

Geldmarktpartijen en geldmarktbeleid

DR. F. E. KLIJN

Inleiding

Zeer lage en extreem hoge tarieven — hoog naar Nederlandse maatstaven — hebben elkaar afgewisseld op de Nederlandse geldmarkt in de afgelopen jaren. In deze periode werd tevens (opnieuw) duidelijk hoezeer de Nederlandse geldmarkt geïntegreerd is met de internationale geldmarkt. Mede onder druk van deze turbulente ontwikkelingen heeft De Nederlandsche Bank in deze periode een aantal instrumenten toegevoegd aan haar geldmarktbeleidsinstrumentarium. Genoemd kunnen worden in dit verband de introductie van de continueringsregeling, speciale beleningen, en swap-arrangementen.

Zoals ons inziens terecht werd gesteld in het voorwoord van het NIBE-precies 1977 1) zullen deze ontwikkelingen in zowel het geldmarktmechanisme met haar hoge rentetarieven alsook het beleid van de Bank niet steeds duidelijk zijn geweest voor de niet-specialisten. De bestaande literatuur gaf door voornoemde ontwikkelingen onvoldoende inzicht en was daarmee grotendeels verouderd. Gelukkig is in deze leemte voor een belangrijk deel voorzien door het reeds eerder genoemde NIBE-precies, alsmede door de recent verschenen studie van Van Eekelen 2).

Ook het artikel van Faber dat gepubli-

ceerd werd in *ESB* van 9 januari jl. draagt op een aantal punten bij in het inzicht in de wijze waarop de bankier denkt en handelt in het geldmarktgebeuren. Bij een aantal passages van meer theoretische aard zijn bij mij evenwel een aantal vragen gerezen, welke ik graag bij wijze van reactie in dit tijdschrift kenbaar maak. Naar ik hoop zullen deze vragen een bijdrage kunnen leveren in de behoefte aan meer inzicht in het geldmarktgebeuren. In het navolgende zal ik in het bijzonder ingaan op:

- de door Faber voorgestelde en in de rest van zijn betoog ook gehanteerde geldmarktafbakening, t.w. de identificatie van de geldmarkt met de liquiditeitsmassa;
- de opmerking van Faber met betrekking tot het geldmarktbeleid van De Nederlandsche Bank waarin hij stelt dat het rente-instrument in de jaren 1973/1974, 1976 en 1978 goed heeft gewerkt;
- de constatering van Faber (blz. 30) dat de banken in toenemende mate op de kapitaalmarkt lenen wat zij op de geldmarkt niet in de vorm van deposito's kunnen aantrekken. Dit betekent, aldus Faber, dat de belangrijkste geldmarktpartijen geen specifiek geldmarktbeleid hebben, maar opereren vanuit een beleid, dat de gehele financiële markt omvat.

De definitie van de geldmarkt

Na in zijn analyse allereerst te hebben geconstateerd dat het looptijd criterium niet kan leiden tot een zinvolle en duidelijke afbakening van de geldmarkt en kapitaalmarkt, introduceert Faber vervolgens als alternatief een benadering welke gebaseerd is op het liquiditeitskarakter van het geld. Onder verwijzing naar mijn studie *De afbakening van het liquiditeitsbegrip* stelt Faber voor de geldmarkt te definiëren als de markt waar gelden worden aangeboden met een bestedingsliquiditeitskarakter en de kapitaalmarkt als de markt waar beleggingsgelden worden aangeboden.

Hoewel het mij verheugt te mogen merken dat mijn voorstel de liquiditeitsmassa af te bakenen aan de hand van het aanhoudingsmotief, blijktbaar zo positief is ontvangen dat thans voorgesteld wordt ook de geld- en kapitaalmarkt af te bakenen aan de hand van het aanhoudingsmotief, vraag ik mij af of deze toepassing geheel terecht is. Ons voorstel was dat — gelet op de vele problemen die thans bestaan bij de afbakening van het liquiditeitsbegrip — wellicht een opening zou kunnen worden gevonden voor de oplossing van dit vraagstuk door het liquiditeitsbegrip af te bakenen aan de hand van de aanhoudingsmotieven. Slechts de liquide financiële activa die door het publiek en het bedrijfsleven worden aangehouden uit hoofde van het transactie- en verzorgingsmotief — door ons aangeduid met de term bestedingsliquiditeitsbegrip — zouden volgens deze invalshoek deel mogen uitmaken van het liquiditeitsbegrip. Liquide financiële activa, die door het publiek en het bedrijfsleven worden aangehouden uit hoofde van het beleggingsspeculatiemotief — door ons aangeduid met de term beleggingsliquiditeitsbegrip — zijn qua karakter besparingen en zouden derhalve in analogie met de eigenlijke spaargelden en andere aan de banken toevertrouwde middelen met een kapitaalmarkt karakter buiten het liquiditeitsbegrip kunnen worden gehouden. Dit onderscheid heeft Faber doorgetrokken naar de geld- en kapitaalmarkt.

