

Harmonisatie van het monetaire instrumentarium in de EMU

H. Schong en D. van der Wal*

In dit artikel wordt een efficiënt monetair instrumentarium uitgewerkt voor de toekomstige Europese Centrale Bank. Via een rentedragende kasreserve kan de ECB het bankwezen in een tekortpositie manoevreren. Vervolgens kan de ECB met diverse herfinancieringsfaciliteiten de geldmarktrente sturen. Dit instrumentarium kan op de korte termijn een nadelige invloed hebben op de rentabiliteit van het Nederlandse bankwezen.

Met het ondertekenen van het Verdrag betreffende de Europese Unie (Verdrag van Maastricht) in februari 1992, is de basis gelegd voor een verdergaande economische integratie van de lidstaten van de EG. Het sluitstuk is de vorming van een Economische en Monetaire Unie (EMU). De huidige monetaire praktijk, waarbij Duitsland een geldhoeveelheidsbeleid voert dat gericht is op inflatiebestrijding en waarbij de overige EMS-landen pogen hun munten ten opzichte van de D-mark te handhaven, vervalt dan. Daarvoor in de plaats komt een gemeenschappelijk monetair beleid dat door de toekomstige Europese Centrale Bank (ECB) wordt vastgesteld.

De uitvoering van dit gemeenschappelijke monetaire beleid vereist een gemeenschappelijk monetair instrumentarium. De verschillende nationale monetaire instrumenten zullen daar in de loop van de tweede fase van de EMU aan moeten worden aangepast (harmonisatie).

De vraag die in dit artikel centraal staat, is welke instrumenten door de ECB kunnen worden gebruikt. Omdat de instrumenten van monetaire politiek direct aangrijpen op de geldscheppende banken, gaan wij tevens na welke effecten deze harmonisatie kan hebben op het Nederlandse bankwezen.

Aangrijpingspunten monetair beleid

In veel landen vormt prijsstabiliteit het ultieme doel van monetair beleid. Centrale banken kunnen dit doel veelal niet rechtstreeks beïnvloeden. Daarom richten zij zich op z.g. intermediaire doelen, die in verband staan met het ultieme doel en die wél kunnen worden beïnvloed met de beschikbare instrumenten van monetaire politiek. Voorbeelden hiervan zijn de geldhoeveelheid en de kapitaalmarktrente.

Geldmarkt

In aansluiting op de huidige situatie in Europa, beperken we ons voorlopig tot de geldhoeveelheid als intermediaire doelgrootheid (geldhoeveelheidsbeleid). Zelfs dit intermediaire doel is vaak lastig te beïnvloe-

den op de korte termijn. Daarom richten centrale banken zich veelal op z.g. operationele doelen die een nauwe relatie hebben met zowel de instrumenten als het intermediaire doel.

In beginsel zijn er twee methoden om de geldhoeveelheid te besturen, welke beide aangrijpen op de geldmarkt. Op deze markt handelen banken en monetaire autoriteiten (centrale bank en Schatkist) in girale tegoeden bij de centrale bank. De functie van de geldmarkt is het zoveel mogelijk in elkaar passen van tijdelijke kasoverschotten en kastekorten van banken. Kasoverschotten proberen de banken rentegevend uit te zetten. Bij een kastekort probeert een bank geld te lenen bij andere banken of bij de centrale bank.

Volume- versus prijsbeleid

In de eerste methode om de geldhoeveelheid te sturen, verplicht de centrale bank het bankwezen om meer kasreserves bij haar aan te houden dan er aanwezig zijn (reserves operating procedure). Omdat de centrale bank het hierdoor ontstane vraagoverschot naar girale tegoeden niet volledig via kredieten aanvult, remt zij indirect de kredietverlening af, en daarmee de groei van de geldhoeveelheid.

Bij de tweede methode probeert de centrale bank de geldhoeveelheid te beïnvloeden door de tarieven op haar krediet te variëren (interest operating procedure). Als de banken echter kasoverschotten hebben, zullen zij van dit krediet geen gebruik hoeven te maken. Door nu opnieuw een kasreserve verplicht te stellen, maar tegelijk het ontstane kastekort via verschillende instrumenten (bij voorbeeld speciale beleeningen, valutawaps) aan de banken terug te lenen, bepaalt de centrale bank via verhoging of verlaging van haar rentetarieven het niveau van de geldmarkt-

* De auteurs zijn als student resp. docent verbonden aan de Vrije Universiteit, vakgroep Algemene Economie. Zij danken F.A.G. den Butter, H. Garretsen en G. Korteweg voor hun waardevolle opmerkingen bij een eerdere versie.

rente. Bij de eerste methode voert de centrale bank derhalve een volumebeleid, bij de tweede techniek een prijsbeleid.

