

## Financiële markten en systeemrisico's

*F.R. Edwards en H.T. Patrick (red.), Regulating international financial markets: issues and policies, Kluwer Academic Publishers, 1992.*

Bovengenoemd boek vormt de weerslag van papers gepresenteerd op de in mei 1990 gehouden tweedaagse conferentie met de gelijknamige titel. Het boek is opgedeeld in zeven secties. In sectie een worden de recente ontwikkelingen op de financiële markten beschreven. In de volgende drie secties komen verschillende financiële markten (interbancair, effecten en futures) aan de orde. De laatste drie secties behandelen het aspect van regulering en toezicht. Sectie vijf beschrijft de rol hiervan in settlement- en betalingsprocedures. Vervolgens komen de systeemrisico's aan de orde, terwijl het boek ten slotte afsluit met een bespreking van de pro's en contra's van internationale samenwerking tussen toezichthouders. In plaats van afzonderlijk aandacht te besteden aan alle papers, wordt de bespreking beperkt tot de secties een en zes: recente ontwikkelingen op internationale financiële markten en de stand van zaken met betrekking tot systeemrisico's.

### Recente ontwikkelingen

Sectie een van het boek bestaat uit drie artikelen. Gyohten noemt drie belangrijke factoren achter de snelle internationalisering van financiële markten en de in belangrijkheid toegenomen rol van de financiële sector: de opgetreden verandering in de richting en de omvang van de internationale kapitaalstromen, de financiële deregulering en de technologische innovatie. Daarmee bevat het verhaal weinig nieuwe elementen terwijl de meest recente ontwikkelingen buiten beeld blijven. Een voorbeeld hiervan is de in het algemeen sterk toegenomen zorg omtrent de kwaliteit van tegenpartijen en de, deels hiermee samenhangende, voortschrijdende concentratie van activiteiten bij een kleinere groep van zeer grote partijen op de financiële markten. Opvallend nega-

tief is Gyohten over de gevolgen van technologische innovatie: "Excessive computerization has also tended to deform the financial services industry into a game driven by sheer lust for financial gain, without a broader sense of self-discipline or concern for the overall welfare of the economy or society" (blz. 18).

In schril contrast hiermee staat de bijdrage van Melamed, die zijn artikel begint met de constatering dat de Oosteuropese revolutie niet mogelijk was geweest zonder de technologische vooruitgang. In de financiële sector heeft de verbeterde informatietechnologie geleid tot een sterke groei van de futures- en optiemarkten, waar Melamed hoog van op geeft. Gezien zijn achtergrond – hij is directeur van de Chicago Mercantile Exchange (futures- en optiebeurs) – is dit niet verwonderlijk. Hij heeft weliswaar gelijk als hij schrijft dat de markten voor futures en opties een succes zijn, maar hij schetst zo wel een eenzijdig beeld. Ook andere afgeleide producten doen het goed, waar in het bijzonder de swap-markt kan worden genoemd, die qua groei een minstens zo spectaculaire periode heeft doorgemaakt als de futures- en optiemarkten.

In het derde artikel beschrijft Nagatomi hoe er door de toegenomen welvaart in de industriële wereld een poel van 'excess money' is ontstaan. Dit liquiditeitsoverschot beweegt zich vrij (en snel) van de ene markt naar de andere markt, onderweg flinke fluctuaties in de prijzen van financiële activa veroorzakend. Ook hier moet worden geconstateerd dat het om reeds bekende redeneringen gaat en dus weinig nieuws wordt toegevoegd.

### Systeemrisico's

In sectie zes wordt de problematiek van de zogeheten systeemrisico's be-

handeld. Hewitt (Bank of England) begint met het formuleren van een definitie: een systeemrisico is een factor die de potentie heeft een verstoring te veroorzaken die de werking van het financiële bestel als geheel kan schaden en in een extreem geval zelfs kan leiden tot een ineensstorting van het financiële systeem (systeemcrisis)

Het grootste gevaar schuilt volgens Hewitt in een sterke koersval op – vooral de Amerikaanse – aandelenbeurzen, die zich snel over andere financiële markten zou verspreiden. Hierdoor zullen bepaalde financiële intermediairs kopje onder gaan, waardoor ze niet meer aan hun verplichtingen kunnen voldoen, en de afwikkeling van financiële verplichtingen kan stokken. Hewitt ziet dus als eerste stap een flinke prijschok, terwijl het in gebreke blijven van een marktpartij pas verderop komt.

Commerciële partijen in de financiële markten maken zich daarentegen de laatste jaren juist vooral druk om de kwaliteit van hun tegenpartijen, terwijl ze het gevoel hebben dat ze prijsrisico's redelijk onder controle hebben. Terecht merkt Hewitt op dat er een illusie van liquiditeit kan ontstaan: als in geval van een grote prijsverandering iedereen z'n posities wil liquideren zal de markt niet liquide genoeg zijn en zullen posities die 'in the money' waren slechts met verlies of überhaupt niet gesloten kunnen worden.

Hewitt geeft vervolgens aan wat er in de toezichtsfere zou kunnen worden gedaan om de risico's te beperken. Na de beursval van Wall Street van 1987 is veel gesproken over de negatieve effecten van verschillende vormen van 'program trading'. Hewitt ziet er geen heil in om dit soort instrumenten te verbieden: het is de beslissing van de beleggers en niet het gebruikte instrument dat de prijsbeweging veroorzaakt. Systeemrisico's kunnen zijns inziens beter worden tegengegaan door verbetering in 'settlement'-systemen. Verkorting van de afwikkelingsperiode in sommige markten zou inderdaad de risico's beperken aangezien in dat geval de omvang van de transacties in afwikkeling zou afnemen. (In de Duitse en Japanse markten voor overheidsobligaties gelden thans afwikkelingsperiodes van een respectievelijk twee weken).