Los van de vraag of Faber mijn terminologie op de juiste wijze heeft geïnterpreteerd en toegepast, ben ik van mening dat de door Faber gekozen invalshoek niet kan leiden tot een doelmatige afbakening van de geldmarkt. Een van de belangrijkste criteria waaraan voldaan moet zijn, opdat een financieel activum

1) H. Th. M. Bevers, P. C. Timmerman, J. Ch. Estourgie, *Het functioneren van de Nederlandse geldmarkt*, NIBE-publicatie nr. 30, Amsterdam, 1977.

2) L. J. van Eekelen, *Inleiding tot de geldmarkt en het geldmarktbeleid*, 2e druk, Delft, 1977.

gerekend kan worden tot de liquiditeitsmassa is dat het betreffende activum in handen is van andere houders dan geldscheppende instellingen. Door de geldmarkt te definiëren als liquiditeitsmassa zouden op grond van dit criterium de interbancaire deposito's en bankiers call-gelden buiten beschouwing moeten worden gelaten. Een consequentie die naar mijn smaak niet in de bedoeling heeft gelegen van Faber. Anderzijds is een consequentie van de door Faber gekozen invalshoek dat het publiek — houder van termijndeposito's bij het bankwezen — als marktpartij had moeten worden vermeld in de paragraaf betreffende de structuur van de geldmarkt. Een consequentie overigens welke volledig in strijd zou zijn met de opvattingen in het bankwezen en in de literatuur betreffende de structuur van de geldmarkt. Hoewel ik het met Faber eens ben dat een exacte afbakening van de geldmarkt niet gemakkelijk is, acht ik de door hem ondernomen en naar mijn mening mislukte poging niet illustratief voor deze conclusie. Te weinig is naar mijn indruk bij het kiezen van de invalshoek rekening gehouden met de vraag waarom er überhaupt een geldmarkt bestaat, hoe de geldmarkt zich heeft ontwikkeld in de afgelopen jaren, en welke specifieke functie(s) de geldmarkt vervult voor één (of meerdere) geldmarktpartij(en).

Tot welke onjuistheden de identificatie van de geldmarkt met de liquiditeitsmassa kan leiden, wordt duidelijk geïllustreerd uit de omschrijving van Faber van het kredietrestrictiebeleid. Faber stelt dat het huidige systeem van kredietbeheersing inhoudt dat de kredietexpansie van het bankwezen voor zover deze met geldmarktmiddelen wordt gefinancierd, beperkt is en wel voor 1979 tot 9%. De kredietrestrictie zoals deze door De Nederlandsche Bank in overleg met de representatieve organisaties van het bankwezen en de Postgiro-Rijkspostspaarbank is vastgesteld, luidt daarentegen dat de groei van de korte kredieten aan de particuliere sector en de lange uitzettingen, voor zover niet gefinancierd met kapitaalmarktmiddelen, spaargelden en andere lang aangetrokken middelen in 1979 beperkt moest worden tot 9%. Uit het feit dat enerzijds De Nederlandsche Bank als lang aangetrokken middelen slechts middelen wil aanmerken met een looptijd van ten minste 2 jaar terwijl anderzijds Faber bij zijn analyse van het looptijd criterium vaststelt dat op de geldmarkt zowel termijndeposito's van 1 en 3 maanden worden verhandeld alsook termijndeposito's van 2, 3, 4 en 5 jaar, wordt duidelijk dat de door Faber gekozen formulering van het kredietrestrictiebeleid niet geheel gelukkig gekozen is. Vermoedelijk heeft in zijn keuze van formulieren zijn poging de geldmarkt te identificeren met de liquiditeitsmassa een belangrijke rol gespeeld.

Het geldmarktbeleid van De Nederlandsche Bank

De mededeling dat het rente-instrument zo goed heeft gewerkt, is naar mijn mening niet volledig in overeenstemming met de visie van De Nederlandsche Bank. Bestudering van de jaarverslagen van De Nederlandsche Bank alsmede de studie van Timmerman, *Het interventiebeleid van De Nederlandsche Bank in de geldmarkt*, leiden naar mijn smaak tot de conclusie dat het beleid primair een volumebeleid is, ondersteund door het rentebeleid in de vorm van discontopolitiek. „De discontopolitiek is als het ware een begeleiding van de contingenteringsregeling” zo schrijft Timmerman in zijn studie. Aangezien de opmerking van Faber dat de banken op de kapitaalmarkt lenen wat zij niet op de geldmarkt kunnen aantrekken, impliciet elke betekenis van een geldmarktvolumebeleid ontkent, krijg ik de indruk dat het noemen van het rente-instrument zonder vermelding van het volumebeleid in deze bewust is geweest. Mocht deze indruk juist zijn, dan zou ik graag de vraag willen voorleggen of de door velen zo benadrukte betekenis van het contingenteringsbeleid en het instrument van de speciale beleningen als geldmarktinstrument door Faber ontkend wordt, en zo ja op grond van welke overwegingen.

