

Deregulering en financiële innovatie

consequenties voor het monetaire beleid

De financiële markten zijn de laatste tijd volop in beweging. Deregulering en innovatie zijn, net als in veel andere sectoren van het bedrijfsleven, de sleutelwoorden. In een aantal landen als Groot-Brittannië, West-Duitsland en Frankrijk zijn het afgelopen jaar beperkende overheidsbepalingen met betrekking tot het financieel verkeer afgeschaft. Tegelijkertijd – en ten dele als gevolg van deze deregulering – hebben allerlei nieuwe financieringsinstrumenten hun intrede gedaan. Het financiële jargon is met termen als 'floating rate notes', 'capped floaters', 'note issuance facilities' en 'revolving underwriting facilities' verrijkt. Voor grote, internationaal opererende bedrijven is het aantal mogelijkheden om

aanziën van looptijd en aflossingswijze van obligatieleningen en in een versoepeling van de procedure met betrekking tot de emissiekalender. Daarnaast worden in Nederland gevestigde dochters van buitenlandse banken onder bepaalde voorwaarden toegestaan als 'lead-manager' op te treden bij emissies op de Nederlandse kapitaalmarkt. Tot slot heeft Financiën verklaard geen bezwaar te hebben tegen de introductie van een aantal nieuwe vormen van guldenstoonderpapier²⁾. Het gaat daarbij om 'certificates of deposit' (CD's), toonderpapier uitgegeven door banken met een looptijd korter dan 2 jaar; 'commercial paper' (CP's), toonderpapier uitgegeven door niet-banken met een looptijd van min-

Tabel 1. Potentiële emittenten van nieuw toonderpapier en alternatieve financieringsinstrumenten

Certificate of deposit (CD)	Commercial paper (CP)	Floating rate note (FRN)
Emittent: – geldscheppende instellingen	Emittent: – niet-geldscheppende financiële instellingen – niet-financiële bedrijven	Emittent: – financiële instellingen (geldscheppend én niet-geldscheppend) – niet-financiële bedrijven – buitenlandse overheden a)
Alternatieven: – deposito's – FRN's	Alternatieven: – kasgeldlening – rekening-courantkrediet – 'roll-over'-lening – FRN's	Alternatieven: – zie onder CD en CP

a) Minister Ruding heeft reeds te kennen gegeven dat de staat van FRN-leningen zal afzien. Door de variabele rente zouden FRN's de budgettaire onzekerheid vergroten en dit is ongewenst.

flexibel in hun financieringsbehoefte te voorzien aanzienlijk uitgebreid.

De ontwikkelingen in het buitenland zijn voor het Ministerie van Financiën en De Nederlandsche Bank (DNB) aanleiding geweest zich te bezinnen op de bestaande regelgeving met betrekking tot de Nederlandse geld- en kapitaalmarkt. Gevreesd werd dat als gevolg van de deregulering en innovatie elders een toenemend aantal guldenstransacties via het buitenland zou worden geleid. Daardoor zou de positie van Amsterdam als financieel centrum worden ondergraven. Om dit tegen te gaan heeft minister van Financiën, Ruding, op 20 november 1985 een aantal maatregelen bekend gemaakt die voorzien in een verdere deregulering van de Nederlandse financiële markten¹⁾.

De maatregelen voorzien in een opheffing van de huidige bepalingen ten

der dan 2 jaar; en 'floating rate notes' (FRN's), toonderpapier met een lange looptijd dan CP's en CD's, waarbij de rente regelmatig wordt aangepast aan de actuele geldmarktrente.

Dit artikel concentreert zich op de gevolgen van de introductie van deze nieuwe financieringsinstrumenten voor het monetaire beleid van DNB. Zoals bekend wordt dit beleid onderscheiden in een 'groot' en een 'klein' monetaire beleid. Het groot monetaire beleid is gericht op bestrijding van de inflatie door middel van beheersing van de groei van de liquiditeitsmassa. Het klein monetaire of valutaire beleid streeft naar stabilisatie van de koers van de gulden in het EMS, speciaal ten

1) Persbericht Financiën, nr. Z 363, 20 november 1985.

2) Wel blijven geïndexeerde leningen en nulcouponleningen ('zero bonds') verboden.

