de geledingen verdwijnen. Zo kan men de financiële crisis definiëren als een verstoring van de financiële markten, gekoppeld aan dalende prijzen van de financiële activa en insolvable debiteuren en intermediairs waardoor de financiële markten niet meer in staat zijn de allokatie van kapitaal in de economie te bemiddelen (Eichengreen/Portes, 1987, 10). Juist de financiële innovaties en deregulering heffen de scheidslijnen tussen de geledingen op en verrijken de financiële instabiliteiten met een internationale dimensie.

Tot nu toe zijn de innovaties het meest intensief toegepast in de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk. Landen die een, vanuit de crisis van de jaren dertig voortgekomen, gescheiden banksysteem kennen. Staten met een universeel banksysteem, zonder een strikte scheiding tussen de verschillende

bankactiviteiten, hebben ook met de innovaties te maken, maar in deze gevallen zijn ze vaak wat minder ingrijpend. De financiële innovaties hebben geleid tot een grotere internationale substitueerbaarheid van financiële titels. Juist hierdoor is in de loop van de jaren tachtig een concurrerende dereguleringswedloop tussen nationale staten op gang gekomen, met als inzet het veilig stellen van de internationale concurrentiepositie van het nationale bankwezen. Het bood tevens de openingen voor de operaties van andere financiële intermediairs, die meestal niet onder de controle en toezicht van de monetaire autoriteiten vielen.

Het proces van financiële innovatie levert hierbij een permanente strijd op tussen op stabiliteit gerichte (politieke) regulering en het directe (markt)belang van het cirkulerende geldkapitaal. Een ongelijke strijd die niet per definitie reregulering in zich sluit doch deze afhankelijk laat zijn van het concrete historische verloop van financiële crises (Kindleberger, 1978).

2 Financiële expansie en globale crisis

Met de ineenstorting van het internationale monetaire stelsel van Bretton Woods in 1971/1973 verdween ook het politiek vastgelegde kader waarbinnen na de Tweede Wereldoorlog internationale financieringen en betalingsbalansaanpassingen hun weg gezocht hadden. Het vormde tevens de monetaire afsluiting van een periode van economische en maatschappelijke wederopbouw en expansie. Vanaf het einde van de jaren zestig daalde de algemene trend in de rentabiliteit en werden problemen in de accumulatie van kapitaal in alle industriële landen zichtbaar (Armstrong e.a., 1984). Tot aan het einde van de jaren zeventig leidde monetaire accumulatie (Altvater, 1983, 232) weliswaar tot een instandhouden van nominale winstniveau's doch zij verhulde tevens de veranderingen die er in de reële internationale concurrentieverhoudingen plaatsvonden. Deze monetaire accumulatie is door overheidspolitiek en groei van de activiteiten van het bankwezen mogelijk gemaakt. De in de jaren zeventig ontwikkelde nieuwe financiële instrumenten vormden hierbij de centrale schakel tussen de internationale vraag naar financiële middelen en de schepping van een passend aanbod. Bovendien stimuleerden vooral de Amerikaanse banken, in hun pogingen de Amerikaanse regelgeving te omzeilen, de ontwikkeling van deze instrumenten. Het betekende uiteindelijk dat aan het einde van het decennium de door de officiële instanties gestuurde internationale kredietstromen het af hadden moeten leggen tegen de bankaire private marktkrachten (Llewellyn, 1985).

2.1 Internationale kapitaalstromen en de opkomst van het internationale bankieren

Binnen het internationale monetaire bestel van Bretton Woods nam de Amerikaanse dollar een centrale plaats in in de internationale liquiditeitsvoorziening. De dollar vervulde hiermee een dubbelrol. Enerzijds fungeerde hij als wereldgeld en anderzijds als nationale Amerikaanse interventievaluta. Hoewel de wereldgeldfunctie van de dollar na 1973 officieel beëindigd was

was dit feitelijk niet het geval. We kunnen echter vaststellen dat de sturing van de internationale liquiditeitsvoorziening over andere institutionele schakels is gaan lopen.

Aglietta (1985) heeft een poging ondernomen om de internationale liquiditeitsvoorziening, net als bij de nationale liquiditeitsvoorziening, te meten door het geldaanbod in relatie te brengen met de tegenposten ervan. Hieruit kunnen een aantal belangrijke ontwikkelingen gedestilleerd worden. Zoals we uit tabel 1 af kunnen lezen is er in de periode 1970 - 1982 een opmerkelijke verandering opgetreden in de internationale liquiditeitschepping (monetarisatie). Het aandeel van de monetarisatie van de Amerikaanse tekorten in de totale liquiditeitschepping liep terug van 47% in 1970 tot 12% in 1982. Bij de liquide activa groeiden de deposito's van de private economi-

Tabel 1: Internationale liquiditeiten en hun tegenposten
(per ultimo)

Bronnen van de tegenposten

	1970	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982
krediet Eurobanken	28	134	168	200	242	289	354	411	470	498
extern krediet van banken in de VS	7	14	16	18	20	33	46	58	81	107
monetarisatie tekort niet-mon.VS-operaties	31	62	53	58	89	117	130	107	90	83
TOTAAL	66	210	237	276	351	439	530	576	641	688

Aandeel monetarisatie VS-tekorten in totale liquiditeitencreatie (%)	47,0	29,5	22,4	21,0	25,4	26,7	24,5	18,6	14,0	12,1
--	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------

Liquide vorderingen naar vorm en houders

	1970	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982
Deposito's in Eurobanken:										
privaat	---	62	62	77	89	120	156	199	261	275
off.instellingen	---	38	51	64	73	84	120	139	126	98
verschillende	---	25	34	32	51	65	95	2	67	107
TOTAAL	38	125	147	173	213	269	371	400	454	480

Private deposito's banken VS	4	8	10	11	12	14	16	17	23	41
Off.reserves op dep.basis VS	24	77	80	92	126	156	143	159	164	167
TOTAAL	66	210	237	276	351	439	530	576	641	688

Private bankvorderingen/ wereldimport (zonder VS-import)(%)	--	10,2	10,0	11,0	11,1	12,7	12,8	12,9	17,4	20,7
---	----	------	------	------	------	------	------	------	------	------

Bronnen: BIS en Federal Reserve Bulletin; IMF: International Financial Statistics.
Overgenomen uit: M. Aglietta, 1985, 181

De kredieten en deposito's van Eurobanken zijn valutaoperaties met niet-bankaire handelaren van de banken uit het rapportage-gebied van de BIS en de vestingen van Amerikaanse banken in het Caraïbisch gebied, samen met de valutaleningen en deposito's van Eurobanken met hun ingezetenen. De kredieten en deposito's van banken in de VS omvatten operaties met niet-ingezetenen niet-bankaire handelaren.

sche aktoren sneller dan de officiële reserves. Aglietta trekt hier dan ook de konklusie uit dat er een overgang heeft plaatsgevonden tussen de, door de uitslagen in de Amerikaanse betalingsbalans bepaalde, exogene monetaire schepping ten behoeve van de wereldeconomie naar endogene monetaire creatie via het bankensysteem. Hiermee werd soepel gereageerd op de vraag naar krediet.