In nauwe samenhang met deze vraag zou ik tevens de vraag willen stellen of Faber de omvang van de geldmarkt voor de collectiviteit van het bankwezen als een gegeven grootte voor het bankwezen beschouwt (welke slechts zal wijzigen als gevolg van fluctuaties in de bankbiljettencirculatie, betalingen van of aan 's Rijks Schatkist, contante deviezen-transacties met De Nederlandsche Bank) dan wel als een grootte welke onder meer wordt bepaald door de rentverschillen op de geld- en kapitaalmarkt en de behoeften van het bankwezen.

Is er sprake van een specifiek geldmarktbeleid van het bankwezen?

In zijn slotparagraaf concludeert Faber, dat de belangrijkste geldmarktpartijen geen specifiek geldmarktbeleid hebben, maar opereren vanuit een beleid dat de gehele markt omvat. Zij lenen op de kapitaalmarkt wat zij op de geldmarkt niet kunnen aantrekken. Ook hierbij zou ik graag enkele vraagtekens willen plaatsen. Naar ik heb begrepen uit de literatuur alsmede uit de gesprekken met enkele bankiers dient de geldmarkt te worden beschouwd als de markt waar de banken „dagelijks” proberen hun liquiditeitspositie op het gewenste niveau te brengen. Voortdurend dient er immers een deel van de toevertrouwde middelen aanwezig te zijn ten einde aan opvragingen te kunnen voldoen.

Dagelijks wordt er via geldmarkt-

transacties getracht liquiditeitsoverschotten en -tekorten over en weer glad te strijken. Aangezien de liquiditeitsoverschotten en -tekorten qua omvang dagelijks en wekelijks kunnen veranderen, komt het mij wat vreemd voor, dat een kortstondige behoefte gedekt zou worden door middelen aan te trekken op lange termijn. Naar mijn indruk doorbreekt een dekking van een kortstondige behoefte met kapitaalmarktmiddelen het termijn- en rente-evenwicht — één van de „hot issues” in het bankbedrijf, naar ik heb begrepen.

Een tweede vraag welke bij mij is gerezen naar aanleiding van deze passage is hoe het grote rentever verschil tussen de geld- en kapitaalmarkt verklaard dient te worden, indien de banken er geen specifiek geldmarktbeleid op na zouden houden, doch bij eventuele tekorten op de geldmarkt overgaan tot het aantrekken van de vereiste middelen op de kapitaalmarkt. Naar mijn mening zou een dekkingmogelijkheid als hier gesuggereerd, automatisch moeten leiden tot aanzienlijk geringere verschillen tussen de geld- en kapitaalmarktrente dan thans waargenomen kunnen worden.

F. E. Klijn

Naschrift

De reactie van dr. Klijn op mijn artikel Geldmarktpartijen en geldmarktbeleid stel ik zeer op prijs. Het is een indicatie voor de actualiteit van de behandelde problematiek en vormt tevens een aanleiding om het een en ander te verduidelijken, daar waar dat blijkbaar gewenst is. Om de schrijver alle recht te doen, zal ik de door hem aangegeven volgorde van onderwerpen kiezen.

Allereerst het geldmarkt begrip. Wij staan voor het probleem dat onduidelijk is wat de geldmarkt nu in feite is en ik kom dan ook tot de conclusie dat de geldmarkt zich moeilijk laat afbakenen. Wat is er aan de hand? Er is een geldmarkt, waarop oorspronkelijk slechts banken, makelaars en de overheid opereerden. Thans zijn ook de institutionele beleggers en enige grote ondernemingen hier actief. In zoverre weten de praktici wel wat de geldmarkt is. Echter, wie het volume van de geldmarkt in beschouwing neemt en met name het volume zoals dat voor het bankwezen relevant is, realiseert zich dat vele andere partijen mede het geldmarktgedrag van de banken beïnvloeden. Het zijn bijvoorbeeld de bedrijven die bij de banken rekeningcourantsaldi aanhouden en de particulieren die op korte termijn opvraagbare deposito's bij de banken plaatsen. Zij beïnvloeden de liquiditeitspositie van het bankwezen en daarmee het gedrag van de banken op de geldmarkt.

Het volume van deze geldmarkttransacties vormt voor het bankwezen dan ook slechts een deel van de voor het liquiditeitsbeheer noodzakelijke infor-

matie, zodat de gedachte om de liquiditeitsmassa geheel aan de geldmarkt te relateren mij dan ook vreemd is. Anderzijds heb ik gemeend termijndeposito's met een looptijd van meer dan twee jaar als „geldmarktachtige” transacties te moeten typeren.