Tabel 2. Houders van nieuwe vormen van toonderpapier en alternatieve beleggingsvormen

Houders:
- financiële instellingen (geldscheppend en niet-geldscheppend)
- niet-financiële bedrijven
- grote particuliere beleggers
- grote buitenlandse beleggers
Alternatieven (alleen niet-banken):
- deposito's in guldens
- deposito's in vreemde valuta (met swapconstructie)
- schatkistpapier

opzichte van de markt. Als instrument hanteert DNB daarbij de geldmarktrente.

Kernvraag in dit artikel is of na de deregulering de beheersbaarheid van monetaire en valutaire ontwikkelingen nog wel verzekerd is. Daarbij zal moeten worden nagegaan wat precies de invloed is van de uitgifte van nieuwe vormen van guldenstoonderpapier op de liquiditeitsmassa en de positie van de gulden en tevens of het instrumentarium van DNB nog wel voldoende is om de nieuwe situatie het hoofd te bieden. Eerst zal in het kort worden stilgestaan bij de verwachte omvang van de nieuwe markten.

Marktomvang bij nieuwe vormen van toonderpapier

Tabel 1 toont enkele karakteristieken van de aanbodzijde van de (primaire) markt in CP's, CD's en FRN's. Gekeken is naar mogelijke emittenten en naar alternatieve financieringsmogelijkheden die voor deze emittenten voorhanden zijn. Tabel 2 belicht de vraagzijde: de potentiële houders van nieuw toonderpapier en concurrerende beleggingsvormen. Van belang is dat CP's, CD's en FRN's in grote coupures zullen worden uitgegeven, waardoor zij ongeschikt zijn voor kleine particuliere beleggers.

Voor de potentiële houders hebben de nieuwe vormen van toonderpapier als voordeel boven termijndeposito's dat zij in principe gedurende de looptijd verhandelbaar zijn en dus een meer liquide karakter dragen. Vooral voor buitenlandse beleggers, die veel waarde hechten aan flexibiliteit, is dit van groot belang. Onderstreept moet worden dat het voordeel van een grotere liquiditeit alleen aanwezig is bij een goed ontwikkelde secundaire markt. Niet duidelijk is op dit moment of de handel in het nieuwe toonderpapier zal worden onderworpen aan beursbelasting. Mocht dit het geval zijn dan zal dit de ontwikkeling van een secundaire markt ernstig belemmeren, waarmee ook de bestaansgrond van de nieuwe vormen van toonderpapier zo goed als verdwenen is.

Tegenover het voordeel voor de potentiële houders bij een goed ontwikkelde secundaire markt van een grote

re flexibiliteit, staat het nadeel van een lagere rente-opbrengst. Hiermee is gelijk het voordeel voor de emittent aangegeven. Deze wordt in staat gesteld zijn rentelasten te verminderen, terwijl hij toch verzekerd is van de beschikbaarheid van de gelden gedurende de gehele looptijd van het toonderpapier. Wel heeft de emittent te maken met bijkomende kosten bij het plaatsen van de emissie en het onderhouden van een secundaire markt.

Welke omvang zullen de markten in CD's, CP's en FRN's aannemen? Verwacht mag worden dat met name de markten in CD's en CP's voornamelijk geen al te forse groei zullen vertonen. Een aantal factoren speelt hierbij een rol:

- in vergelijking met de Verenigde Staten, waar een omvangrijke markt in CD's en CP's bestaat, is in Nederland reeds een aantal alternatieve financierings- c.q. beleggingsinstrumenten met korte looptijd voorhanden (zie tabel 1 en 2);
- met name bij toonderpapier met een zeer korte looptijd (3-6 maanden) wegen de hierboven genoemde 'bijkomende' kosten relatief zwaar. De besparing op de rentelasten die door de emissie van CP's of CD's wordt bewerkstelligd, wordt dan door deze kosten weer grotendeels teniet gedaan. Bij de FRN's geldt dit bezwaar door de relatief lange looptijd veel minder;
- voor CP's geldt nog dat alleen zeer grote, internationaal bekende ondernemingen voldoende 'standing' hebben om dergelijk papier uit te geven. In Nederland gaat het dus om een beperkt aantal ondernemingen;
- bedrijven die een kortlopende schuld hebben aan niet-banken van meer dan f. 50 mln. zijn rapportageplichtig aan DNB. Ook CP's vallen onder deze verplichting.

