

Het ultimo-effect 1992

Aan de hand van de jaarlijkse terugkerende verandering in de rentestructuur op de geldmarkt en de ontwikkeling van de geldboeveelheid rond het jaareinde spreken de auteurs hun verwachting uit over het ultimo-effect 1992.

Het jaarultimo-effect wordt toegeschreven aan de wens van banken en bedrijven tot het oppoetsen van hun balans ('window dressing')¹. Door vlak voor de jaarultimo te lenen, kunnen bedrijven meer liquide middelen op de balans laten zien. De banken die deze gelden verschaffen, verkrijgen door deze extra kredietverlening een hoger balanstotaal. De solvabiliteitsratio's worden daardoor in negatieve zin beïnvloed. Naarmate de solvabiliteitsratio's verder onder druk komen, stellen de banken zich terughoudender op bij de kredietverlening. De rente neemt aldus toe, met name voor de kortere looptijden.

Begin november begint het jaarultimo zich af te tekenen. De tweemaandsdeposito's, die net over de jaarultimo heen vallen, worden duurder en noteren hoger dan de maands- en driemaandsdeposito's. Aldus ontstaat een 'dakje' in de rentestructuur. Het dakje verschuift met het verstrijken van de tijd naar de kortere looptijden en verdwijnt na de jaarultimo.

Soms wordt het ultimo-effect verholud door een verandering van het monetaire beleid. Zo was in 1988 het jaarultimo-effect in de D-markrente niet goed zichtbaar vanwege een verhoging van de geldmarktrente door de Bundesbank². Het lijkt daarom zinvol om de jaarultimo niet zozeer te definiëren als een stijging van de

korte rente maar als een tijdelijke verandering van de rentestructuur op de geldmarkt. Dit kan bijvoorbeeld gedaan worden door het renteverval tussen de maands- en driemaandsdeposito's te nemen.

Dit renteverval is voor de dollar, de mark, de yen en de gulden berekend op basis van de weekgemiddelden van de middenkoersen op de Eurovalutamarkt. Vervolgens werd het verloop van deze maatstaf gemiddeld over de jaren 1986 tot 1992. Het jaar 1987 werd buiten beschouwing gelaten omdat de centrale banken in dat jaar het monetaire beleid zeer agressief verruimden met het oog op de beurskrach. Het normale jaarultimopatroom werd daardoor verstoord. In figuur 1 zijn de resultaten weergegeven. Getuige de figuur is de rentestructuur op de geldmarkt voor en op de jaarultimo kortstondig omgekeerd. Dit geldt voor zowel de dollar, de yen, de D-mark als de gulden. Tevens blijkt uit de figuur dat het jaarultimo-effect het sterkst is in de laatste drie weken voor de ultimo. Het ultimo-effect was de afgelopen jaren het meest geprononceerd in de dollarrente, gevolgd door yen- en D-markrentes. Gemiddeld daalde het genoemde rente-ecart in de dollar van +10 tot -30 basispunten. Gegeven het bijna volkomen karakter van de concurrentie op de geldmarkt zijn dit vrij forse veranderingen van de rentestructuur. Banken met een goede solvabiliteit kunnen dus rond de jaarultimo verdienen aan de termijntransformatie. Ten slotte blijkt dat het ultimo-effect in de guldenrente aanzienlijk zwakker was³.

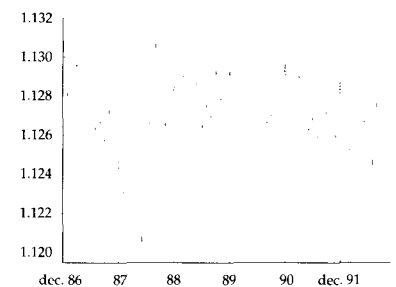
Nederland

Het feit dat het jaarultimo-effect in Nederland wat zwakker is dan in de overige landen suggereert ofwel dat 'window dressing' bij het Nederlandse bedrijfsleven een minder grote rol speelt dan in het buitenland ofwel dat de Nederlandse banken, gezien de relatief goede vermogenspositie,

zonder veel problemen de extra kredieten rond de jaarultimo kunnen verstrekken waardoor het rente-opdrijvende effect in Nederland kleiner is.

Ook de zwakte van de gulden tegenover de D-mark rond de ultimo is in overeenstemming met de veronderstelling dat het Nederlandse jaarultimo-effect ten minste gedeeltelijk geïmporteerd wordt. Uit figuur 2 blijkt dat, met uitzondering van 1987 en 1988, de gulden ieder jaar rond de ultimo zwak is geweest. Normaal gesproken leidt de stijging van de korte tarieven in Duitsland tot een verzwakking van de Nederlandse gulden. Vervolgens stuurt DNB de rente omhoog door middel van een krappe toewijzing op de speciale beleningen en/of een verhoging van de speciale beleningstarieven.