Opmerkelijk hierbij is dat ratio bankaktiva/importen na de eerste olieprijsstijgingsgolf gestegen is van 10% naar 20,7% in 1980. De grote vraag naar internationale liquiditeiten is in belangrijke mate veroorzaakt door de groeiende financieringsbehoeften van de ontwikkelings- en de industriële landen. De industriële landen gingen van een overschot op de lopende rekening van de betalingsbalans van \$ 17,7 mrd in 1973 naar een tekort van \$ 44,8 mrd in 1980. De niet-oliebezittende ontwikkelingslanden zagen dit tekort van \$ 11,6 mrd in 1973 oplopen tot \$ 86,2 mrd in 1980. Deze laatste financierden dit tekort in 1980 door netto \$ 67,1 mrd te lenen (Llewellyn, 1985). De banken kregen zo na het verdwijnen van het monetaire systeem van Bretton Woods een niet meer weg te denken rol in de financiering van de wereldeconomie.

Daarmee is het belang van de buitenlandse activiteiten voor de banken steeds groter geworden. Voor depositobanken binnen de OECD vormden de buitenlandse aktiva in 1970 ruim 12% van het totaal. Dit aandeel steeg in 1981 naar bijna 24%. De buitenlandse verplichtingen leverden een vergelijkbaar beeld op, namelijk een stijging van ruim 11% in 1970 naar meer dan 23% in 1981 (Pecchioli, 1983,19). Zo behaalden de tien grootste Amerikaanse banken in de periode 1977 - 1982 jaarlijks de helft van hun totale winst uit de internationale activiteiten. Vergelijkbare cijfers gelden ook voor banken uit een groot aantal andere OECD-staten. De Amerikaanse banken hebben sinds het einde van de jaren zestig een dominante plaats op de financiële wereldmarkt in kunnen nemen. De positie dankten zij aan de grote volumina die in hun internationaal bankbedrijf omgingen. Bovendien waren de VS gedurende het merendeel van de naoorlogse jaren een netto-kapitaal-exporteur naar de rest van de wereld geweest. Zij verkeerden verder in de voordelige positie te kunnen handelen in een internationaal geaccepteerd geldmiddel dat binnen haar eigen nationale economie gekreëerd werd.

De internationale bankaire kredietverlening is sinds de jaren zestig sterk gegroeid. Vooral na 1975 tekende zich een explosieve expansie af die uiteindelijk in 1982, als gevolg van de internationale schuldenkrisis, begon te stikken.

Vanaf de jaren zestig groeide het internationale bankieren met 20 - 30% per jaar. Zo stegen de bruto internationale verplichtingen van het internationale private bankwezen van zo'n \$ 55 mrd in 1965 naar bijna \$ 2300 mrd in 1981 (Pecchioli, 1983,16). Het is voor de periode 1971-1981 opvallend dat de handel in het langere-termijn middel van de bonds, met een jaarlijks aandeel van zo'n 10%, in de internationale financieringen een volledig onderschikte plaats innam ten opzichte van de bankaire internationale kredietverlening.

Voor deze expansie waren verschillende factoren verantwoordelijk. Allereerst was er een sterke groei van de internationale handel. Zo steeg de waarde van de exporten in de periode 1966-1973 jaarlijks met 9,2% en van 1973-1980 met 25,2%. Over de gehele periode 1966-1980 was dit zo'n 14,3% (Dale, 1984,6). Een tweede stimulerend element werd gevormd door de grote verschillen in nationale regelgevingen. De banken zochten hierdoor in hun buitenlands vestigingsbeleid die vestigingsplaatsen op waar hun activiteiten het minste gecontroleerd en fiscaal belast werden. Deze offshore centra werkten als een soort hefboom in de bankaire activiteitengroei (Schubert, 1985). In de derde plaats hadden een aantal financiële innovaties een groei-stimulerende werking. In belangrijke mate vonden zij hun oorsprong binnen het Amerikaanse financiële systeem. Zij vormden een beslissend element in de concurrerende jacht op uitbreiding van de bankaire winsten. Als zodanig waren zij voor wat betreft de periode 1965-1975 een reactie op de beperkende Amerikaanse bankaire regelgeving en na 1975 vooral op de opkomst van het internationale bankwezen uit de andere OECD-staten.

2.2 De stimulerende werking van de Amerikaanse regelgeving

Het Amerikaanse overheidsbeleid heeft, deels ongewild, bijgedragen tot een sterke groei van de internationale geld- en kapitaalmarkten in de jaren zeventig. In de loop van de jaren zestig voerde de Amerikaanse overheid een aantal controlemaatregelen op het kapitaalverkeer en monetaire reguleringen in, die de bedoeling hadden de kapitaalstromen vanuit de VS te bemoeilijken.

Deze maatregelen leidden direct tot een stimulering van de buitenlandse activiteiten van de Amerikaanse banken. Het gevolg was een bankair groeiproses dat zich steeds losser van het Amerikaanse nationale banksysteem begon te ontwikkelen. Dit proces werd in 1981 voor een deel gekeerd met de introductie, door de regering Reagan, van de International Banking Facilities (IBF's) in New York.

Zo werd in 1963, in een pakket van maatregelen, de Interest Equalization Tax (IET) en de Foreign Direct Investment Regulations (FDI) afgekondigd. Deze maatregelen werden, mede onder druk van de Europese staten, nodig om de verslechtering van de Amerikaanse betalingsbalans te corrigeren. Men probeerde zo de grote uitstroom van kapitaal aan banden te leggen. In 1965 werd het Voluntary Foreign Credit Restraint Program (VFCCR) ingesteld met als doel de mogelijkheden van directe kredietverlening van Amerikaanse banken aan niet-ingezetenen te beperken. De banken werden verzocht om bij deze kredietverlening een aantal plafonds in acht te nemen.

