

# Geldmarktpartijen en geldmarktbeleid

DRS. H. H. FABER\*

**De omschrijving van de geldmarkt als de plaats waar vragers en aanbieders van leningen met een looptijd van maximaal één jaar elkaar ontmoeten, is in een aantal opzichten te beperkt. Het is in de praktijk niet goed mogelijk de geldmarkt zinvol af te bakenen. De centrale bank, de overheid, de kapitaalmarkt en de valutamarkt oefenen elk op hun manier een zekere — meer of minder voorspelbare — invloed uit op de werking van de geldmarkt. In dit artikel wordt de binnenlandse geldmarkt beschreven tegen de achtergrond van deze invloeden. Er is een gering aantal partijen actief die het geldmarktbeleid ondergeschikt maken aan hun beleid ten aanzien van de gehele financiële markt.**

## De definitie van de geldmarkt

Volgens een klassieke indeling van de geld- en kapitaalmarkt vindt op de geldmarkt vraag en aanbod plaats van geldswaarden die een maximale looptijd van één jaar hebben. Dit criterium is onder de huidige omstandigheden niet langer toereikend. Immers, schatkistpapier bijvoorbeeld, dat in het liquiditeitsbeleid van de banken een grote rol speelt, heeft een looptijd van langer dan 12 maanden; het grootste deel van de portefeuille heeft zelfs een oorspronkelijke looptijd van 5 jaar. Als potentiële buffer bij de „lender of last resort”, De Nederlandsche Bank, mag het schatkistpapier onbetwistbaar tot geldmarktpapier worden gerekend. Daarenboven kan ten aanzien van de deposito's een geleidelijke tendens naar verlenging van de looptijden worden geconstateerd. Naast overeenkomsten met de traditionele termijnen van 1 en 3 maanden worden nu ook veelvuldig transacties voor 2, 3, 4 en 5 jaar afgesloten. Aan deze ontwikkeling is ongetwijfeld ook het beleid van De Nederlandsche Bank debet, omdat passiva met een langere looptijd dan 2 jaar kunnen worden aangewend buiten de kredietrestrictie voor kredietverlening om. Bij zulke lange looptijden geldt de vraag of het hier nu nog om geldmarkttransacties of meer om geldmarktachtige transacties gaat. Daarom moet het looptijd criterium voor het definiëren van de geldmarkt als ondoelmatig worden gekenschetst.

Een alternatieve benadering is die op basis van het liquiditeitskarakter van het geld 1). In modern vakjargon zouden gelden die via de geldmarkt aan anderen worden toevertrouwd steeds een z.g. bestedingskarakter moeten hebben. Dit in tegenstelling tot de beleggingsgelden, die volgens deze begripsbenadering op de kapitaalmarkt worden uitgezet. Deze benadering sluit, althans in theorie, aan bij de feitelijke monetaire politiek in ons land. Die stelt zich immers ten doel de omvang van de bestedingsliquiditeiten te beheersen, omdat — naar thans vrij algemeen wordt aanvaard — van een volume-ontwikkeling, die niet in de pas loopt met de groei van het nationaal inkomen, inflatoire of deflatoire impulsen uitgaan. De centrale bank heeft dan ook gemeend ten behoeve van haar monetaire beleid de liquiditeitenmassa te moeten definiëren en rekent hiertoe al die transacties die een looptijd van maximaal twee jaar hebben. Is de looptijd niet ondubbelzinnig vast te stellen, zoals bij spaargelden het geval kan zijn, dan wordt een enigszins gekunsteld omloopsnelheids criterium gehanteerd om het equivalent hiervan vast te stellen.

Ook deze definiëring sluit niet steeds het nauwst bij de praktijk aan. Met name bij heftige rentebewegingen kan de liquiditeitenmassa worden beschreven als een grote, zwarte regenwolk, die op het punt staat zich boven een landschap te ontladen. In dit landschap kan een tweetal rijen hekken worden waargenomen, die de liquiditeitsafbakeningscriteria van

De Nederlandsche Bank voorstellen. Als de regen neerslaat, noemen wij alles wat in het ene deel van het landschap valt rekening-courant-tegoed, hetgeen zich tussen de hekken bevindt bankspaar-geld, terwijl in het derde gebied de deposito-gelden terecht komen. Een hoge rentestand kan tijdens de regenbui voor een sterke wind zorgen, waardoor een grotere neerslag bij de deposito-tegoeden terecht komt. Daarmee is aangegeven, dat de hoeveelheid regen die in een bepaald gebied neervalt steeds betrekkelijk willekeurig is. De geldmarkt laat zich moeilijk zinvol afbakenen. Zoals hieronder zal worden aangegeven, blijkt in toenemende mate dat de geldmarkt ongeschikt is als zelfstandig object van monetaire analyse.