Huidig instrumentarium

Na deze globale introductie zullen wij bekijken welke monetaire instrumenten er op dit moment gehanteerd worden in Duitsland, Frankrijk, Nederland en België. Duitsland voert al jaren een beleid gericht op het beperken van de groei van de geldhoeveelheid, via het beïnvloeden van de geldmarktrente. Een naar de mening van de Bundesbank te hoge geldgroei probeert zij tegen te gaan door een hogere geldmarktrente te bewerkstelligen (prijsbeleid). De andere landen proberen in het kader van het EMS hun munten stabiel te houden ten opzichte van de D-mark. Voor deze wisselkoersstabilisatie is het van groot belang dat deze landen de geldmarktrente op een voldoende aantrekkelijk peil weten te houden tegenover de rente in Duitsland. Kortom, in alle beschouwde landen staat momenteel het sturen van de geldmarktrente centraal. De belangrijkste instrumenten die hiervan zijn afgeleid, zijn in tabel 1 bijeengebracht¹.

Tekortcreërende instrumenten

Uit Tabel 1 is reeds af te lezen dat de kasreserveregelingen in de onderscheiden landen nogal verschillen. In het algemeen moeten banken onder een kasreserveregeling kasmiddelen bij de centrale bank aanhouden naar rato van hun aangetrokken deposito's. Hoe meer deposito's banken creëren, des te meer kasreserves zij moeten aanhouden. Een kasreserve vervult daarbij onder meer de volgende functies.

Door reserve-eisen te stellen, beoogt de centrale bank kastekorten bij banken te kweken, waardoor deze banken vervolgens aanspraak moeten maken op de kredietfaciliteiten van de centrale bank. Met het tarief op deze faciliteiten wordt in feite de geldmarktrente 'gezet'. Derhalve vormt dit structureel 'rood staan' van de banken bij de centrale bank de basis voor de effectiviteit van de overige monetaire instrumenten. In Duitsland, Frankrijk en Nederland zijn dergelijke kasreserves van kracht. In de eerste twee genoemde landen is deze echter renteloos, terwijl DNB op de geldmarktkasreserve een min of meer marktconforme rente vergoedt.

Indien, ten tweede, een kasreserveregeling de vorm krijgt van een periodegemiddelde, dan kunnen de banken hier incidentele kasschommelingen mee opvangen (liquiditeitsbuffer). Zo kan bij voorbeeld een kastekort worden overbrugd door tijdelijk op de kasreserveverplichtingen in te teren. Al te grote fluctuaties in de geldmarktrenten worden zo voorkomen. In Duitsland en Frankrijk speelt deze functie een rol. Ten derde kan een kasreserve de functie van automatische rem op de kredietverlening vervullen. In

Tabel 1. Overzicht van het huidige monetaire instrumentarium

Instrument	Duitsland	Frankrijk	Nederland	België
Tekortcreërend	Kasreserve (structureel)	Kasreserve (structureel)	Geldmarktkasreserve	Geen kasreserve
	'Bullis'		liquiditeitstitels ^a	
Tekortaanvullend				
• Basisfinanciering	Discontobeleid Lombardbeleid	Herfinancieringsfaciliteiten	Contingentsbeleid	Wekelijkse toewijzing vaste voorschotten
• Aanvullende financiering	Repurchase agreements Valutaswaps	Interbancaire interventies Valutaswaps Open-markttransacties in schatkistpapier	Speciale beleningen Valutaswaps Open-markttransacties in daggeldleningen	Vereffening einddagsaldi Valutaswaps Overige open-markttransacties

a. In voorbereiding

tegenstelling tot de vorige punten, wordt er hier vanuit gegaan dat de centrale bank niet (volledig) de kastekorten aanzuivert (volumebeleid). Door dit kastekort zal niet alleen de geldmarktrente stijgen, maar zijn de banken ook genoodzaakt hun kredietverlening af te remmen. Overigens wordt deze functie in geen der beschouwde landen op dit moment beoogd².