Deze programma's hadden allemaal één kenmerk gemeen: zij waren enkel gericht op banken die in de VS gevestigd waren. Teneinde toch te kunnen blijven concurreren trachtten deze 'getroffen' banken in een snel tempo een buitenlands vestigingennet op te bouwen. Daarmee werden de buitenlandse activiteiten van de banken nog eens extra gestimuleerd, bovenop het effect dat het beleid van het volgen van de Amerikaanse multinationale ondernemingen al had. Maatregelen als de IET en FDI leidden direct tot de groei van de Eurobondmarkt. De IET maakte het immers voor de buitenlandse beleg-

gers onaantrekkelijk om obligaties in de VS te plaatsen. Het gevolg hiervan was dat New York, als marktplaats voor lange termijn kapitaal, de vraagkant van zijn markt zag verdwijnen naar de Europese kapitaalmarkten.

Teneinde de ontwikkeling van de binnenlandse rente in de hand te houden stelden de Amerikaanse autoriteiten de *Regulation Q* in. Dit betekende dat de banken gehouden waren aan een bepaald niveau van rentebetaling op deposito's die in de VS aangehouden werden. Door deze regeling kwamen Amerikaanse banken op die momenten in de problemen, waarop het kredietaanbod in de VS krap was en de rentevoeten zich boven de plafonds van de *Regulation Q* gingen bewegen. In deze situatie kwamen de banken die in het Euromarktcircuit opereerden in het voordeel. Dit dwong de Amerikaanse banken nog eens extra naar het buitenland, teneinde de relatieve nadelen ten aanzien van de internationale concurrentiepositie te beperken.

Toen een aanzienlijk deel van de Amerikaanse banken naar het buitenland uitweek om via de Euromarkten fondsen voor hun binnenlandse cliënten te verkrijgen probeerde de Federal Reserve Board dit nog tegen te gaan door een reservevoorziening van 10% te eisen op de groei van de netto-kredietverlening via buitenlandse filialen. Ook dit bleek echter de expansie van de Amerikaanse bijdrage aan de euromarkten niet meer af te kunnen remmen. Zo liep het aantal buitenlandse filialen van Amerikaanse banken in deze periode sterk op. Tussen 1961 en 1970 steeg dat van 11 naar 37. Ook de leningen die via deze vestigingen liepen namen sterk toe: van 29% in 1964 naar 74% in 1970.

De Amerikaanse monetaire autoriteiten werden nu gekonfronteerd met de ondergraving van de maatregelen ter beperking van de kredietverlening. Bovendien konden zij de terugvloeiing van dollars uit het buitenland (round-tripping) niet sturen zodat de binnenlandse monetaire controle steeds moeilijker werd.

De explosieve groei van de Eurovalutamarkten maakte aan het einde van de jaren zeventig nogmaals duidelijk dat er vanuit de monetaire autoriteiten een beleidsreactie moest komen. Globaal gesproken bestonden er binnen de VS drie beleidsopties (Dale, 1985):

- een verdere deregulering van het binnenlandse bankwezen door verlaging van de reserveverplichtingen en het vrij laten van de rentevoeten;
- een internationale coördinatie van de regulering van Euro-marktactiviteiten;
- het aanbrengen van een scheiding van binnen- en buitenlandse bankzaken in de VS zelf.

Het is opvallend dat het pas in de loop van 1980 tot een eerste set van nieuwe maatregelen kwam. Het late tijdstip valt voor een belangrijk deel te verklaren vanuit de concurrerende posities van het bankwezen uit de andere westerse staten en de manier waarop de Amerikaanse autoriteiten trachtten de internationale schuldenkrisis te beheersen.

Mede omdat het Amerikaanse beleid op internationaal niveau weinig succes-

vol was, werd in 1980 het licht op groen gezet voor de Depository Institutions Deregulation en de Monetary Control Act. Deze wetgeving leidde tot de opheffing van de ongelijkheden tussen binnenlandse spaarinstellingen en banken. Bovendien kwamen deze instellingen onder het systeem van minimumeisen van de Federal Reserve.

Daarbij had de Monetary Control Act directe gevolgen voor de internationale concurrentiepositie van Amerikaanse banken. Door het verdwijnen en minimaliseren van belangrijke regels uit de Regulation Q werden de verschillen tussen onshore en offshore bankactiviteiten minder. Bovendien kreeg de Federal Reserve met deze wet meer greep op buitenlandse banken in de VS.

Gelijktijdig met het in gang zetten van de binnenlandse deregulering en de stagnatie in de internationale coördinatie ondernamen de autoriteiten actie op het derde beleidsterrein: de scheiding tussen binnen- en buitenlandse bankactiviteiten. Tot schrik en ongenoegen van de andere westerse staten probeerde de Federal Reserve eurodollars terug te halen naar de VS door het scheppen van een vrijhandelzone voor 'buitenlandse' dollars binnen de VS. Via de International Banking Facilities (IBF's) ontstond er in 1981 in de VS een financiële deelmarkt zonder regulerende beperkingen. De bedoeling hiervan was New York te versterken ten nadele van de Londense City en de andere offshore centra.

2.3 De financiële innovaties van de jaren zestig en zeventig

De expansie van het internationale bankwezen is in de loop van de jaren zeventig hand in hand gegaan met de ontwikkeling en toepassing van een aantal nieuwe financiële technieken die vooral vanuit het Amerikaanse financiële systeem tot ontwikkeling gebracht zijn. De belangrijkste nieuwe instrumenten en technieken waren: de interbankmarkt, de Certificates of Deposits (CD), de Floating Rate Notes (FRN's), de leningssyndikaten en de roll-over techniek.

Deze technieken waren voor de banken vooral van belang voor de ontwikkeling van de structuur van het aantrekken en uitzetten van geld. Daarbuiten vormden zij de basis voor de opkomst van andere geld- en kapitaalmarktpartijen. De grove basiskarakteristieken kunnen als volgt samengevat worden.

De CD's vormden een financieel instrument dat aan het einde van de jaren zestig in de internationale geldmarkten een rol ging spelen. Daarvoor werden zij binnen de VS al op ruime schaal gehanteerd. Hierbij gaat het om de handel in kortlopende depositobewijzen. In een poging de Amerikaanse regulerende maatregelen te omzeilen was de Citibank de eerste bank die de CD's op de internationale markt bracht. Voor de internationale handel in CD's werd Londen het centrale marktpunt, dat voor zo'n 60% door de Amerikaanse banken beheerst werd (Pecchioli, 1983, 28).

De CD's moesten op de financiële markten het gat opvullen tussen de termijndeposito's met een vaste looptijd en de langere termijn financieringsinstrumenten. Zij vormden daarmee een belangrijk middel voor het kasbeheer van banken en grotere ondernemingen.