Deze groei beperkende factoren hebben tot gevolg dat men ten aanzien van de omvang van de nieuwe markten geen overdreven verwachtingen moet koesteren. Daar staat tegenover dat een positieve invloed kan uitgaan van buitenlandse beleggers. Zoals reeds is opgemerkt geven buitenlandse beleggers de voorkeur aan flexibele beleggingsvormen ten einde snel te kunnen reageren op wisselkoers- en renteveranderingen. Voor hen is de aantrekkelijkheid van het beleggen in guldens door de nieuwe vormen van toonderpapier vergroot.

Consequenties voor het 'groot' monetair beleid

Bij de beoordeling van de gevolgen van de huidige deregulering voor het groot monetair beleid komt allereerst de vraag op in hoeverre de nieuwe vormen van toonderpapier tot de (secundaire) liquiditeiten behoren. De presi-

dent van De Nederlandsche Bank, Duisenberg, heeft onlangs aangegeven³⁾ dat CD's, voor zover in handen van het publiek, door DNB wel tot de liquiditeitsmassa zullen worden gerekend, doch CP's en FRN's voorlopig niet. Dit laatste standpunt kan in de toekomst echter gewijzigd worden als zou blijken dat de markt in CP's en FRN's een grote vlucht neemt.

Wat houdt het begrip 'secundaire liquiditeiten' nu eigenlijk in? Bepalend is dat het gaat om een vordering in handen van het publiek die - hoewel zelf geen geld - op korte termijn (binnen 2 jaar) zonder veel kosten of koersverlies in vrij beschikbaar geld kan worden omgezet⁴⁾. Afgaand op dit criterium behoren CD's en CP's tot de secundaire liquiditeiten: de looptijd bedraagt immers minder dan 2 jaar.

Anders ligt het met FRN's. Weliswaar kan de houder van een FRN deze op de secundaire markt omwisselen in geld - door de frequente renteaanpassing zelfs zonder veel koersverlies - maar dit is alleen mogelijk wanneer er een tegenpartij optreedt die geld wil opgeven in ruil voor de FRN. De invloed op de geldhoeveelheid is derhalve per saldo neutraal⁵⁾. Bepalend voor het karakter van een FRN is niet zozeer zijn verhandelbaarheid op de secundaire markt, doch veeleer zijn relatief lange looptijd. Door die looptijd wordt de geaggregeerde koopkracht voor een periode van meer dan 2 jaar gebonden. Het lijkt dan ook onjuist om FRN's tot de (secundaire) liquiditeiten te rekenen.

Wanneer uitgegaan wordt van een definitie, waarin CP's en CD's wel en FRN's niet tot de liquiditeitsmassa behoren dan zal de analyse van de oorzaken van veranderingen in de liquiditeitsmassa, enigszins moeten worden aangepast. Indien namelijk niet-banken CP's emitteren en plaatsen bij het publiek, treedt een toename van de liquiditeitsmassa op die niet kan worden toegeschreven aan de drie traditionele bronnen van liquiditeitscreatie: de overheid, het bankwezen of het buitenland. Er komt een vierde bron van liquiditeitscreatie bij: de CP-emitterende bedrijven⁶⁾.

3) Toespraak bij de uitreiking van de Henri Sijthoff-prijs, 28 november 1985.

4) Ontleend aan M.W. Holtrop, *Analyse en beleid*, 1970, blz. 87. Overigens sprak Holtrop uitsluitend over vorderingen op de overheid en geldscheppende instellingen. Zijn definitie stamt echter uit een tijd dat bedrijven geen kortlopende schuldtitels uitgaven. Het lijkt in de huidige situatie niet zinvol om de definitie van secundaire liquiditeiten te beperken tot schuldtitels van overheid en geldscheppende instellingen.

5) Tenzij de tegenpartij het buitenland of een geldscheppende instelling is.

6) Naast de plaatsing van CP's bij ingezetenen, leidt ook de plaatsing van CP's bij geldscheppende instellingen of bij het buitenland tot een toename van de liquiditeitsmassa. In de monetaire analyse kan deze liquiditeitscreatie worden toegeschreven aan de CP-emitterende bedrijven, maar ook aan het bankwezen resp. het buitenland.

