

Veranderingen op de Italiaanse financiële markten

De laatste jaren zijn veel landen bezig in snel tempo hun geld- en kapitaalmarkten te liberaliseren. Ook Italië doet mee aan deze deregulerings-trend, daarbij gestimuleerd door de richtlijnen die de EG heeft uitgegeven ten einde in 1992 een vrij kapitaalverkeer in de Gemeenschap te bewerkstelligen. Hoewel pas sinds de daling van de inflatie het financiële dereguleringsproces in de schijnwerpers is komen te staan, heeft Italië al na de eerste oliecrisis de eerste stappen op de lange weg van liberalisering van de financiële markten gezet. Hieronder wordt ingegaan op de veranderingen die zich na 1973 in het Italiaanse financiële stelsel hebben voorgedaan. Verder wordt kort ingegaan op de mogelijke toekomstige ontwikkelingen die de Italiaanse financiële markten zullen ondergaan.

Voorgeschiedenis

De structuur van het huidige financiële systeem kreeg in 1936 gestalte met de invoering van de bankwet ('Legge Bancaria'). Deze wet kwam tot stand, nadat Italië in het begin van de jaren dertig in een zeer ernstige economische en financiële crisis geraakt was. Omdat zoals in veel andere landen de ernst van de crisis mede was veroorzaakt door de belangenvervechting tussen het bankwezen en het bedrijfsleven werd het het bankwezen niet langer toegestaan belangen in niet-financiële ondernemingen te hebben. De regering kocht in deze periode bovendien een groot aantal banken en bedrijven op. De 31 grootste banken in Italië zijn sindsdien in staatshanden, waardoor de overheidsinvloed op het financiële systeem zeer groot is.

De ontkoppeling van de belangen van banken en bedrijfsleven was zeer

grondig. De banken werden van hun middellange en lange bedrijf ontdaan. De (middel)lange-kredietverlening werd het werkterrein van speciale kredietinstellingen¹⁾. In de bankwet van 1936 werden verder geografische grenzen aan de kredietverlening gesteld. Afhankelijk van de vestigingsplaats werd de kredietverlening beperkt tot de gemeente of provincie²⁾ waar de bank werkzaam was. De rol van de Banca d'Italia als toezichhoudend orgaan werd aanzienlijk versterkt. De bankwet gaf de centrale bank zelfs de bevoegdheid de rentetarieven zowel aan de aanbod- als de vraagzijde vast te stellen. In de praktijk werd hiervan echter nauwelijks gebruik gemaakt, omdat in de Italiaanse monetaire politiek de beheersing van het kredietvolume meer via kwantitatieve maatregelen dan via het rentemechanisme plaatsvond.

Als gevolg van de afscherming van de financiële markten en de segmentering van de markt lag de rente op spaargelden tot aan de eerste oliecrisis op een betrekkelijk laag niveau. Desalniettemin was de spaarquote hoog. Het gebrek aan sociale voorzieningen speelde hierbij een belangrijke rol. Na 1973 liepen de rentetarieven scherp op, niet alleen in nominale maar ook in reële termen, zodat – hoewel het sociale-zekerheidsstelsel na die periode werd uitgebreid – de spaarquote zich op een hoog niveau bleef handhaven. Gezien de economische groei die Italië na de tweede wereldoorlog doorgemaakt heeft, kan men stellen dat het financiële systeem tot aan de eerste oliecrisis goed heeft gefunctioneerd. Het bankwezen en de speciale kredietinstellingen wisten als doorgeefluik van financiële middelen van de gezinnen naar de overheid en de bedrijven een belangrijke rol te vervullen.