De FRN's waren nieuwe kapitaalmarktinstrumenten die als kenmerk hadden dat de rente die erop vergoed werd flexibel was. In tegenstelling tot de gebruikelijke bonds met vaste rente voor de gehele looptijd van de lening gaat het bij de FRN's om rentevergoedingen die met de korte-termijn marktrente meebewegen. Er is meestal een koppeling met de zesmaandse Libor (London Interbank Offered Rate). Dit instrument werd vooral door de banken gebruikt om middelen voor de middellange en lange termijn te krijgen. Hierbij ging het vooral om de financiering van de internationale activiteiten. Voor de banken is het een aantrekkelijk middel om de kapitaalbasis van de bank te verbeteren.

Zowel de FRN's alswel de CD's maakten de ontwikkeling van het roll-over systeem mogelijk. Hierdoor kon men de financieringsinstrumenten steeds direkter aanpassen aan de geldende kortere termijn marktrente. Een systeem dat zich voor de banken in tijden van grote rentefluctuaties goed betaald maakt. Het traditionele renterisico werd hiermee immers, zonder verder risico voor de banken, op de debiteuren afgewenteld. Het vormde daarmee ook een antwoord van de financiële sektor op de sinds het begin van de jaren zeventig bestaande internationale onrust in wisselkoers- en renteontwikkelingen.

De groei van de internationale interbankmarkt is zeer sterk geweest. Voor het uitzetten en opnemen van gelden werd deze markt van centrale betekenis voor de internationale bankaire financieringen. Door deze markt werd het mogelijk om ten alle tijde deposito's te plaatsen. De rente op deze markt (Libor) vormt het internationale referentiepunt voor de internationale kredietverlening. Naar schatting loopt zo'n 70% van deze kredietverlening over de interbankmarkt.

De roll-over techniek, de interbankmarkt en de aanwezigheid van een zeer specifieke groep van afnemers leidden in de loop van de jaren zeventig tot het ontstaan van leningssyndikaten. Een aantal banken brachten in een lening een grote hoeveelheid middelen bij elkaar. Deze 'Jumbo-leningen' dienden vaak ter financiering van grote investeringsprojecten en landenfinancieringen. Voor de banken hadden zij het voordeel dat tegen de meest gunstige opbrengsten kredietrisico's over een veelheid van banken gespreid kon worden.

Hiermee fungeerden deze innovaties als middelen om de nationale Amerikaanse reguleringen te omzeilen en te concurreren met banken uit Europa en Japan. Een concurrentiestrijd die zich vooral in de jaren tachtig verder is gaan toespitsen.

3 De jaren tachtig: van globale naar financiële crisis

Aan het einde van de jaren zeventig probeerden de verschillende monetaire autoriteiten de greep op de monetaire ontwikkelingen weer terug te krijgen. Voor de Europese Gemeenschap leverde dit in 1979 het Europese Monetaire

Stelsel op. De centrale positie van de BRD hierin maakte de Duitse anti-inflatiepolitiek tot belangrijk referentiepunt voor de andere deelnemende landen. Met de inflatie als nieuwe volksvijand zette ook de toenmalige Amerikaanse regering Carter, geholpen door de pas benoemde Volcker als voorzitter van het Amerikaanse stelsel van centrale banken, een anti-inflatie beleid in. Het begin van de jaren tachtig leverde voor de financiële wereld, en met name het bankwezen, een aantal structurele veranderingen op. Deze zijn in feite terug te voeren op twee makro-ekonomische en twee mikro-ekonomische ontwikkelingstendenzen.

Allereerst traden er in de loop van de jaren zeventig grote onevenwichtigheden op in de verschillende nationale betalingsbalansen. De grote overschotten van de OPEC-landen verdwenen en de OECD-landen lieten matige overschotten zien. Deze onevenwichtigheden zijn vanaf 1983 nog versterkt door de grote financieringstekorten van de VS en groeiende overschotten van Japan en BRD. Hiermee kwam het bestaande financieringspatroon verder onder druk te staan. Ten tweede leidde de sterke stijging van de inflatie in het algemeen tot grote korte-termijn fluktuaties in rentepeilen en wisselkoersen. Voor de banken en internationaal opererende ondernemingen betekende dit een noodzaak om nieuwe indekkingsmechanismen te ontwikkelen. Vervolgens had het sinds 1982 officieel bestaande internationale schuldenprobleem tot gevolg dat de betrokken banken nieuwe wegen van bankbalansbeheer gingen zoeken. Ten vierde leidde de grote verschillen in regulering tot een dereguleringswedloop waarin in eerste instantie vooral renteniveaubegrenzungen verdwenen. De laatste twee jaar leidt zij ook meer en meer tot een opheffing van de grenzen tussen de verschillende financiële instituties en het ontstaan van financiële supermarkten (Hamilton, 1986).

Bij al deze structurele veranderingen nemen de financiële innovaties een centrale plaats in. Voor wat betreft de jaren zeventig kunnen een groot aantal vernieuwingen gezien worden als instrumenten om vooral de Amerikaanse regelgeving te ontlopen. Hierdoor kwamen de financiële markten en instellingen onder nieuwe internationale concurrentiedruk te staan en trad er een verdergaande integratie van nationale markten op. De innovaties van na 1982 zijn daarentegen vernieuwingen die vooral tot doel hebben de risico's van de financiële activiteiten te verschuiven van de specifieke dragers ervan naar het marktsysteem als geheel.

3.1 Financiële markten en innovaties

Het patroon van de internationale kapitaalstromen is vanaf het begin van de jaren tachtig sterk veranderd. Vanaf 1982 heeft er zich een verschuiving voorgedaan van internationale bankleningen naar financiering via de effectenmarkten. Deze trend naar effectisering van de financiering heeft daarbij geleid tot een opdrogen van de financieringsbronnen voor de problematische schuldenlanden en een accentuering van de stromen binnen het OECD-gebied. In tabel 2 worden deze verschuivingen zichtbaar.