Ten vierde heeft een kasreserve, indien niet-rentedragend, ook nog een kosteneffect. Hiermee wil de centrale bank bereiken dat de banken de rentederiving op de kasreserves doorberekenen in de debeten creditarieven. Hierbij wordt de kredietvraag afgeremd en zal via substitutie naar niet onder het geldhoeveelheidsbegrip vallende financiële titels ook langs deze weg de monetaire expansie worden beperkt. In Duitsland en Frankrijk is dit aspect relevant³. In Nederland greep de zogenaamde monetaire kasreserve uit 1989-1990 op dit kosteneffect aan.

1. Uiteraard is elke schematisering wat geforceerd. Zo kan men beargumenteren dat in Duitsland de tekortcreërende 'bullis' in de toekomst ook als regulier openmarktinstrument kunnen worden ingezet. Evenzo kunnen valutaswaps ook voor de verkrapping van de kasposities van banken worden gebruikt.

2. H. Hesse, Ist eine reform der Mindestreservepolitik geboten?, en: Zentralbankrat beschließt Neugestaltung und Senkung der Mindestreserve, Deutsche Bundesbank, *Auszüge aus Presseartikeln*, 24 mei 1991 resp. 24 januari 1994. Zie ook S.E. Weiner, The changing role of reserve requirements in monetary policy, Federal Reserve Bank of Kansas City, *Economic Review*, fourth quarter 1992.

3. Hilbers (e.a.), De Nederlandse monetaire kasreserveregeling in Europees perspectief, *Bank- en Effectenbedrijf*, januari/februari 1990, blz. 39.

De Duitse renteloze kasreserve werkte echter ontduiking en concurrentievervalsing in de hand. Om dit tegen te gaan verlaagde de Bundesbank in 1993 de kasreserveverplichting. Tegelijkertijd introduceerde zij rentedragende liquiditeitstitels (bulis) om de vrijgekomen kasmiddelen te binden⁴. Deze titels kunnen tevens aangeboden worden aan niet-banken, waardoor nu ook een plotselinge liquiditeitsaanwas bij het publiek kan worden geneutraliseerd. Overigens overweegt DNB om op korte termijn ook dergelijke titels uit te geven⁵. Zij zouden in de plaats kunnen komen van een deel van de geldmarktkasreserve. Omdat deze titels verhandelbaar zijn, krijgen de huidige gebonden kasoverschotten aldus een voor de banken flexibeler invulling.

Tekortaanvullende instrumenten

Omdat in elk beschouwd land het bankwezen een collectief kastekort kent en dus een beroep moet doen op de centrale bank, heeft deze laatste herfinancieringsfaciliteiten in het leven geroepen. De prijs van deze faciliteiten staat voor Duitsland in het teken van de geldgroei-doelstelling en voor de andere landen in het teken van de wisselkoersdoelstelling. Deze faciliteiten kunnen ruwweg worden verdeeld in basisfinanciering en aanvullende financiering.

Basisfinanciering

Onder het Duitse discountbeleid kunnen de banken een beroep doen op de centrale bank tegen de zogenoemde Diskontsatz. Deze faciliteit is aan een maximum gebonden (Normkontingent) en wordt verleend op basis van onderpand. Daarnaast hebben de banken normaliter de beschikking over de duurdere maar onbepaalde Lombardfaciliteit, waarvan de prijs (Lombardsatz) in theorie de bovengrens voor de interbancaire geldmarktrente vormt.

In Frankrijk kan de centrale bank via twee herfinancieringsfaciliteiten de geldmarktrente tussen een boven- en een ondergrens sturen. Het Nederlandse contingentsbeleid is enigszins te vergelijken met het Duitse discountbeleid. Het regelt de voorwaarden (prijs en volume) waarop de banken een beroep kunnen doen op de kredietfaciliteiten van DNB. In België zijn de officiële tarieven vooral van symbolisch belang⁶. Het feitelijke basisinstrument is de wekelijkse toewijzing van voorschotten aan de banken.