## Het geldmarktbeleid van De Nederlandsche Bank

Ter beperking van de groei van de liquiditeitenmassa kent De Nederlandsche Bank een systeem van kredietbeheersing. De laatste jaren is in dit kader een regeling van kracht die bepaalt dat de kredietexpansie van het bankwezen, voor zover deze met geldmarktmiddelen wordt gefinancierd, is beperkt: voor 1979 was dat tot 9%. Nu is de kredietvraag doorgaans tweemaal zo groot met als gevolg dat de banken actief worden op de kapitaalmarkt. Op deze wijze worden lange middelen aangetrokken ter financiering van de kredieten die de toegestane ruimte te boven gaan. Door middel van de kredietbeperkingen maakt de centrale bank met een belangrijke geldscheppende marktpartij afspraken ter begrenzing van de groei van de liquiditeitenmassa.

Met de andere partijen, namelijk de overheid en het buitenland, is het veel moeilijker afspraken te maken. Van de overheid wordt wel gezegd, dat het jammer is dat politici het land besturen en niet economen. De monetaire financiering is zeer omvangrijk en verantwoordelijk voor een toeneming van de liquiditeitenmassa met ongeveer f. 4 mrd. in 1979 en 1980. Hoewel de centrale bank weinig invloed heeft op het overheidsgedrag, is de factor overheid wel een voorspelbare grootheid in het monetaire besturingsproces.

Van de derde belangrijke partij, het buitenland, kan dat niet worden gezegd. Het „hectische” karakter van de ontwikkelingen op de valutamarkt is bekend. De geldmarktverkrappende en -verruimende invloed die hiervan kan uitgaan, is voor de centrale bank dikwijls een sterk complicerende fac-

\* De auteur is lid van de Raad van Bestuur van de Nederlandsche Middenstandsbank N.V. Dit artikel is een bewerking van een inleiding gehouden op 16 november 1979 voor de Vereniging van Bemiddelaars in Onderhandse Leningen.

1) Zie bijvoorbeeld F. E. Klijn, *De afbakening van het liquiditeitsbegrip*, NIBE/Kluwer, 1978.

tor. Daarenboven brengt de centrale bank als haar mening naar buiten, dat de tekorten op de lopende rekening van de betalingsbalans op de geldmarkt moeten doorwerken, zodat deze via het rentemechanisme in monetair opzicht kunnen worden geneutraliseerd. Nu is de lopende rekening een saldo-grootheid van onder meer goederenexport en -import ten bedrage van ongeveer f. 150 mrd. elk, zodat het saldo onmogelijk nauwkeurig kan worden voorspeld. Ook het kapitaalverkeer met het buitenland is ondoorzichtig, al weten wij dat er thans een vrijwel autonome kapitaalexport is, die op zijn beurt renteverhogend werkt op de Nederlandse kapitaalmarkt.

Hoe moeilijk het proces van de begrenzing van de liquiditeitsmassa in ons land dan ook mag zijn, het beleid van De Nederlandsche Bank is de laatste jaren steeds duidelijker geworden. De verdediging van de externe positie van de gulden neemt hierin een vooraanstaande plaats in. Immers, als de gulden op de valutamarkt onder druk komt, en dat hebben wij reeds enige malen kunnen constateren, dan is De Nederlandsche Bank bereid gebleken om het goede functioneren van de geldmarkt aan het valutaire beleid op te offeren. De absurd hoge geldmarktrentes in 1973/1974, 1976 en 1978 liggen ons nog vers in het geheugen, waarbij moet worden opgemerkt dat het rente-instrument onder die omstandigheden goed heeft gewerkt.