Tabel 2: *Activiteiten op de internationale financiële markten, naar marktsectoren en leners (mrd.\$)*

	VS	Andere- ontwikkelde landen ¹	Oost-Europa	Ontwikke- lingslanden (incl.Opec)	Diversen ²	TOTAAL
internat.bonds:						
1981	7,2	25,7	-	3,2	7,9	44,0
1982	15,3	41,6	-	3,1	11,6	71,6
1983	7,9	47,4	-	3,6	14,9	72,0
1984	24,8	66,9	0,1	2,7	13,4	107,9
1985	40,2	96,7	0,4	6,2	20,2	163,7
1986	40,7	156,3	0,6	2,9	19,8	220,3
euronotes³:						
1981	-	0,5	-	0,5	-	1,0
1982	0,4	1,2	-	0,5	0,2	2,3
1983	0,4	2,6	0,1	0,2	-	3,3
1984	3,0	14,4	0,1	0,6	0,7	18,8
1985	16,6	30,6	0,1	1,0	1,2	49,5
1986	18,3	48,4	0,1	1,0	1,7	69,5
totale effectenmarkten:						
1981	7,2	26,2	-	3,7	7,9	45,0
1982	15,7	42,8	-	3,6	11,8	73,9
1983	8,3	50,0	0,1	2,0	14,9	75,3
1984	27,8	81,3	0,2	3,3	14,1	126,7
1985	56,8	127,3	0,5	7,2	21,4	213,2
1986	59,0	204,7	0,7	3,9	21,5	289,8
banklenings-syndikaten⁴						
1981	8,3 ⁵	36,8	1,1	48,0	2,3	96,5 ⁵
1982	7,0	35,5	0,8	53,5	2,6	99,4 ⁶
1983	3,4	19,3	0,7	26,7	1,7	51,8 ⁶
1984	3,6	12,9	2,5	17,1	0,5	36,6 ⁶
1985	2,1	7,3	3,7	7,9	0,1	21,1 ⁶
1986	3,8	14,5	2,0	16,4	1,1	37,8 ⁶

1) Inclusief de landen die aan de BIS rapporteren.

2) Offshore centra, internationale instellingen, onverdeeld.

3) Omvatten alle Euronotefaciliteiten/underwritings: NIFs, RUFs, Note Issuance Options, uncommitted facilities Eurocommercial Paper.

4) Met uitzondering van bestaande, opnieuw afgesproken leningen, waarbij alleen de spreads veranderd zijn.

5) Zonder \$ 35 mrd door VS overgenomen standbys.

6) Omvat ook de niet-spontane bancaire kredietverlening.

Bron: Bank of England, in BIS: *Fifty-Seventh Annual Report*, Bazel, 1987, p.108

De effectisering van de financiële stromen is in de vorm van een groot aantal nieuwe instrumenten verlopen. Men kan bij de innovaties op de geld- en kapitaalmarkten drie zwaartepunten onderscheiden waarbij de twee laatste nauw met elkaar samenhangen:

- De vernieuwing van de regelgeving die betrekking heeft op de organisatie van de markten;

- De innovaties die vooral betrekking hebben op rente-technische aspecten;
- Innovaties die met name het gevolg zijn van het inspelen op valuta-verhoudingen.

Onder de eerste categorie vallen ontwikkelingen als de internationale openstelling van de kapitaalmarkten van afzonderlijke landen: BRD (1-5-1985), Big Bang in VK (27-10-1986), Nederland (1-1-1986) etc. (De Cecco, 1987), en het creëren van nieuwe financiële centra.

De op de rente- en wisselkoersontwikkelingen toegespitste financiële instrumenten kunnen als volgt onderverdeeld en gedefinieerd worden (Cross, 1986):

- NIF's
- Kapitaalmarkt valutaswaps
- Renteswaps
- Valutaopties
- Renteopties
- Termijnovereenkomsten
- Geëffektiseerde activa

NIF

Een NIF (Note Issuance Facility) is een formele onherroepelijke toezegging waarbij lener korte-termijn papier op eigen naam kan uitgeven, maar waarbij de onderschrijvende banken zich verplichten om, of die notes van de lener te kopen als deze ze niet kan afzetten, of om een standby krediet te verlenen. Voor bankaire leners zijn dit meestal korte-termijn Certificaten van Deposito's (CD). Voor niet-bankaire leners nemen zij de vorm aan Euronotes. De NIF's hebben in 1985 een sterke groei doorgemaakt. Cross (1986,23) onderscheidt drie ontwikkelingsfasen:

-1981/1983: de faciliteiten omvatten beperkte bedragen (tegen de \$ 300 miljoen. De leners waren banken en staten (vooral OECD).

-Eind 1983/1984: de techniek groeide sterk in populariteit en werd een substituuat voor de gesyndikeerde leningen. Het is ook de fase waarin het bedrijfsleven op de markt mee gaat doen. De gemiddelde omvang van de faciliteiten groeide van onder \$ 200 miljoen in 1982 naar boven de \$ 500 miljoen in 1984.

-1985/heden: vooral de niet-banken roeren zich op deze markt en hun aandeel steeg naar meer dan 60% van de markt. In de vier voorgaande jaren was dit gemiddeld zo'n 40%. Wat hierbij van belang is is dat voor deze leners de NIF's geen alternatief vormden voor de gesyndikeerde leningen maar een aanvulling voor de FRN's en het US-Commercial Paper.

Kapitaalmarkt valutaswaps/Renteswaps

Een swap is een financiële transactie waarbij twee partijen overeenkomen om in de tijd betalingen uit te wisselen.

Een **valutaswap** heeft over het algemeen betrekking op een transactie waa-

rin twee partijen gespecificeerde hoeveelheden van twee verschillende valuta uitwisselen aan het begin en einde van de periode volgens vooraf vastgelegde regels met betrekking tot zowel de rentebetaling als wel het voldoen van de hoofdsom. Bij de traditionele valutaswaps ging het vooral om transakties waarin de hoofdsom voldaan werd.

Bij de **renteswap** wordt geen hoofdsom uitgewisseld maar enkel stromen van rentebetalingen, die in feite gebaseerd zijn op de hoofdsom. Er zijn hierbij drie hoofdtypes, te weten: Coupon swaps, Basis swaps en Cross-currency rente swaps.

Volgens schattingen was de markt voor rentevoetswaps, in New York en Londen, in 1985 zo'n \$ 100 tot 150 miljard groot. De omvang van de markt voor valutaswaps is kleiner. De drijvende krachten achter deze categorie van transakties zijn aanvankelijk de Wereldbank en bedrijven als IBM geweest.

De swapmarkt onderging een belangrijke innovatie toen het swap-concept ook toegepast ging worden op kredietmarktinstrumenten in dezelfde valuta. In 1982 was de meest gebruikte interestvoet swap de 'plain vanilla'. De globale markt omvatte toen zo'n \$ 3 miljard. In 1983 was dit \$ 20 miljard om in 1985 boven de \$ 100 miljard uit te komen.

Valuta- en rente-opties

Een optie is een kontrakt dat het recht, maar niet de verplichting, bevat een gespecificeerd financieel instrument (Underlying) te kopen (Call) of te verkopen (Put) voor of op een vastgelegde toekomstige datum. Bij een optie-kontrakt zijn er twee partijen: de verkoper van de optie (writer of grantor) en de koper (buyer of holder). De prijs die door de koper betaald moet worden wordt premium of optieprijs genoemd.