Aanvullende financiering

Daar de basissteun niet toereikend is om de kastekorten van de banken aan te vullen, hebben deze behoefte aan aanvullende steun. Deze wordt in het algemeen verstrekt in de vorm van openmarkttransacties als 'repurchase agreements' (aankoop van waardepapier onder beding van wederverkoop) in Duitsland, speciale beleningen (voorschot tegen onderpand met vaste looptijd) in Nederland, interbancaire interventies in Frankrijk en vereffening van einddagsaldi in België. Ook valutawaps, waar alle landen gebruik van maken, vallen hieronder. De tarieven op deze extra steun, die zeer snel kan worden verstrekt, kunnen heel flexibel worden gestuurd ('fine tuning') en bepalen in feite de geldmarktrente.

Criteria

Uit het voorafgaande blijkt dat er op dit moment nog internationale verschillen bestaan in de vorm en werking van de monetaire instrumenten. Het zal dan ook niet eenvoudig zijn om voor de aanvang van de derde fase deze instrumenten op één lijn te krijgen. Wanneer we zicht willen krijgen op het toekomstige ECB-instrumentarium, dan dienen we rekening te houden met juridische, politieke en economische eisen.

Juridische en politieke criteria

Wat betreft de juridische eisen kan worden geconcludeerd dat de ECB-statuten voldoende ruimte bieden voor een gevarieerd en adequaat monetair beleidsinstrumentarium. Voorts verlangt de politieke realiteit ons te bedenken dat Duitsland in de derde fase van de EMU haar monetaire zelfstandigheid verliest, terwijl de overige deelnemende landen juist monetaire zeggenschap winnen⁷. Het is in dat opzicht niet verwonderlijk dat de ECB is gemodelleerd naar het voorbeeld van de Bundesbank. Tevens ligt het dan voor de hand te veronderstellen dat ook het ECB-instrumentarium in eerste aanleg gebaseerd zal worden op het bestaande Duitse instrumentarium.

Economische criteria

Naar onze mening zouden drie economische eisen of criteria moeten worden toegepast bij de keuze van het ECB-instrumentarium⁸:

1. Effectiviteit. De primaire doelstelling van de ECB is het handhaven van prijsstabiliteit. Zoals reeds gesteld, zou dit bereikt kunnen worden via een geldhoeveelheidsbeleid of via een rentebeleid gericht op beïnvloeding van de kapitaalmarktrente. Het voert te ver om in dit artikel uitvoerig op deze problematiek in te gaan. Tot nu toe is het Duitse geldhoeveelheidsbeleid redelijk succesvol gebleken bij de inflatiebestrijding. Met dit beleid heeft de Bundesbank relatief veel geloofwaardigheid in de markt opgebouwd. Het lijkt daarom raadzaam dat de ECB deze monetaire strategie overneemt, om de onzekerheid over het toekomstige Europese monetaire beleid in fase drie te minimaliseren. Daartoe is het van belang dat de ECB op effectieve wijze de geldmarktrente in de EMU kan sturen en daarmee een ruim gedefinieerd geldhoeveelheidsbegrip.

4. zie voor een meer uitvoerige beschouwing W.W. Boonstra, Duitse Mindestreserven nader beschouwd, *Bank- en Effectenbedrijf*, mei 1992, blz. 25 en R.Th.L. Moonen, 'Bulis' dempen effect van vermindering Duitse kasreserve, *Bank- en Effectenbedrijf*, april 1993, blz. 25.

5. *Het Financieel Dagblad*, 21 januari 1994.

6. Het betreft twee tarieven: de discountvoet, die wordt toegepast voor de verdiscontering van een gering bedrag aan handelswissels, en de rente voor voorschotten boven een tevoren vastgesteld bedrag.

7. Immers: iedere centrale bank heeft in de toekomstige ECB-raad statutair een even grote stem als de Bundesbank.

8. Zie L. Hoogduin en G. Korteweg, monetary policy on the road to EMU, in: S.C.W. Eijffinger en J.L. Gerards, *European monetary integration and the financial sector*, NIBE, Amsterdam, 1993.