Het zou echter onjuist zijn hieruit de conclusie te trekken dat de monetaire beheersbaarheid in gevaar komt. Artikel 29 van de Wet Toezicht Kredietwezen (WTK) biedt DNB nu reeds de mogelijkheid om de liquiditeitsaanwas die voortkomt uit de emissie van CP's, in te dammen. In dit artikel wordt DNB de bevoegdheid verleend om niet-kredietinstellingen die „in belangrijke mate hun bedrijf maken van het ter beschikking krijgen van gelden dagelijks of op termijn korter dan 2 jaar opvraagbaar” onder haar toezicht te plaatsen. De omschrijving „in belangrijke mate” is door DNB nader gepreciseerd als zijnde een kortlopende schuld aan niet-banken van f. 50 mln. of meer. Duisenberg heeft reeds aangekondigd de werkingssfeer van artikel 29 te willen uitbreiden, zodat ook ondernemingen die FRN's emitteren, onder het artikel vallen. Hierboven is verdedigd dat FRN's als lange passiva en niet als secundaire liquiditeiten dienen te worden beschouwd. Het betrekken van FRN's bij artikel 29 is vanuit die optiek niet noodzakelijk.

Wat de andere bronnen van liquiditeitscreatie betreft behoeft de introductie van nieuwe vormen van toonderpapier geen aanleiding te geven tot aanpassing van het instrumentarium.

De liquiditeitscreatie door de overheid is gelijk aan de netto plaatsing van vlottende overheidsschuld plus de intering op het saldo van het rijk bij DNB. In het verleden werd al het schatkistpapier tot en met een oorspronkelijke looptijd van maximaal 5 jaar aangemerkt als vlottende overheidsschuld. Dit geldt na de deregulering alleen voor schatkistpapier met een looptijd tot 2 jaar. Alle overheidsschuld met een langere looptijd wordt beschouwd als monetair neutrale financiering. Ondanks deze definitiewijziging zal in het financieringsbeleid van de overheid geen verandering komen. Het financieringstekort van de overheid zal geheel met obligaties worden gedekt, waarbij gestreefd wordt naar verlenging van de gemiddelde looptijd. Voor een monetaire impuls van de kant van de overheid hoeft zodoende niet te worden gevreesd.

De liquiditeitscreatie door het bankwezen is per definitie gelijk aan de toename van het netto geldscheppend bedrijf. Onder netto geldscheppend bedrijf wordt verstaan de som van de korte binnenlandse uitzettingen bij de particuliere sector en de totale lange uitzettingen verminderd met de lange, of 'doorgeefbare' passiva. Door middel van het systeem van de directe kredietrestrictie, waarvan overigens sinds eind 1981 geen gebruik meer is gemaakt, is DNB in staat de groei van het netto geldscheppend bedrijf aan banden te leggen. De innovatie op de financiële markten doet niets af aan de effectiviteit van dit instrument. Wel dient uiteraard rekening te worden gehouden met het nieuwe toonderpapier bij de bepaling van de omvang van het netto geldscheppend bedrijf. In dat

verband is het van belang dat DNB te kennen heeft gegeven door banken geëmitteerde FRN's bij een eventuele kredietrestrictie niet tot de doorgeefbare passiva te rekenen. Het hierboven gehanteerde onderscheid tussen liquiditeiten en niet-liquiditeiten leidt tot een andere conclusie, waarbij FRN's wel degelijk tot de lange passiva behoren.

Samenvattend kan worden vastgesteld dat de binnenlandse liquiditeitscreatie ook na de deregulering beheersbaar blijft. Iets anders ligt het met de liquiditeitstoevoer uit het buitenland. De Wet Financiële Betrekkingen Buitenland stelt DNB in staat om restricties in het kapitaalverkeer in te voeren, maar een dergelijke ingreep druist recht in tegen het huidige dereguleringsbeleid. Wanneer DNB in de toekomst op grond van een ongewenst hoge groei van de liquiditeitenmassa zou besluiten tot het instellen van een kredietrestrictie, dan is het mogelijk dat bedrijven in plaats van een beroep te doen op binnenlandse banken of op de binnenlandse openbare markt meer middelen opnemen in het buitenland. In hoeverre een dergelijk substitutie-effect zich zal voordoen is moeilijk in te schatten, maar het gevaar is wel aanwezig. De Nederlandsche Bank kan in een dergelijke situatie voor een lastige keuze komen te staan: of wel het kapitaalverkeer met het buitenland vrijlaten, met wellicht als gevolg ongewenste liquiditeitstoevoer uit het buitenland, of wel restricties invoeren in het kapitaalverkeer, waarmee de huidige deregulering weer wordt teruggedraaid.