In bijna ieder financieel centrum wordt in opties gehandeld en in de twee belangrijkste marktplaatsen VS en UK staat ongeveer \$ 10 mrd aan OTC vreemde valuta opties open. Hierbij gaat het meestal om Amerikaanse opties. De Europese opties zijn vooral bij beleggers in Zwitserland en BRD populair.

Termijnovereenkomsten

De termijnovereenkomst (forward rate agreement of future rate agreement) lijkt sterk op een rente(voet) future. Het is een kontrakt waarin twee partijen met elkaar de betaling van en bepaalde rente op bepaald deposito met een gespecificeerde looptijd overeenkomen. De bedragen van de hoofdsommen worden vastgelegd maar nooit uitbetaald en de kontrakten worden in 'cash' omgezet.

Geëffektiseerde activa

Onder de geëffektiseerde activa vallen die activa die als toonderpapier verhandelbaar zijn gemaakt. Dit toonderpapier wordt op de financiële markten verhandeld tussen zowel banken als wel de niet-banken. Zij vormen daarmee een alternatief voor een aantal andere financieringsmogelijkheden (Nivard, 1986).

3.2 Veranderingen binnen de financiële sektor en de risico's van de financiële innovaties

Vormen de bestaande rente- en wisselkoersverschillen, de onevenwichtigheden op de betalingsbalansen, de schuldenkrisis en de grote verschillen in overheidsregulering de basis voor de innovaties en effectisering van de financiële betrekkingen zo betekende zij bij de financiële intermediatie voor de banken een verschuiving van de bankaire kredietstromen naar directe kapitaalmarktbemiddeling. Deze effectisering van de kredietbetrekkingen is hand in hand gegaan met een groei van de kredietverlening. De meeste innovaties komen vanuit de Amerikaanse financiële sektor en het is juist de Amerikaanse economie die vooral na 1982 een enorme stijging van de kredietverlening laat zien. De verhouding tussen de via de financiële markten verleende kredieten en het Bruto nationaal produkt was 2:1 in 1985 tegen ongeveer 1,6:1 en 1,7:1 in de jaren zestig en zeventig (Kaufman, 1986,36). Vertrouwen en risico's vormen de basis van iedere kredietverlening. Het handelen in risico's vormt daarbij de bedrijfsactiviteit van de bankier. Met de toepassing van financiële innovaties verschuiven een aantal risico's naar andere marktpartijen. De vraag die dit oproept is of hiermee het gehele financiële systeem instabieler wordt. Cross (1986) onderscheidt ten aanzien van de innovaties vijf soorten risico's: het prijsrisiko, het kredietrisiko, de liquiditeit- en kredietvergroting en de effectenschepping. Beperken we ons tot de eerste vier dan kunnen we de karakteristieken van de hier onderscheiden innovaties als volgt indelen:

Tabel 3: *Indeling van innovaties naar de functies in de intermediatie*

	Overdracht prijsrisiko	Overdracht kredietrisiko	Stimulering liquiditeit	Uitbreiding krediet
Innovaties:				
NIF's	x	x	x	
Swaps	x			x
Opties	x			
Termijnovereenkomsten (FR)	x			
Geëffek. aktiva		x	x	

Bron: Cross, 1986, 172

De financiële innovaties leiden vooral tot een herverdeling van prijs- en kredietrisiko's over meerdere marktpartijen. Met de introductie van de variabele rente-instrumenten werd het risico van deze prijsveranderingen overgeheveld op de kredietnemers. Omdat de meeste financiële titels verhandelbaarder zijn geworden is hun omloopsnelheid gestegen en wordt de maatschappelijke liquiditeitspositie vergroot. Via opties, forward rate agreements en swaps kunnen zowel de rente- als valutarisiko's op andere marktdeelnemers overgedragen worden (Deutschen Bundesbank, 1986). Het traditionele beeld van de financiële markten is hierdoor veranderd. Waren het voorheen vooral de banken die in hun dienstenpakket al deze risico's tegen elkaar wegstreep-ten, nu vindt deze egalisatie niet meer binnen één institutioneel kader plaats.

3.3 De veranderende plaats van de banken, deregulering en financiële stabiliteit

De afwentelingsmogelijkheden hebben via de flexibele rente in belangrijke mate bijgedragen aan het ontstaan van de internationale schuldenkrisis, maar men kan ook vaststellen dat juist deze in 1982 manifest geworden crisis heeft ervoor gezorgd dat de banken hun traditionele bemiddelingsplaats hebben verloren. De effectisering van de geld- en kapitaalmarkten werkt voor de banken op twee niveau's door (Gardener, 1987). Allereerst worden de vanuit de jaren zeventig bekende bankaire syndikaatfinancieringen vervangen door de Euronotefaciliteiten (FRN's, NIF's, RUF's). Hierdoor vindt een verregaande verandering in het bankaire productenpakket plaats. Ten tweede leidt de effectisering tot mogelijkheden om de activa op de balans van de banken handelbaar te maken. Daardoor is men in staat om vorderingen, bijvoorbeeld op schuldlanden, te verkopen. Het traditionele belang van de verhouding tussen debiteuren en ingelegde deposito's op de bankbalans verdwijnt hierdoor steeds meer. Bovendien wordt het inzicht in de aangegeven nieuwe risico's verminderd en in verregaande mate veranderd. Voor de banken zelf betekent dit een tendens tot minder snelle expansie van de traditionele activa en passiva en een meer op een optimaal balansmanagement georiënteerde groei.

Het zijn vooral de internationale schuldenkrisis van 1982 en de verschillen in internationale regelgeving die de banken tot aanpassing van hun bankaire productenpakket dwingen.

Daarbij heeft de snelheid waarmee de nieuwe markten zich hebben kunnen ontwikkelen voor een deel te maken met de toepassingsmogelijkheden van de nieuwe informatietechnologie. Doch zij is vooral het gevolg van de manier waarop met name de Amerikaanse toezichhouders de problemen ten aanzien van de internationale schuldenkrisis proberen op te lossen. Binnen het Amerikaanse systeem van toezicht wordt een sterk accent gelegd op de ontwikkeling van de bankaire kapitaalratio's. Voor de tien grootste Amerikaanse banken waren in 1982 de probleemuitzettingen in de schuldlanden enkele malen groter dan de dekking vanuit het eigen kapitaal van deze banken. De afgedwongen noodzaak om deze basis te versterken heeft de banken in een concurrentienadeel met andere financiële instellingen gebracht. Enerzijds moest men meer middelen reserveren voor versteviging van de vermogensbasis, hetgeen voor de banken een extra kostenpost betekende. Aan de andere kant vormt de kredietverlening de basis voor de bankaire bedrijfs-winst en werd deze in zijn traditionele vorm aangetast door de innovaties. Daarbij brachten zij ook andere intermediairs de toegang tot financiële markten. Beide elementen zorgden ervoor dat de banken winstgevende uitwegen zochten buiten de traditionele bankactiviteiten om. De voortgaande effectisering bood hierbij het perspectief om een aantal nieuwe bankaire activiteiten te ontwikkelen die niet meer in de officiële verslaglegging van de banken gemeld werden. Bij de buiten-de-balans activiteiten gaat het dus om transacties die niet als activa geboekt worden en waar geen depositobedrijf tegenover staat. Dit zijn zaken als swaps, valutatermijnkontrakten, opties, standby-overeenkomsten en kredietgaranties. Hierdoor werden niet al-

leen de winstmogelijkheden van de banken na de schuldenkrisis vergroot maar ook het bestaande toezicht van de nationale monetaire autoriteiten op de internationale activiteiten van banken bemoeilijkt.