Belangrijker dan wellicht door dr. Klijn wordt verondersteld, is het kredietrestrictiebeleid van De Nederlandsche Bank. Hierdoor is er bij het bankwezen een meer dan normale belangstelling voor middelen die een looptijd van ten minste twee jaar kennen. Overigens heeft Klijn t.a.v. de passage over de toegestane kredietexpansie in het kader van de kredietrestrictie gelijk. Bij herlezing blijkt de formulering in het artikel in *ESB* op dit punt iets te bondig.

Ondanks een zorgvuldig beleid, gericht op de naleving van de kredietrestrictieregeling, is het in omstreefs tijden mogelijk dat de collectiviteit van het bankwezen de gestelde norm overschrijdt, zoals eind 1978 en 1979 in beperkte mate het geval was. Het door mij gebruikte voorbeeld van de regenwolk, die door een sterke wind zich niet precies boven de verwachte, door de liquiditeitscriteria aangewezen weilanden ontlaadde, bleek daarmee andermaal actueel te zijn.

Daarmee kom ik op het tweede door dr. Klijn gestelde vraagteken. Heeft De Nederlandsche Bank nu een volume- of een rentebeleid? Deze vraag acht ik niet relevant. Immers, De Nederlandsche Bank heeft te maken met een situatie waarin de lopende rekening een tekort laat zien en waar op de kapitaalrekening enkele autonome kapitaaluitvoercomponenten (b.v. directe investeringen in het buitenland en ontwikkelingshulp) voorkomen. De guldenrente moet dan ook aantrekkelijk zijn om voldoende kapitaalinvloer mogelijk te maken. In 1979 is dit beleid effectief geweest. Zelfs in tijden van valutaonrust, eind 1978 en 1979, is het rente-instrument een belangrijk wapen in de standvastige strijd van De Nederlandsche Bank voor de handhaving van de guldenkoers geweest.

Dit beleid vertaalt zich op de binnenlandse geldmarkt in onder meer de contingentiering, die overigens De Nederlandsche Bank in staat stelt een zeer grote invloed op de geldmarkt uit te oefenen. Daarmee is het volumebeleid een instrument dat via het rentemechanisme primair is gericht op de valutaprijsbeheersing. Ook ten aanzien van het geldmarktbeleid van de bank mag ik de vraag van dr. Klijn beantwoorden met een verwijzing naar de bankpraktijk. Het bankvak wordt door hem als te simplistisch voorgesteld, als zou er een absolute scheiding tussen geld- en kapitaalmarktbeleid denkbaar zijn.

Ik wees al op de kredietrestrictieregeling. Indien de banken bijvoorbeeld op basis van deze regeling een behoefte hebben aan lange passiva dan zullen zij dit in hun prijsstelling tot uitdrukking bren-

gen. Het is daarbij onze ervaring dat de renteversillen die hierdoor kunnen ontstaan een verschuiving in de onderlinge omvang van de componenten van de geld- en kapitaalmarkt teweeg brengen. Een hogere lange rente kan bijvoorbeeld de gemiddelde looptijd van de termijndeposito's doen toenemen. De kredietrestrictieregeling kan daarmee zeer wel van invloed zijn op de rentestructuur in ons land.

Het heeft overigens altijd tot de taak van het bankwezen behoord om transformatie van termijnen tot stand te brengen. Volgtijdelijke renterisico's moeten hierbij goed worden bedacht. Signalering van verschillen in rentefixatiermijnen aan de actief- versus de passiefzijde is daarbij van essentieel belang. Het streven naar een zo goed mogelijke synchronisatie is dan ook een onderwerp dat de banken bezighoudt maar in een periode van kredietrestrictie zoals thans gehanteerd, is een netto lang passief ontkoombaar.

De gevolgen van de grotere interesse van de banken voor lange middelen manifesteert zich niet direct in het liquiditeitsbeleid. Achteraf kan men wellicht eens proberen te ontdekken hoe bepaalde transacties toegerekend kunnen worden bij analyse van de dagelijkse grote in- en uitgaande stromen.

Ten slotte mag ik — de volgorde van de vragen van dr. Klijn aanhoudend — opmerken dat juist omdat de banken er geen specifiek geldmarktbeleid op nahouden en een geïntegreerd geld- en kapitaalmarktbeleid volgen (overigens mede mogelijk geworden door de door dr. Klijn in zijn dissertatie bestudeerde branchevervaging in de financiële sector), de renteversillen tussen de geld- en de kapitaalmarkt de laatste jaren gemiddeld genomen relatief geringer zijn dan vroeger dikwijls het geval was.

H. H. Faber