Het financiële systeem kenmerkte zich aan het begin van de jaren zeventig door een zeer geringe concurrentiegraad, strenge regulering van de kapitaaluitvoer, een dunne geldmarkt en een weinig ontwikkelde kapitaalmarkt. Na de eerste oliecrisis kwamen er belangrijke innovatieprocessen op gang. Hierin kan een tweetal fasen worden onderscheiden. De eerste fase betreft de periode 1973 tot 1982, waar de ontwikkeling van de geldmarkt in een periode van hoge inflatie en toenemende begrotingstekorten centraal stond. Vanaf 1983 werd, gestimuleerd door de dalende inflatie en rentetarieven, een begin gemaakt met de liberalisering van de kapitaalmarkt. In dit proces hebben de monetaire autoriteiten een belangrijke rol gespeeld.

Na de eerste oliecrisis werd Italië, een belangrijke netto energie-importeur, geconfronteerd met een scherpe stijging van de inflatie. Tegelijkertijd werd een aanvang gemaakt met een verdere uitbouw van het sociale-zekerheidsstelsel. Dit stimulerende begrotingsbeleid leidde tot een groeiende financieringsbehoefte van de overheid. Bovendien werd, gestimuleerd door de hoge inflatie, een steeds groter aandeel van de bedrijfsinvesteringen met vreemd vermogen gefinancierd. Bovenstaande factoren, plus de toetreding tot de 'slang' en later tot het EMS, gaven aanleiding tot een stringent monetair beleid, dat zijn beslag kreeg in kwantitatieve maatregelen. Er werd een plafond gesteld aan de groei van bankleningen. Reserveverplichtingen namen sterk toe. Tevens werden door de regering, in een poging bepaalde investeringen te stimuleren, portfolioverplichtingen voor banken voorgeschreven: een bepaald percentage van de deposito's moest worden belegd in lange-termijnobligaties die door de speciale kredietinstellingen worden uitgegeven.

In deze periode werd een groot aantal nieuwe financiële instrumenten op de markt geïntroduceerd. De belangrijkste innovatie was het ontstaan van een geldmarkt. Door de snel stijgende

1) De speciale kredietinstellingen (istituti di credito speciale) concentreren zich op projectgebonden kredietverlening (industrie, woningbouw, publieke werken en landbouw). Het werkterrein van deze instellingen is vaak nationaal, maar sommige instellingen hebben zich gespecialiseerd in de (middel)lange kredietverlening aan Zuid-Italië. De meerderheid van de speciale kredietinstellingen heeft een publiekrechtelijke status en wordt door de overheid van kapitaal voorzien. De privaatrechtelijke instellingen zijn vaak samenwerkingsverbanden van verschillende banken.

2) Het is banken toegestaan hun kredietverlening tot de gehele provincie uit te breiden als zij in provinciehoofdsteden zijn gevestigd. Is dit niet het geval dan zijn hun kredietverleningsmogelijkheden beperkt tot de gemeente waar de bank gevestigd is. Deze restrictie geldt niet voor het verwerven van deposito's.

financieringstekorten van de overheid nam de groei van kortlopend schatkistpapier, 'Buoni Ordinarie del Tesoro' (BOT), en geïndexeerde schatkistcertificaten, 'Certificati di Credito del Tesoro' (CCT), zeer snel toe. De banken gebruikten dit papier in toenemende mate als een instrument om het balansbeheer te verbeteren met als gevolg dat voor dit papier een secundaire markt ontstond. Vanaf 1977 werd de aankoop van BOT- en CCT-papier door gezins- en bedrijfshuishoudingen toegestaan. Het gebrek aan korte-termijnbeleggingsalternatieven in een periode van hoge inflatie, de belastingvrijstelling die dit papier tot voor kort genoot en een goed functionerende markt stonden voor het succes van dit papier garant. Het toenemende belang van overheidspapier als beleggingsalternatief resulteerde in meer concurrentie voor het bankwezen, dat het aandeel van bankdeposito's in de beleggingsportefeuille van de particuliere sector zag teruglopen van 66,5% in 1976 tot 47,9% in 1985.