2. Gelijke concurrentievoorwaarden (level playing field). Dit argument houdt in dat de concurrentievoorwaarden voor het bankwezen dat onder monetair toezicht van de ECB staat gelijk moeten zijn. Dit vereist niet alleen harmonisatie van het instrumentarium, maar ook dat van het statistisch kader. Bij de verdeling van geldmarktsteun onder de banken zouden de nationale centrale banken niet zonder meer hun op nationale definities gebaseerde verdeelsleutels mogen toepassen. Immers, deze definities zullen in de meeste landen verschillen, zodat hierdoor de concurrentieverhoudingen worden scheefgetrokken. Voorkomen moet worden dat bij voorbeeld een bank in Duitsland van het goedkopere discontokrediet gebruik mag maken, terwijl een vergelijkbare bank in Nederland louter vanwege definitieverschillen meer is aangewezen op duurere speciale beleningen.

3. Kosten voor het bankwezen. Het ECB-instrumentarium moet zó worden ontworpen, dat de kosten (of: nadelen) voor het bankwezen zo gering mogelijk zijn. Gezien de toch al krappe rentemarges in het bankwezen en gezien de verwachting dat de rentabiliteit van het bankwezen door de EMU aanvaardbaar nog verder zal worden uitgehouden, is dit een zeer wezenlijk punt⁹.

Toetsing

Welke van de in Tabel 1 genoemde instrumenten mogen nu door naar de volgende ronde, naar de derde fase van de EMU? Om de EMU-geldmarktrente effectief te kunnen sturen, zal de ECB op de eerste plaats een instrumentarium nodig hebben met officiële tarieven, waar een grote signaalwerking van uitgaat. Met het oog op de sturing van de geldmarktrente kunnen deze officiële tarieven dan een bodem en een plafond aangeven, waarbinnen de rente zich, naar de mening van de ECB, op de wat langere termijn zou moeten bewegen. In aanmerking komen dan de basisfinancieringsfaciliteiten zoals die door Duitsland, Frankrijk en Nederland worden gehanteerd¹⁰. Mede gezien vanuit de politieke eisen, ligt het voor de hand dat de ECB met een soort Lombard- en discontofaciliteit wordt uitgerust. Deze instrumenten scoren overigens niet alleen goed op criterium 1, maar tevens op 2 en 3. Alle banken in de EMU-landen kunnen dan immers tegen dezelfde voorwaarden en hetzelfde tarief een beroep doen op deze faciliteiten, die daarnaast niet onnodig duur zijn.

Op de tweede plaats zal de ECB de geldmarktrente pas echt flexibel kunnen sturen wanneer zij de beschikking heeft over aanvullende-financieringsinstrumenten. Hieronder zullen de 'repurchase agreements' en/of speciale beleningen waarschijnlijk een ruime plaats innemen. Analoog aan de redenering hierboven scoren deze instrumenten niet alleen goed op criterium 1, maar tevens op 2 en 3.

Op de derde plaats lijkt het hanteren van een kasreserve een aantal voordelen te hebben. Door de tekorten die de centrale bank hiermee creëert, roept zij niet alleen de reeds genoemde liquiditeitsbuffer in het leven, maar is tevens effectieve sturing van de geldmarktrente mogelijk met bovengenoemde herfi-

nancieringsfaciliteiten. Hierdoor scoort dit instrument goed op het effectiviteitscriterium.

Men kan zich afvragen of en in hoeverre de tekortcreërende en liquiditeitsbufferfunctie van een kasreserve kan worden overgenomen door de eerder genoemde liquiditeitstitels. Hoewel deze titels in belang toenemen, zal de praktijk dit nog moeten uitwijzen. Voor een beleid dat aangrijpt bij de sturing van de geldmarktrente, is een voldoende groot collectief kasstekort van de banken in het EMU-gebied in elk geval wel noodzakelijk.

Renteloze kasreserve?

Hiervoor bleek dat de Bundesbank een renteloze kasreserve (Mindestreserve) hanteert. Mocht de ECB tot een kasreserve besluiten, dan lijkt het ons niet verstandig om dit instrument in die vorm in te zetten.

Het eerste argument sluit aan bij het effectiviteitscriterium. Een renteloze kasreserve kan leiden tot een lagere creditrente op de monetaire passiva waardoor de disintermediatie toeneemt. Zo kan er een steeds groter geldcircuit ontstaan buiten het bankwezen. Banken zullen voorts produktiefactoren inzetten om de reserveverplichtingen te ontlopen onder meer door het introduceren van nieuwe financiële producten die in feite dezelfde diensten verschaffen. Hiermee ontstaat niet alleen een inefficiënte allocatie, maar krijgen de monetaire autoriteiten juist minder grip op de monetaire expansie.