Een ander punt dat hij aanroert is dat van 'netting': het salderen van bruto vorderingen en verplichtingen

tot één (positief of negatief) nettobedrag, waardoor de omvang van de stromen significant kan verminderen. Terecht noemt Hewitt hier het probleem van de juridische afdwingbaarheid: als in geval van een crisis internationale salderingsovereenkomsten geen juridische geldigheid hebben, dan creëert 'netting' alleen maar extra onzekerheid.

Met betrekking tot toezicht op financiële intermediairs wordt meer aandacht bepleit voor de grote (Amerikaanse) effectenhuizen. Hewitt constateert dat het in gebreke blijven van een dergelijke partij net zulke serieuze consequenties voor het financiële bestel kan hebben als een faillissement van een grote bank. Belangrijk is dat er een centraal overzicht is van de activiteiten van partijen die op velerlei markten tegelijk actief zijn. Inmiddels is, mede naar aanleiding van de BCCI-affaire, het toezicht op de internationale banken verder aangescherpt in de vorm van een door het Bazelse comité van toezichthouders gepubliceerd pakket van minimumvereisten. Al met al is het een lezenswaardige bijdrage, die gebaseerd is op een ten tijde van de conferentie nog te verschijnen OESO-rapport (*Systemic risks in securities markets*, OESO, 1991) en destijds dus zeker actueel was. Inmiddels is het rapport gepubliceerd zodat voor het complete verhaal beter het rapport zelf gelezen kan worden.

Kane stelt in zijn artikel dat "regulators own carelessly formed opinions and short sighted behavior, make them the most important generators of systemic risk". Er is volgens hem sprake van een 'trade off' tussen de belangen van de belastingbetaler en die van de toezichthoudende instellingen zelf, waarbij hij met name op de situatie in de Verenigde Staten doelt. Kane is van mening dat de Federal Reserve individuele instellingen te lang het hoofd boven water helpt te houden en grote banken helemaal niet kopje onder zou willen laten gaan, met als gevolg dat de belastingbetaler voor de kosten opdraait. Daar kan tegen in worden gebracht dat het tijdstip waarop de toezichthouder zou moeten ingrijpen moeilijk te bepalen is, mede omdat men blijft hopen op een keer ten goede bij de betreffende instelling. Ten aanzien van het proberen te voorkomen van een faillissement van een grote bank kan worden opgemerkt dat wanneer een dergelijke partij wel ten onder zou gaan, dit

wellicht vergaande consequenties voor de gehele economie zou hebben, waarbij de belastingbetaler nog veel harder zou worden getroffen. In het laatste artikel over systeemrisico staat Kanda vooral het sneeuwbaaleffect in het afwikkelingssysteem voor ogen. Hij onderscheidt vier subrisico's, te weten debiteurenrisico, tijdrisico, risico met betrekking tot grote bedragen en ten slotte interdependentierisico.

Debiteurenrisico betreft het gevaar dat een tegenpartij zijn verplichtingen niet nakomt. Tijdrisico heeft betrekking op het feit dat aan betalingen scherpe tijdrestricties zijn verbonden. Dreigt een bank hier niet aan te kunnen voldoen, dan reest er voor de andere banken onvoldoende tijd om nog voldoende middelen aan te trekken om hun eigen verplichtingen te kunnen nakomen. Met het risico met betrekking tot grote bedragen bedoelt Kanda dat naarmate een bedrag dat niet kan worden verrekend groter is, dit de onder tijdrisico genoemde problemen vergroot. Hij is van mening dat deze twee risico's moeilijk door middel van regelgeving te bestrijden zijn. Er is in de markt blijkbaar vraag naar deze risico's, zodat inperking ervan tot suboptimale financiële beslissingen zou leiden. Echter, het feit dat in de markt vraag naar deze risico's bestaat, wil nog niet zeggen dat dit optimale financiële beslissingen tot gevolg heeft. Juist het bestaan van externe effecten in geval van dergelijke systeemrisico's maakt dat de optimale financiële beslissing van individuele instellingen of van markten een andere kan zijn dan die voor het financiële of het economische systeem als geheel. Opmerkelijk is dat Kanda ten aanzien van interdependentierisico (risico dat een bank niet kan betalen omdat een andere bank haar niet kan betalen) regelgeving wel gewenst acht, juist vanwege de externe effecten: het is voor een bank onmogelijk om alle andere financiële partijen te beoordelen en bovendien alle dependenties tussen deze partijen. Hierdoor kan de bank volstrekt buiten haar eigen schuld slachtoffer worden van een domino-effect.

Al met al kan worden gesteld dat Kanda een verdienstelijke poging doet om systeemrisico's te splitsen in een aantal meer overzichtelijke subcategorieën, waarbij z'n argumentatie evenwel niet altijd goed te volgen is.

## Conclusie

Bespreking van slechts twee van de zeven secties maakt een weloverwogen beoordeling van het gehele boek niet goed mogelijk. Wel voegen de twee besproken secties weinig toe aan de veelal reeds bekende inzichten en redeneringen. Bovendien is bij tijd en wijle te merken dat sommige auteurs de zaken vanuit hun eigen belangen belichten. Zo schrijft bij voorbeeld Leo Melamed, de ontwerper van Globex (het nieuwe handelssysteem voor de futuresmarkten) over dit systeem: "In a word Globex will offer the world a transaction capability that is as advanced as the imagination will allow, and as far-reaching as the future itself" (blz. 32). De objectiviteit is hier ver te zoeken!

## J.R. Heuvelman

De auteur is werkzaam bij de afdeling Financiële Markten van de Nederlandsche Bank.