De ontwikkeling van 'certificates of deposit' (CD's) is voor de banken en de speciale kredietinstellingen verschillend verlopen. Nadat in 1981 de wet gewijzigd werd, nam de groei van de door de speciale kredietinstellingen uitgegeven CD's snel toe. Desalniettemin is er nog geen secundaire markt tot ontwikkeling gekomen. De groei van CD's in het bankwezen is weinig spectaculair geweest ondanks het feit dat, in tegenstelling tot de meeste andere landen, het gebruik van CD's door de centrale bank werd gestimuleerd. Deze aanmoedigingspolitiek had als doel een grotere stabiliteit met betrekking tot de bankverplichtingen te creëren en de banken een instrument in handen te geven om de toegenomen concurrentie met de speciale kredietinstellingen en de overheid aan te kunnen. Het enigszins tegenvallende succes is voornamelijk te verklaren door het lagere rendement van CD's ten opzichte van overheidspapier met een zelfde looptijd, hetgeen op zijn beurt terug te voeren is op de reeds genoemde belastingvrijstelling op dit papier.

Na de eerste oliecrisis deden zich twee ontwikkelingen voor die grote invloed hebben gehad op de liquiditeitspositie van het bedrijfsleven. Na 1973 groeide de economie minder snel dan in de daaraan voorafgaande jaren. Tegelijkertijd werd, aangewakkerd door de hoge inflatie, door de bedrijven in toenemende mate met vreemd vermogen gefinancierd. Aan het einde van de jaren zeventig en het begin van de jaren tachtig begon het bedrijfsleven aan een herstructureringsperiode. De zwakke liquiditeitspositie van de bedrijven en de plafonnering van de kredietverlening veroorzaakten een snelle groei van factoring en leasing. Het bankwezen speelde op deze ontwikkelingen in door een toenemende kapitaalbreng in deze ondernemingen.

De hoge inflatie die Italië sinds 1973 in haar greep had, deed de vraag naar geïndexeerde obligaties toenemen en leidde tot een verkorting van de looptijd van niet-geïndexeerde leningen, waardoor de positie van de speciale kredietinstellingen die zich bezighielden met de (middel)lange kredietverlening, onder druk kwam te staan. Als gevolg van de hoge nominale rente, de weinig voorspoedige winstontwikkeling van de bedrijven en de hoge liquiditeitsvoorkeur bij de gezinnen was de beurs niet in trek bij beleggers, zodat deze financieringsmogelijkheid geen alternatief voor het bedrijfsleven vormde.

Aan het einde van de eerste fase, in 1981, kwam een scheiding tot stand tussen de Banca d'Italia en de schatkist, waarbij de centrale bank niet langer verplicht werd niet-verkocht overheidspapier op te kopen. Op de veiligen van overheidspapier werd de centrale bank één van de marktpartijen, hetgeen tot gevolg had dat de overheid voortaan haar papier moest aantrekken tegen de geldende markttarieven. De nominale rentetarieven werden drastisch verhoogd, waardoor de voorheen negatieve reële rente omsloeg in een positieve. De vrijheid van handelen van de Banca d'Italia werd door deze scheiding aanmerkelijk vergroot.

Het innovatieve vermogen van de banken is in de eerste fase niet erg groot geweest. De banken namen een passieve houding aan in de snel veranderende financiële en economische omgeving. Men spreekt in dit verband zelfs van innovatieve 'crowding out' die het gevolg is geweest van de zeer hoge financieringsbehoefte van de overheid. De druk op het bankwezen om nieuwe financiële instrumenten te ontwikkelen was vrijwel afwezig, in tegenstelling tot die op de overheid en de speciale kredietinstellingen. Een eerste reden voor de passieve houding van het bankwezen was de groei van overheidspapier (BOT en CCT) als beleggingsinstrument. Deze groei leidde enerzijds wel tot een toegenomen concurrentie op de markt van korte-termijnbeleggingsalternatieven, maar anderzijds hebben de banken zich een monopoliepositie weten te veroveren met betrekking tot de bemiddeling bij de aan- en verkoop van dit papier. Een tweede mogelijke reden voor de houding van de banken is gelegen in de grote diversiteit in de rentetarieven. De banken slaagden erin hun winstmarges in deze periode waarin zij hun depositobasis scherp zagen teruglopen, zelfs te vergroten. De uitleentarieven werden aanzienlijk verhoogd, omdat de concurrentie met het overheidspapier het onmogelijk maakte de depositotarieven te verlagen. Een derde factor die een rol heeft gespeeld was de importantie van de rol van het bankwezen als intermediair. De stijgende financieringsbehoefte van de overheid en het beroep op vreemd vermogen door de bedrijven resulteerden in een