Consequenties voor het 'klein' monetair beleid

De Nederlandsche Bank hanteert de geldmarktrente als instrument bij het valutaire beleid. De invloed van DNB op de geldmarktrente hangt samen met het geldmarkttekort en de wijze waarop dit tekort wordt gefinancierd. Onder geldmarkttekort wordt verstaan het netto kastekort van de gezamenlijke banken. De omvang van het geldmarkttekort hangt af van de officiële reserves, de bankbiljettenomloop en het saldo van 's rijks schatkist.

Ter financiering van het geldmarkttekort verschaft DNB een basisruimte, contingent genaamd, die de banken in staat stelt om telkens voor een periode van 3 maanden gemiddeld genomen een bepaald maximum aan krediet op te nemen. Voor gebruik van het contingent betalen de banken de voorschotrente. De boven de basisruimte benodigde bedragen verschaft DNB door aanvullende marktsteun in de vorm van valutaswaps en speciale beleningen. Door middel van de hoogte van de voorschotrente, alsmede de omvang en de prijs van de aanvullende marktsteun kan DNB de geldmarktrente sturen en brengen op het door haar gewenste niveau.

De deregulering zal in het klein monetair beleid geen verandering te weegbrengen. De greep van DNB op de geldmarktrente wordt door de vernieuwingen niet aangetast. Wel kan enige verstoringe invloed uitgaan van speculatief gedrag van buitenlandse beleggers. Zoals reeds eerder opgemerkt is door de nieuwe vormen van toonderpapier het beleggen in gulden voor buitenlandse beleggers aantrekkelijker geworden. Het totale bedrag aan guldenpapier in buitenlandse handen kan daardoor toenemen. Daarmee is de gulden ook gevoeliger voor het beleggingsgedrag van buitenlandse partijen. Buitenlanders kunnen, om wat voor reden dan ook, besluiten om 'uit de gulden te stappen'. DNB zou dan worden gedwongen tot het verhogen van de geldmarktrente ten einde de positie van de gulden te verdedigen. Uiteraard was een dergelijke situatie voor de deregulering ook mogelijk. Wanneer echter de markten in nieuw papier een grote vlucht nemen en buitenlanders daarin een belangrijke rol gaan spelen, zou deze problematiek worden verscherpt. De beheersbaarheid komt hierdoor echter niet in gevaar. De Nederlandsche Bank beschikt over een adequaat instrumentarium om ongewenste ontwikkelingen van de guldenkoers tegen te gaan. Wel zouden plotselinge fluctuaties in de geldmarktrente wat vaker kunnen voorkomen.

Slot

Per 1 januari van dit jaar wordt de Nederlandse kapitaalmarkt verder liberaliseerd. Tegelijkertijd wordt een aantal nieuwe financieringsinstrumenten geïntroduceerd, t.w. 'certificates of deposit', 'commercial paper' en 'floating rate notes'. De door het Ministerie van Financiën in samenspraak met De Nederlandsche Bank getroffen maatregelen sluiten aan bij de ontwikkeling op internationale financiële markten, waar deregulering en innovatie eveneens de boventoon voeren.

De vernieuwingen op de financiële markten vormen geen bedreiging voor de effectiviteit van het 'groot' monetair beleid. Ten eerste zal de markt in de nieuwe vormen van toonderpapier voorlopig geen al te forse groei vertonen. Ten tweede is het instrumentarium van DNB ook in de nieuwe situatie afdoende, zodat monetaire ontwikkelingen beheersbaar blijven.

Wel dient ten aanzien van een eventueel ingrijpen in de groei van de liquiditeitenmassa te worden gewezen op het probleem van de liquiditeitstoevoer uit het buitenland. Wanneer DNB in de toekomst zou besluiten tot het instellen van een kredietrestrictie, zou het effect van een dergelijke maatregel ongedaan worden gemaakt wanneer bedrijven meer middelen gingen opnemen in het buitenland. De Nederlandsche Bank wordt in een dergelijke situatie

voor een dilemma geplaatst: terugkeer naar evenwichtige liquiditeitsverhoudingen is dan alleen mogelijk door het invoeren van restricties op het kapitaalverkeer met het buitenland.

In het valutair beleid zal geen verandering optreden. Wel is het mogelijk dat de financiële innovatie de gulden wat gevoeliger maakt voor speculatief gedrag van buitenlandse beleggers.

F.L.D. Nivard

De auteur is verbonden aan het Economisch Bureau van de Amro Bank. Het artikel is op persoonlijke titel geschreven.