In de tweede plaats kan een renteloze kasreserve op EMU-niveau leiden tot een ongelijk financieel speelveld (criterium 2). De Bundesbank verleent het Duitse bankwezen namelijk allerlei ondoorzichtige tegenprestaties, waardoor de pijn van de renteloze kasreserve wordt verzacht¹¹. Wanneer nu in andere landen geen of andere tegenprestaties worden verricht, dan leidt dit tot ongelijke concurrentieverhoudingen.

Bovendien zou een renteloze kasreserve leiden tot onnodig hoge kosten voor het bankwezen (criterium 3). Als banken deze impliciete belasting niet kunnen afwentelen door de scherpe concurrentie met niet-bancaire kredietverschaffers, zal hun rentabiliteit verder worden aangetast. Wordt deze belasting ten dele voortgewenteld in de debietarieven, dan zullen de meeste grotere bedrijven wel in toenemende mate kunnen uitwijken naar de kapitaalmarkt (disintermediatie), maar zal het midden- en kleinbedrijf worden geconfronteerd met hogere rentelasten.

9. Zie hieronder en ook W.W. Boonstra, R. Dinkhuijsen en J. De Leeuw, *Bankwezen en Europese integratie – gevolgen van de EMU, Rotterdamse Monetaire Studies*, nr. 4, Wolters-Noordhoff, Groningen, 1993.

10. België wijkt teveel af: zoals gesteld hebben de officiële tarieven daar vooral een symbolische functie. Bepalend zijn de tarieven die worden gehanteerd voor de vereffening van de einddagsaldi.

11. De belangrijkste zijn dat de Bundesbank de kosten van het betalingsverkeer voor haar rekening neemt en dat de banken een vorm van rentesubsidie ontvangen. Zie W.W. Boonstra, op.cit. 1992, blz. 27. Overigens pleit de Federal Reserve Board al jaren voor een rentedragende kasreserve in de VS om de nadelige effecten voor het bankwezen en kredietnemers weg te nemen (zie J. Feinman, *Reserve requirements: history, current practice and potential reform, Federal Reserve Bulletin*, nr. 6, 1992).

Om aan deze bezwaren tegemoet te komen, lijkt het ons verstandiger om een eventuele kasreserve rentedragend te maken. Diverse voordelen komen dan samen. Een marktconforme rentevergoeding neemt het nadeel van disintermediatie en een vermindere effectiviteit weg, terwijl de banken toch behoefte houden aan centrale-bankgeld, zodat nauwkeurige sturing van de geldmarktrente mogelijk blijft. Tevens kan de kasreserve dan in de liquiditeitsbufferfunctie voorzien. Daarbij moet uiteraard wel gelden dat in alle EMU-landen de reservepercentages gelijk zijn, evenals het object van die kasreserve en dat allerlei ondoorzichtige tegenprestaties achterwege blijven¹².

Gevolgen voor het Nederlandse bankwezen

In aansluiting op het voorgaande beoordelen wij de effecten van de harmonisatie van monetaire instrumenten en procedures op het Nederlandse bankwezen. Daarbij zijn vijf effecten direct van belang.

Als eerste zal de harmonisatie en de daarmee gepaard gaande versmelting van de verschillende geld- en kapitaalmarkten leiden tot een nog grotere concurrentie tussen financiële instellingen. Immers: de markt wordt meer liquide, meer doorzichtig en financiële titels worden uiteindelijk genoteerd in één gemeenschappelijke valuta.

Ten tweede is uit het voorgaande duidelijk geworden dat als de ECB straks een kasreserve naar Duits voorbeeld hanteert, dit voor de Nederlandse banken ongunstig zou uitpakken. Zij krijgen dan een extra last op hun schouders, zonder dat daar verzachtende tegenprestaties tegenover staan. Dat betekent een verdere aantasting van de bancaire winstgevendheid vanwege het onnodig dure monetaire instrumentarium.