concentratie van de besparingen bij de gezinshuishoudingen, wat de functie van het bankwezen als doorgeefluik van financiële middelen versterkte. Als gevolg van de monopoliepositie die banken hadden bij de bemiddeling van financiële activa was de noodzaak tot verandering gering.

De periode na 1982

In de tweede fase speelden naast de al eerder genoemde factoren ook andere ontwikkelingen een rol in het innovatieproces. De liquiditeitspositie van de bedrijven was, na de reorganisatieperiode, aanmerkelijk verbeterd. Ook wisten grote bedrijven de eigenvermogenspositie te versterken door gebruik te maken van de internationale kapitaalmarkt. Kleinere bedrijven bleven nog wel afhankelijk van bankkredieten, maar andere financieringsinstrumenten wonnen aan belang. Door de toegenomen beleggingsmogelijkheden werden spaarders bovendien selectiever in het beleggen. Verder werd de druk vanuit met name het hoofdkwartier van de EG steeds groter om de afgeschermdde financiële markten te liberaliseren.

Het begin van de tweede fase wordt gemarkeerd door de afschaffing van de kredietplafonds (de z.g. 'massimale') in 1983, hetgeen een overgang betekende van kwantitatieve beheersing naar een indirecte beïnvloeding van de geldhoeveelheid. Kenmerkend voor deze periode is het proces van 'securitization'. Een voorbeeld daarvan was de groei van beleggingsfondsen die een grote vlucht nam, nadat de wetgeving was aangepast. Banken en speciale kredietinstellingen, vaak in consortia werkzaam, waren de leiders in deze markt. Het vermogen onder beheer van deze instellingen groeide van lire 1.163 mrd. in december 1984 tot lire 71.924 mrd. in april 1987.

Nog meer in het oog springend was echter de spectaculaire groei van de beurs van Milaan in de afgelopen drie jaar. De beursindex steeg tot recordhoogten als gevolg van de toegenomen interesse voor nieuwe beleggingsalternatieven (zoals beleggingsfondsen), de hoge mate van liquiditeit en een zeer beperkt aanbod. Geruchten over mogelijke invoering van vermogenswinstbelasting vormden, evenwel de aanleiding tot een inzinking van de beursindex in mei 1986. De minder snelle groei sedertdien is het gevolg van het toegenomen aanbod van vermogenstitels. Hoewel de mogelijkheden van de beurs nog niet uitgeput zijn, kent zij wel de nodige problemen. 'Insider trading' is meer regel dan uitzondering, zodat alom wordt aangedrongen op een betere wetgeving op dit punt. De Consob (de commissie die toezicht houdt op de effectenhandel) heeft meer bevoegdheden gekregen, maar deze worden als onvoldoende beschouwd. 'Insider tra-

ding' wordt echter in de hand gewerkt door de dominantie van een klein aantal zeer grote ondernemingen.

Behalve meer financiële instrumenten zijn in deze periode vooral de genomen dereguleringsmaatregelen van belang. Het ontstaan van een eurolire-obligatiemarkt, de afschaffing van het plafond aan de groei van de kredietverlening (in de periode van januari tot juni 1986 tijdelijk ingevoerd om speculatie tegen de lire af te zwakken) en de recente wetgeving omtrent het opheffen van restricties in het deviezenverkeer en de liberalisering van het bankwezen hebben belangrijke consequenties voor het functioneren van de financiële markten.