Het steeds duidelijker geworden beleid van De Nederlandsche Bank met betrekking tot de geldmarkt betekent helaas wel dat rentebewegingen op de geldmarkt niet duidelijker worden. Tot voor enkele jaren gold het disconto immers binnen zekere marges als de marktspiegel van en voor de geldmarkt. Thans worden deze marges veelvuldig overschreden. Daarmee wordt het verwachtingspatroon ten aanzien van de rente-ontwikkeling ondoorzichtig. Slechts een nauwkeurig volgen van de valutabewegingen binnen het Europees Monetair Stelsel (EMS) biedt enig houvast. Bij dit laatste moet worden onderkend, dat het in belangrijke mate politieke krachten zijn geweest, die op Europees niveau deze monetaire samenwerking tot stand hebben gebracht. Het effect hiervan is geweest, dat in 1979 voor het grootste deel van het jaar meer rust op de valutamarkten is geweest. Voor de toekomst kan hieraan evenwel geen conclusie worden verbonden, omdat de politiek grillig kan zijn en van economische en monetaire harmonisatie voorlopig nog geen sprake is.

### Internationale monetaire ontwikkeling

Op het internationale monetaire front kan een opvallende ontwikkeling worden opgemerkt. Het heeft er namelijk alle schijn van, dat de welhaast alom bekende vasthoudendheid van onze centrale bank aan de wens tot waarde stabilisatie van de gulden thans bij andere monetaire autoriteiten navolging krijgt. Hoewel sommigen zeggen, dat de recente olieprijsstijging tot een revaluatiepoging van niet-dollarlanden heeft geleid (in de markt kon de benaming revaluatiewedloop tussen verschillende landen worden beluisterd) heeft het er meer schijn van dat er van een anti-devaluatiewedloop sprake is. Dit beleid zou kunnen worden gerechtvaardigd door de meer algemene acceptatie van het inzicht dat al zo dikwijls door de centrale bank is uitgedragen, namelijk dat een devaluatie slechts op korte termijn soelaas biedt, maar dat het eindresultaat in onze sterk geïndexeerde economie een hogere inflatie is en daarmee een grotere economische verstoring.

Neemt het streven naar stabielere wisselkoersen toe, dan wordt daarmee het accent in het monetaire beleid verschoven. Er kunnen nu dan ook geluiden worden gehoord betreffende een interestoorlog, waarbij dan met name op de recente renteverhogingen in West-Duitsland en de Verenigde Staten wordt gewezen. De Westduitse Bundesbank verhoogde het disconto in 1979 vier maal, en een éénmaands eurodollar tarief van 6½% zegt genoeg 2). De Bundesbank zelf verdedigt haar rentebeleid met de stelling dat bij een hogere inflatie ook een hogere rente past.

De wereld koerst wel naar een dilemma: bij zeer grote

verschillen in inflatie, zijn stabiele wisselkoersen immers niet waarschijnlijk. De ontwikkeling van de lopende rekening in de belangrijkste industrielanden zal echter enig respijt geven: de Verenigde Staten verwachten een overschot en de Bondsrepubliek en Japan komen mogelijk in een tekortsituatie. Voor ons betoog is het voldoende om op te merken, dat met de grotere invloed van de dollarprijsontwikkeling in het monetaire beleid van de Verenigde Staten de rol van de monetaire autoriteiten in de internationale valutabeweging is toegenomen. Een situatie waaraan wij wat Nederland betreft reeds zijn gewend.

Ook de expliciete monetaire politiek, die thans in ons land wordt gevoerd, blijft niet zonder gevolgen voor de rentestand. Nu het duidelijk is, dat onze economie enige tekenen vertoont die op een structureel zwakke ontwikkeling wijzen, mag een voortdurend krappe geldmarkt en een navenant hoge rente geen verbazing wekken. De vraag die evenwel moet worden gesteld is die naar de mate waarin de Nederlandse economie het hoge niveau van de geld- en kapitaalrente kan blijven opbrengen. Als dit repercussies heeft op de investeringen en de creatie van werkgelegenheid, dan zal een zwakkere gulden het resultaat zijn. De spiraalwerking is dan compleet.

### De structuur van de geldmarkt

Het geldmarktbeleid van De Nederlandsche Bank treft met de volumebeweging en het prijsniveau ook de partijen die op de geldmarkt opereren. Het aantal marktpartijen is in feite gering. Aan de vraagzijde treden behalve het rijk en de lagere overheid (meestal in de gedaante van de Bank voor Nederlandse Gemeenten) de banken op die — en dat geldt in mindere mate voor de buitenlandse banken — soms ook geldgever zijn. Tot de gevers mogen daarnaast de rijksfondsen worden gerekend. Voorts zijn er de institutionele beleggers waarvan de grote levensverzekeringsmaatschappijen en een aantal pensioenfondsen onafhankelijk van elkaar opereren. Daarbij is soms echter sprake van een gemeenschappelijk marktafhankelijk gedrag, zonder dat er bij deze groep een eenduidig beleggingsbeleid kan worden waargenomen.