Een derde effect is de in het kader van de harmonisatie gewijzigde overlegprocedure tussen de banken en de toezichthouder (DNB). Volgens de oude regeling (WTK 1978) had DNB de plicht om met de banken te overleggen over de invoering van een nieuw monetair instrument. De banken konden op deze manier de nadelen van bij voorbeeld de kasreserveregeling aanzienlijk beperken zonder afbreuk te doen aan de effectiviteit¹³. In de in 1993 ingegane nieuwe regeling (WTK 1992) hoeft DNB de banken nog slechts te 'horen'.

Als vierde effect kan worden genoemd de kosten van de harmonisatie van het betalingssysteem. Uiteenlopende nationale betalingssystemen zijn niet alleen kosten-inefficiënt, maar mogen ook een gemeenschappelijk monetair beleid niet belemmeren. Daartoe dienen er arbitragemogelijkheden te zijn, om overal dezelfde prijs voor centrale-bankmiddelen te bewerkstelligen. Deze arbitrage is pas mogelijk als de nationale betalingssystemen de internationale arbitragemogelijkheden niet in de weg staan. Interbancaire middelen zijn dan overdraagbaar over de landsgrenzen heen en kunnen worden benut voor vereffening van saldi op dezelfde dag¹⁴.

Overigens tonen ervaringen in de Verenigde Staten en Duitsland aan, dat een decentraal betalingssysteem een centraal gevoerd monetair beleid niet in de

weg hoeft te staan. In die optiek zouden de bestaande betalingssystemen op onderdelen moeten worden geharmoniseerd. Voorwaarden zijn dat het uiteindelijk geïntegreerde betalingssysteem kostenefficiënt uitpakt en er geen nationale verschillen resterend in de mate waarin deze kosten ten laste van de banken komen.

Het vijfde effect betreft de rentestructuur. Omdat de ECB in het begin van de derde fase nog niet de anti-inflatie reputatie van de Bundesbank geniet, zal zij zich wellicht willen bewijzen door bij inflatiedreiging de monetaire rem extra in te trappen. Eén en ander kan bijdragen aan een inverse(re) rentestructuur, hetgeen nadelig kan uitwerken op de bancaire rentemarges.

In het begin van fase drie, en deels in fase twee, zal het bankwezen met deze nadelige effecten te maken krijgen. Een voordeel daarbij is dat de Nederlandse banken over een goede financiële uitgangspositie beschikken die zich, mede door de ingezette strategieën van kostenreductie en kwaliteitsverbetering, zal vertalen in lage fundingkosten. Op de langere termijn zal echter een efficiënte, stabiele monetaire omgeving ontstaan, waarvan ook Nederlandse banken kunnen profiteren.

Conclusies

Wil de ECB op effectieve wijze de geldmarktrente kunnen sturen, dan zal zij de banken allereerst in een tekortsituatie moeten manoeuvreren. Een rentedragende kasreserve kan hierin voorzien en roept daarbij minder economische bezwaren op dan de Duitse Mindestreserve. Wij sluiten daarbij niet uit dat liquiditeitstitels deze functie van de kasreserve (gedeeltelijk) zullen overnemen. Verder zal de ECB de banken basisfinancieringsfaciliteiten moeten verschaffen tegen officiële tarieven waar een grote signaalwerking van uit gaat. Een soort Lombard- en discountfaciliteit scoort daarbij goed op de geformuleerde criteria. Voor de 'fine tuning' zal de ECB verder moeten beschikken over aanvullende financieringsinstrumenten als speciale beleningen en valutaswaps.

De effecten van de harmonisatie van het monetaire instrumentarium hebben op korte termijn een nadelige invloed op het Nederlandse bankwezen. Op de langere termijn zal echter in de EMU een stabiele monetaire omgeving ontstaan, waarvan ook het Nederlandse bankwezen kan profiteren.

**H. Schong
D. van der Wal**

12. Bij deze uitwerking van het instrumentarium speelt de automatische remwegfunctie van de kasreserve geen rol. Bij een hoeveelheidsbeleid wordt deze juist beoogd. Het is de vraag of de ECB hiervoor zal kiezen, gegeven de brede ervaring met geldmarktrente-sturende instrumenten.

13. Zie ook: Boonstra (e.a.), op.cit. 1993, blz. 59.

14. Zie ook C. Monticelli en J. Viñals, *European monetary policy in stage three: what are the issues?*, CEPR Occasional Paper no. 12, 1993.