Rentevorming

De rentemarges zijn in Italië veel groter dan in de overige Europese landen. Verschillende factoren, die vaak in tegengestelde richting werken, spelen hierbij een rol.

Allereerst is er het feit dat de spaarquote in Italië één van de hoogste in de OECD is (in 1985: 19,7%), met als gevolg dat de markt voor spaargelden zeer omvangrijk is. Daarbij komt nog dat het aantal beleggingsalternatieven zeer beperkt was, hoewel hierin de laatste jaren wel enige verandering optreedt. De rente op de spaargelden is dan ook laag. Daarentegen is de rente die de banken berekenen voor hun leningen hoog. De Italiaanse bankiersvereniging noemt het gigantische overheidstekort als de belangrijkste oorzaak die de rente omhoog stuwt. Doch van doorslaggevende betekenis voor het bestaan van grote rentemarges lijken de verplicht aan te houden reserves bij de centrale bank te zijn. Momenteel moeten banken 25% van hun deposito's aanhouden bij de Banca d'Italia, die hen hierop een rente uitkeert die beneden de marktrente op 5,5% ligt. Omdat het bankwezen als gevolg van de hevige concurrentie met overheidspapier de depositotarieven niet verder kan verlagen om de rentemarges op peil te houden, heeft zij de krediettarieven aanzienlijk verhoogd, hetgeen mogelijk was door de monopoliepositie van de banken.

Vooruitzichten

Het liberaliseringsproces dat in Italië na de eerste oliecrisis een aanvang nam, zal zich de komende jaren voortzetten. Ook Italië zal zich niet kunnen onttrekken aan de trend van internationalisering en deregulering zoals die zich de afgelopen jaren steeds duidelijker heeft gemanifesteerd. Hoewel de huidige ontwikkelingen de nodige discussies en vraagtekens oproepen, wordt het dereguleringsproces in het algemeen positief beoordeeld. Het is een stap in de richting van een meer

efficiënte en effectieve werking van de financiële markten. Daarnaast hebben de verplichtingen die Italië is aangegaan in het kader van de EG-richtlijn om in 1992 een vrij kapitaalverkeer te bewerkstelligen het proces onomkeerbaar gemaakt.

Het grootste obstakel voor een snelle liberalisering van het kapitaalverkeer, is de staat van de overheidsfinanciën. Men vreest dat liberalisering kapitaalvlucht in de hand zou kunnen werken, hetgeen de lire binnen het EMS onder druk zou zetten en de rente omhoog zou kunnen stuwen. Anderzijds kan de angst hiervoor wellicht de zo noodzakelijke druk op de regering en het parlement uitoefenen om de begrotingsproblematiek serieus aan te pakken. De begroting van 1987 wijst wat dat laatste punt betreft in de goede richting. Daarnaast speelt de politieke wil een belangrijke rol. Maar ook hier lijkt de wil tot verandering aanwezig. In enkele maanden tijd zijn wetten aangenomen die de 'merchant banking'-activiteiten moeten reguleren en de restricties in het deviezenverkeer moeten verminderen. De Banca d'Italia heeft verder bepaalde kapitaaleisen voor banken bekend gemaakt, die tot doel hebben de kapitaalbasis van de banken te versterken, zodat zij de toegenomen buitenlandse concurrentie beter tegemoet kunnen treden.