Wederom spelen de Amerikaanse banken bij de activiteiten buiten-de-balans een leidende rol. De zeven grootste Amerikaanse banken hadden in september 1986 verplichtingen buiten-de-balans om van \$ 1.200 miljard tegenover zichtbare balansverplichtingen van minder dan \$ 550 miljard (The Economist, 21-3-1987).

Een effect van de internationale schuldenkrisis is dat de verschillende nationale monetaire autoriteiten, naar gelang de betrokkenheid van hun eigen nationale bankwezen, hun toezichtsnormen hebben moeten veranderen. Scherper toezicht met hogere dekkingsvoorschriften betekende echter ook een beïnvloeding van de internationale concurrentiepositie van het nationale bankwezen. De grote internationale verschillen in eisen vormen dan ook een stimulans voor de banken om de beteugelende werking ervan te omzeilen. Binnen de VS en het VK worden toezichtsvormen gehanteerd die een sterk accent leggen op de ontwikkeling van de verschillende ratio's en de omvang van het eigen vermogen. In Japan en Zweden ligt het accent sterk op ratio's met betrekking tot de krediteuren en het eigen vermogen. Zwitserland en de BRD hanteren een tamelijk grof systeem van identifikatie van risico-gebieden. Nederland kenmerkt zich in deze door een omvangrijker systeem van risikogebieden en laat deze gewogen doorwerken ten opzichte van het risikodragend vermogen.

Deze grote heterogeniteit in toezichtsvormen heeft zijn historische oorsprong in de economische wereldkrisis van de jaren dertig. Toen zijn de meeste financiële institutionele kaders vastgelegd. Vooral in de VS en het VK zijn destijds een aantal bankzaken verregaand gekoppeld aan specifieke instituties als clearing banks en investment banks. Juist deze strikte onderscheiden tussen dit soort instituties verdwijnen met de huidige deregulering.

De ontmanteling van vele reguleringen is in feite in de loop van de jaren zestig begonnen met de economische aantasting van de Amerikaanse Regulation Q. Na 1983 wordt ook het beleid van de andere industriële landen sterk gericht op deregulering en liberalisatie van de kapitaalmarkten (Watson e.a., 1986).

In Japan werden in 1985/1986 de financiële instrumenten op de binnenlandse geldmarkt uitgebreid. In 1986 werd het juridisch mogelijk gemaakt om in Tokyo financiële offshore activiteiten te verrichten. Vanaf 1984 verminderde men de institutionele scheidslijnen tussen de bancaire- en effectenhandel-activiteiten.

Ook in de BRD werden de kapitaalmarkten verder geliberaliseerd. Vanaf mei 1985 zijn de nieuwe financiële technieken, zoals de valutaswaps, zero bonds, dual currency bonds en FRN's geaccepteerd. Ook de emissiekalender is hierbij hervormd. Het werd buitenlandse banken toegestaan om op de Duitse ka-

pitaalmarkten als leider bij de uitgifte van in DM gestelde bonds op te treden. Sinds juni 1986 kunnen buitenlandse banken zelfs deelnemen in de uitgifte-syndikaten van Duits overheidspapier. Nederland kent sinds begin 1986 dezelfde soort van deregulering. In Frankrijk opende men de Eurofranc bondmarkt waarop nu ook buitenlandse banken als mede-leidende onderwriters op kunnen treden. Valutakontroles verdwenen en futures, valutaswaps, konvertibele emissies, CD's en Commercial Paper werden toegestaan. Bij de Big Bang in 1986 in het Verenigd Koninkrijk werd de effectenbeurs gereorganiseerd. Tot slot leidde verandering van de wetgeving in de VS tot een verdere vermindering van de geografische barrières in de financiële sektor van de VS zelf.

Deze vormen van liberalisering en deregulering hebben financiële innovaties ook de ruimte geboden voor het efficiënter maken van de kapitaalmarkten (Watson e.a., 1986). Allereerst zijn de kosten van de internationale financieringen gedaald door de overgang van bankaire kredietverlening naar de directe financiering met effecten. De concurrentie tussen de financiële instellingen is ermee gestimuleerd en daardoor zijn allerlei provisies en commissiekosten gereduceerd. Vervolgens hebben de nieuwe financiële technieken de arbitrage tussen verschillende landen en instrumenten gestimuleerd. Tot slot konden met de nieuwe instrumenten de valuta- en renterisico's via de verschillende technieken verspreid en over een langere termijn uitgesmeerd worden.

De belangrijkste argumentatie voor de deregulering gaat terug naar de wens de winstgevende concurrentiekracht van de nationale financiële sektor te handhaven. Door de liberalisatie van de belangrijkste kapitaalmarkten van de industriële landen kan men steeds meer gaan spreken van een globale kapitaalmarkt. Eén van de gevolgen hiervan is een versneld veranderingsproces in de intermediatie binnen de gehele sektor.

Het betekende in feite ook dat de manier waarop de financiële instellingen de aan hun activiteiten verbonden risico's inschatten de nieuwe concurrentiebasis van de sektor geworden is.