Een laatste categorie van marktdeelnemers zijn de grote bedrijven en wel uitsluitend die waarvan de kredietwaardigheid buiten discussie is. Deze ondernemingen zijn vragers naar kasgeldleningen en vooral actief in een ruime geldmarkt. Omdat deze kasgeldleningen volgens de normen van De Nederlandsche Bank slechts voor 20% tot de bancaire liquiditeiten mogen worden gerekend (tegen 100% als het om kasgeldleningen aan de overheid gaat) zijn deze marktparticipanten voor de banken niet meer aantrekkelijk. Dat er niettemin kasgeldleningen worden verstrekt, moet worden gezien als een poging om „near-banking” zoveel mogelijk tegen te gaan. Van dit laatste is sprake in een situatie, waarin de geldmarkttarieven sterk afwijken van de tarieven van rekeningcourantkrediet. In de actuele krappe geldmarkt speelt dit verschijnsel niet en de betekenis van de bancaire activiteiten van het bedrijfsleven is thans zeer beperkt.

De structuur van de geldmarkt overziende, komen wij tot de conclusie dat er sprake is van een dunne markt, waarin weinig grote partijen actief zijn. Dit kan gevolgen hebben voor de rentebeweging. In de call-markt kan bijvoorbeeld worden waargenomen, dat bij een overschot van f. 50 à 100 mln. de prijs in een half uur met enkele procenten daalt. Dit is met name mogelijk als dit overschot over verscheidene marktpartijen is verdeeld. Een relatief klein bedrag veroorzaakt dan een omvangrijke rentemutatie. Op andere onderdelen van de geldmarkt spelen verdragingsverschijnselen een rol, bijvoorbeeld door het manoeuvreren met en binnen de contingenteringsruimte, maar het voorkomt niet dat ook daar de rentebeweging reeds door bedragen van f. 50 mln. op gang kan komen. Tegen deze achtergrond moet de psychologische werking van de voorgenomen afbouw van de liquiditeiten van de grote sociale fondsen als nadelig voor het functioneren van de geldmarkt worden aangemerkt.

2) Dit artikel werd eind oktober 1979 afgesloten.

## De tijdelijke rente-opslag

De ontwikkelingen op de geld- en kapitaalmarkt en de zich wijzigende verhoudingen tussen de geldmarktpartijen zijn er de oorzaak van, dat de banken op bepaalde momenten een zogenaamde tijdelijke rente-opslag aan de kredietrelaties in rekening brengen. Nu zijn de krediettarieven traditioneel gekoppeld aan het promessedisconto van De Nederlandsche Bank. Deze koppeling is gebaseerd op de mogelijkheid, die de banken wordt geboden, om zich bij de centrale bank tegen het promessedisconto te herfinancieren. Zolang de discontopolitiek gericht is op een regulering van de binnenlandse geldmarkttarieven en de banken in beginsel onbeperkt bij De Nederlandsche Bank tegen het promessedisconto kunnen lenen, treden er geen sterke afwijkingen op tussen de geldmarkttarieven en het promessedisconto.

Deze situatie is veranderd door de invoering van de contingentieringsregeling. Deze maatregel impliceert een beperking van het beroep van de banken op de centrale bank en daarmee wordt het mogelijk dat geldmarkrenten sterk van het promessedisconto afwijken. Een sterke druk op de rentemarge van het bankwezen is daarvan het gevolg. Het antwoord van de banken is de invoering van de tijdelijke rente-opslag geweest (½%, 1% en bij bepaalde sterke valutaspanningen soms wel 2% of 3%). Deze rente-opslag wordt met veel zorg gehanteerd, omdat een overdreven gebruik ervan leidt een uitschakeling van het bankwezen. Dit is zeer wel mogelijk omdat de banken immers in wezen als een tweedehands markt functioneren. Zij stellen geld van derden aan kredietvragers ter beschikking. Wordt dit op een inefficiënte en dus op een dure wijze gedaan, dan zullen de vragers en de aanbieders elkaar rechtstreeks vinden en dat gebeurt ook bij leveranciers- en afnemerskredietverlening, publieke emissies van aandelen en obligaties, kredietverlening via de onderhandse kapitaalmarkt (lange looptijden) en kasgeldleningen (korte looptijden). De krediettarieven van het bankwezen kunnen zich dan ook op straffe van relatieverlies niet ver verwijderen van bijvoorbeeld de tarieven op de eerstehands markt van kasgeldleningen.