De meest vergaande liberaliseringsmaatregelen werden echter eind mei door de regering-Fanfani aangekondigd. Deze overgangsregering heeft sinds haar aantreden een grote voortvarendheid op het gebied van de liberalisering van de financiële sector aan de dag gelegd. De vreugdekreten over de deviezenliberalisering waren nog niet verstomd of de CICR (het interministerieel comité voor kredieten en besparingen) maakte belangrijke hervormingen in het bankwezen bekend. In de nieuwe wetgeving worden twee belangrijke pijlers onder de bankwet van 1936 weggeslagen. Banken mogen voortaan de middellange- en lange-kredietverlening tot hun werkterrein maken, mits zij aan bepaalde kapitaaleisen kunnen voldoen. Verder heeft de CICR besloten de stringente geografische grenzen aan bancaire activiteiten op te heffen. Banken mogen in het vervolg zonder voorafgaande toestemming van de centrale bank filialen aan- en verkopen. Deze maatregel impliceert dat het werkterrein van banken zich zal uitbreiden tot markten waarop voorheen alleen lokale of nationale banken mochten opereren 3). Ook buitenlandse banken profiteren van de nieuwe maatregelen. Zij mogen zich voortaan vrij in Italië vestigen en hun activiteiten mogen zich onder bepaalde voorwaarden over het gehele land uitstrekken. De grotere bewegingsruimte voor buitenlandse banken is echter gebaseerd op het reciprociteitsbeginsel, hetgeen betekent dat Italiaanse banken in het buitenland dezelfde vrijheden moeten krijgen. Het doel van bovengenoemde maatregelen

is de concurrentiekracht van de gefragmenteerde financiële structuur te versterken en tevens de dienstverlening door banken te verbeteren.

De liberalisering van de financiële markten zal in de toekomst tot meer concurrentie van buitenlandse banken en niet-bancaire financiële instellingen (zoals verzekeringsmaatschappijen, investeringsfondsen en leasing- en factoringbedrijven) leiden. Momenteel zijn 1.092 banken, waarvan 34 buitenlandse, op de Italiaanse markt actief. Dit aantal is naar Europese maatstaven gemeten erg hoog. De nieuwe wetgeving draagt de consequentie van toenemende concurrentie in zich, waardoor het aantal banken de komende jaren in versneld tempo zal afnemen.

Een andere ontwikkeling die in de toekomst meer in het oog zal springen is de grotere aandacht voor 'retail banking'. Dit gebied is vele jaren lang compleet verwaarloosd door grote delen van het bankwezen en vormde het werkterrein van spaarbanken, de 'casse rurali e artigiane' en de Rijkspost-spaarbank. De aandacht van de overige banken was gericht op de overheid en het bedrijfsleven (met name de grote industrieën).

Een andere ontwikkeling die zich de komende jaren zal voordoen en die in de meeste Europese landen al heeft plaatsgehad, is de minder strikte afscheiding van de verschillende markten. Toenemende concurrentie zal de grenzen tussen de activiteiten van de verschillende financiële instellingen doen vervagen. Ook de internationalisering van het bankwezen is een ontwikkeling die de komende jaren belangrijker zal worden. Het gebruik van de eurolire-obligatiemarkt mag dan nog door veel regels worden beperkt, het is duidelijk dat de regering bezig is deze markt aantrekkelijker maken door de recente wetgeving omtrent de liberalisering van het deviezenverkeer. Een andere vorm van internationalisering is de komst van buitenlandse banken. Vanaf juni 1987 mogen deze banken zich vrij vestigen in Italië, waarna in 1992 - volgens de richtlijnen van de EG - het proces van liberalisering van de financiële markten moet zijn voltooid.

Caroline van den Berg

Medewerker van het Economisch Bureau Nederland van de AMRO-bank. Het artikel is op persoonlijke titel geschreven.

3) In Italië is het bankwezen onderverdeeld in een zestal categorieën. De grootste groep banken wordt gevormd door spaarbanken, banken van lening en 'casse rurali e artigiane', die veelal lokaal actief zijn. Banken die een groter netwerk van filialen bezitten zijn de publiekrechtelijke banken, banken van nationaal belang en 'banche ordinarie'. Van de 1.092 banken die Italië rijk is, zijn er slechts drie, de banken van nationaal belang, die in geheel Italië werkzaam zijn.