4 Slot

In deze bijdrage is de aandacht gevestigd op een aantal risico's die aan de financiële innovaties verbonden zijn. Bovendien is ingegaan op de regelgeving die een belangrijke stimulans voor de ontwikkeling en het gebruik van deze innovaties opleverde. Onder druk van de marktontwikkelingen heeft zich in de loop van de jaren tachtig een versneld deregulerings- en liberaliseringsproces afgetekend. De ruimte die 'de markt' zich hiermee toeëigend heeft betekent ook dat het handhaven van de stabiliteit van het gehele financiële stelsel meer en meer in handen van de marktkrachten terecht begint te komen. De innovaties leiden in verregaande mate tot een verschuiving van risico's naar afzonderlijke marktpartijen die in segmenten van de markt opereren. Daarbij bestaat een groot deel van de innovaties uit financiële instrumenten met een speculatief karakter. Door de effectisering kunnen juist deze

spekulatieve elementen deel uit gaan maken van de langere-termijn financieringen binnen het systeem (Traber, 1986). Economisch vertaald betekent dit dat spekulatiekapitaal steeds meer invloed krijgt op de financiering van de reële economie. Met de Wall Street Crash van oktober 1987 lijkt juist de laatste tegen deze gang van zaken te protesteren. Gaat het bij de beursproblemen nu nog om een crisis in de sekundaire kapitaalmarkten zo blijkt de wereld, dankzij snel liquiditeitsverruimend handelen van de Amerikaanse Federal Reserve, net ontsnapt te zijn aan een totale Amerikaanse financiële ineenstorting. De FED had voor deze aktie niet meer dan twee uur speelruimte (Wall Street Journal, 23-11-1987).

Dit geeft tevens de nieuwe problemen voor de toezichhoudende en regulerende autoriteiten aan. Met de financiële impuls voor de beursfirma's werden bedrijven ondersteund die niet onder het toezichtregime van de monetaire autoriteiten vallen. Het belang van deze financiële ondersteuning moet dan ook vooral gezocht worden in zijn stabiliserende werking bij het overeind houden van de schuldeneconomie. Voor de overheden wordt de greep op deze schuldeneconomie, die kenmerkend is voor alle kapitalistische landen, bemoeilijkt omdat de financiële innovaties een permanente kredietcyclus hebben laten ontstaan, waarin alle looptijdonderscheiden vervagen. Deze cyclus is in wezen een internationale marktgestuurde cyclus die niet nationaal te rereguleren valt. Hier tekent zich dan ook een structurele verandering af waarbij traditionele concepten van geldhoeveelheidbeheersing steeds minder te hanteren zijn (Cross, 1986; Lusser, 1987).

Verregaande internationale beleidscoördinatie ontbreekt nog. Daarmee lijkt Kindleberger (1978) gelijk te krijgen: voor bijna iedere vorm van reregulering van de marktkrachten is eerst een financiële crisis nodig. De huidige internationale financiële interdependenties in de financiële deelmarkten maakt het wachten op de volgende klap tot een meer dan analytisch spannende gebeurtenis. De structurele stabiliteit van het gehele accumulatieregime is hiermee de inzet.

Literatuur

Aglietta, M, 1976, *Régulation et Crises du Capitalisme*, Calmann-Lévy, Paris, Engelse versie, 1979

Aglietta, M., 1985, The Creation of International Liquidity, in L. Tsoukalis (red), 1985, *The Political Economy of International Money*, London, 171-203

Altvater, E, 1983, Bruch und Formwandel eines Entwicklungsmodell, in J. Hoffmann (red), 1983, *Ueberproduktion, Unterkonsumtion, Depression, VSA*, Hamburg, 217-253

Armstrong, Ph., A. Glyn en J. Harrison, 1984, *Capitalism since World War II*, Fontana, London

- Baltensperger, B. en J. Dermine, 1987, The role of public policy in ensuring financial stability: a cross-country, comparative perspective, in Portes en Swoboda, 1987, 67-91
- BIS, 1987, *Fifty-Seventh Annual Report*, Bazel
- Boyer, R., 1987, *La Théorie de la Régulation: une analyse critique*, La Découverte, Parijs
- Cooper K. en D. FraseR, 1986, *Banking Deregulation and the New Competition in Financial Services*, Ballinger, Cambridge, Massachusetts
- Cross, S., 1986, *Recent innovations in international banking*, BIS, Bazel
- Dale, R., 1984, *The Regulation of International Banking*, Woodhead-Faulkner, Cambridge
- De Cecco, M. (red.), 1987, *Changing Money. Financial Innovation in Developed Countries*, Basil Blackwell, Oxford
- Deutschen Bundesbank, 1986, Innovationen im internationalen Bankgeschäft, in: *Monatsberichte*, april 1986
- Eigengreen, B. en R. Portes, 1987, The anatomy of financial crises, in Portes en Swoboda, 1987
- Gardener, E.P.M., 1987, Securitisation and the banking firm, *Bank- en Financierwezen*, januari 1987
- Hamilton, A., 1986, *The Financial Revolution*, Penguin Books, Harmondsworth
- Kane, E.J., 1981, Impact of Regulation on Economic Behavior, in: *The Journal of Finance*, (XXXVI, 2), mei 1981
- Kane, E.J., 1987, Competitive financial reregulation: an international perspective, in Portes en Swoboda, 1987, 111-150
- Kaufman, H., 1986, *Interest Rates, the Markets and the New Financial World*, Times Books, New York
- Kindleberger, Ch., 1978, *Manias, Panics and Crashes. A History of Financial Crises*, Basic Books, New York
- Lipietz, A., 1987, *Mirages and Miracles*, Verso, Londen.
- Llewellyn, D.T., 1985, The Role of International Banking, in L. Tsoukalis (red), 1985, *The Political Economy of International Money*, Sage, London
- Lusser, M., 1987, Policy and financial innovation: will there be a switch from deregulation to reregulation?, in Portes en Swoboda, 1987, 257- 263
- Nivard, F., 1986, Dereguleren en financiële innovatie, *ESB*, 15-1-1986, 72-76
- Pecchioli, R.M., 1983, *The Internationalisation of Banking. The policy issues*, OECD, Parijs
- Portes, R., A. Swoboda, 1987, *Threats to International Financial Stability*, Cambridge University Press, Cambridge
- Roobeek, A., 1987, The Crisis in Fordism and the Rise of a new Technologi-

cal Paradigm, *Futures*, April 1987, 129-155

Schubert, A, 1985, *Die internationale Verschuldung*, Suhrkamp, Frankfurt am Main

Traber, U, 1986, Neue Formen des Geldes. Innovationen auf den internationalen Finanzmärkten, *Prokla*, juni 1986

Watson, M., R. Kincaid, C. Atkinson, E. Kalter en D. Folkerts-Landau, 1986, *International Capital Markets. Developments and Prospects*, IMF, Washington D.C.



HELLING

tijdschrift voor linkse politiek

In nummer 2:

- * themagedeelte over flexibilisering & individualisering
- * reportage over duurbetaalde onmacht medisch complex
- * alternatieve defensiepolitiek volgens Johan Galtung
- * poëzie en politiek

Verkrijgbaar in de boekhandel of te bestellen bij Stichting Tijdschrift voor Linkse Politiek, Postbus 15240, 1001 ME Amsterdam.

NEEM DE **HELLING**PROEF

Geïllustreerd magazine, 48 pagina's