Anderzijds geldt echter ook, dat de banktarieven niet veel lager mogen zijn, omdat zich dan een tegenovergesteld verschijnsel voordoet: namelijk rente-arbitrage. Dit komt vooral voor in een zeer krappe geldmarkt: relatief goedkoop bankkrediet wordt opgenomen om vervolgens op de geldmarkt te worden aangeboden. De tijdelijke rente-arbitrage dient dan ook tevens om de marktverstoring tegen te gaan. Geconstateerd mag worden dat, voor zover de onderlinge concurrentie tussen de banken de krediettarieven niet onder druk zet, het de invloed van de geld- en kapitaalmarkt zelf is die de rentemarge van de banken binnen nauwe grenzen doet be-  
wegen.

## Amsterdam als financieel centrum

De geldmarkt is niet uitsluitend een abstract begrip; er is ook een geografische concentratie, waarbij Amsterdam verreweg het belangrijkste centrum is. Dit centrum heeft alle kenmerken van een expertmarkt: een beperkt aantal invloedrijke partijen en enkele belangrijke bemiddelaars waarvan het aantal op de vingers van twee handen kan worden geteld. De Amsterdamse geldmarkt is dan ook een persoonlijke markt, waarop het aantal nieuwkomers gering is. Van de buitenlandse banken kan op dit punt misschien nog enig leven worden verwacht, maar thans zijn enkele actief; andere beperken zich tot de voor hun vermogensvorming noodzakelijke activiteiten. Deze situatie is, zoals reeds eerder is opgemerkt, niet stimulerend voor de prijsvorming, terwijl het soms ook niet mogelijk is voor bepaalde transacties tegenpartijen te vinden. De reeds geïndiceerde samenvoeging van de sociale fondsen moet daarom uit dit oogpunt worden betreurd en de toetreding van grote buitenlandse banken moet om geldmarkttechnische redenen tot de wenselijkheden worden gerekend.

In internationaal opzicht doet Amsterdam het niet slecht. Gemeten naar de omvang van de vorderingen van banken op buitenlandse adressen steeg Amsterdam van 3,5 naar 5%, hetgeen neerkomt op een bedrag van \$ 45 mrd. per ultimo 1978. Amsterdam is daarmee belangrijker dan Tokio of Brussel. Voor de uitbouw van Amsterdam is het evenwel een nadeel dat de euroguldenmarkt zeer klein is ten opzichte van de eurodollar- en de euro-DM-markt, terwijl van de betalingsbalanssituatie naar verwachting geen impuls zal uitgaan op een vergroting ervan. Dit neemt niet weg dat het ook voor een goed functioneren van de binnenlandse geldmarkt van veel betekenis is, dat Amsterdam een belangrijk aandeel heeft in de internationale financiële markt, te meer omdat mag worden verwacht dat de internationale kredietverlening belangrijk zal blijven. Als indicatie voor de activiteit op de internationale kredietmarkt geldt onder meer het overschot op de lopende rekening van de OPEC-landen, dat voor 1980 op \$ 40 mrd. wordt geraamd. De concurrentie tussen de banken is echter hevig.

## Slot

De geldmarkt in Nederland is een markt van weinigen. De belangrijkste participanten hebben een gemeenschappelijk kenmerk: geen van hen beperkt zich in zijn activiteiten tot de geldmarkt. De overheid niet, die op de geldmarkt leent, wat zij op de kapitaalmarkt niet kan krijgen. De institutionele beleggers niet, die traditioneel hun middelen naar eigen goeddunken op zowel de geld- als de kapitaalmarkt aanbieden. En ook de banken niet, die in toenemende mate op de kapitaalmarkt lenen wat zij op de geldmarkt niet in de vorm van deposito's kunnen aantrekken. Dit betekent dat de belangrijkste geldmarktpartijen geen specifiek geldmarktbeleid hebben, maar opereren vanuit een beleid, dat de gehele financiële markt omvat. Ook al moge het zo zijn, dat de geldmarkt in ons land een markt van weinigen is en beter zou kunnen functioneren als er meer participanten zouden zijn, voor de geldmarktpartijen zelf zijn de problemen die hieruit voortvloeien gering, omdat zij niet uitsluitend op de geldmarkt zijn aangewezen.

H. H. Faber