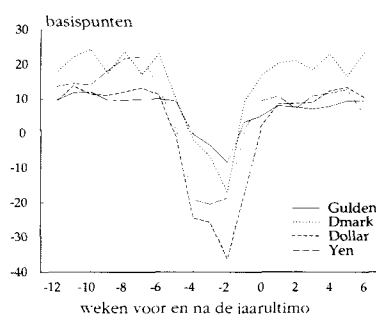
Figuur 2. Gulden/D-markkoers, maandultimo's



Volume-effecten

Het jaarultimo-effect heeft niet alleen betrekking op rentemutaties, maar ook op kredietverlening, die tot uiting komt in de groei van de monetaire aggregaten. In figuur 3 worden deze voor de VS, Japan en Duitsland weergegeven. (De groeicijfers geven de over de jaren 1986 tot 1992 gemiddelde maandelijkse muta-

Figuur 1. Rente-ecart tussen één- en driemaands Eurodeposito's

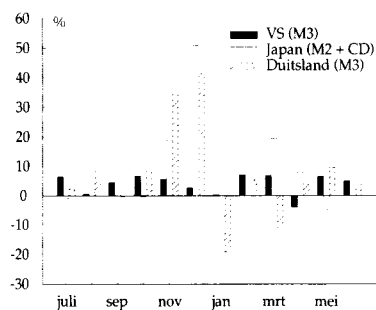


1. Zie J. Heuvelman, Het ultimo-effect, *ESB*, 14 augustus 1991, blz. 826-828.

2. De Bundesbank maakte toen gebruik van het feit dat de rentetarieven rond de ultimo iets plagen te stijgen. De officiële tarieven werden aangepast aan de door het ultimo-effect gestegen renten. Aldus vond de gebruikelijke daling van de tarieven na de ultimo nauwelijks plaats.

3. Merk overigens op dat uit de figuur blijkt dat de rentestructuur op de geldmarkt in Nederland grosso modo een vlakker verloop kende dan in Duitsland. Over het algemeen had de gulden een steuntje in de rug nodig om binnen de door DNB gewenste bandbreedte ten opzichte van de D-mark te blijven. Deze situatie lijkt nu ten einde: de Nederlandse geldmarktrente heeft een groot deel van 1992 onder de Duitse gelegen.

Figuur 3. Groei van de geldhoeveelheid per maand, gem. over 1986-'92



ties in de geldhoeveelheid, opgehoogd naar jaarbasis.)

De Amerikaanse geldhoeveelheid laat vrijwel geen ultimo-effect zien. In Duitsland daarentegen, neemt de geldhoeveelheid in de laatste maanden van het jaar sterk toe⁴. Na de jaarultimo daalt M3 weer door het afwikkelen van de ultimotransacties⁵. Het gaat hier om een effect dat vele malen sterker is dan het 'Kerst-effect' op de chartale geldhoeveelheid. Het sterke effect in Japan is opvallend omdat er voor Japanse bedrijven, die immers op 31 maart de boeken sluiten, nauwelijks reden is tot balansverlenging. Het jaarultimo-effect wordt derhalve voornamelijk door de banken veroorzaakt doordat deze uitzetten op de Euromarkt. Ook lijkt in Japan een duidelijk kwartaalultimo-effect waarneembaar. Blijkbaar worden in Japan ook de kwartaalbalansen opgepoetst.

De internationale dynamiek

Het jaarultimo-effect kan worden verklaard op basis van vraag en aanbod. De vraag van bedrijven naar korte middelen stijgt. Het aanbod wordt bepaald door de solvabiliteitspositie van de banken. Tevens is deze solvabiliteitspositie van invloed op de rentevergoeding die de banken zullen eisen voor de marginale kredietverlening rond de ultimo. Is de solvabiliteitspositie van de banken goed dan resulteert een groot volume-effect en een gematigd rente-effect. Indien er echter een grote discrepantie bestaat tussen de vraag naar kort krediet bij het bedrijfsleven enerzijds en de bereidheid bij het bankwezen om krediet te verlenen anderzijds, dan stijgt de rente sterk. Dit vormt een verklaring voor het relatief grote rente- maar kleine volume-effect in Amerika. Ook zal er bij een discrepantie tussen vraag en aanbod op de binnenlandse geldmarkt een uitweg gezocht worden op de internationale valutamarkt

(Euromarkt). Kredieten die hier worden verleend, worden echter niet gerekend tot de binnenlandse geldmassa. Het ultimo-effect in de VS in M3 is derhalve beperkt.

In Duitsland was sprake van een groot volume-effect en een klein rente-effect in vergelijking met de VS. Een teken dat de solvabiliteitspositie minder knelt in Duitsland. Bovendien blijkt dat de Duitse banken ook op de Euromarkt uitzetten voor de ultimo. Getuige de statistieken vindt er een sterke kapitaaluitvoer plaats naar buitenlandse banken (tabel). Het betreft een interbancaire kredietverlening aan banken op de Eurogeldmarkt (met name aan de buitenlandse dochters van Duitse banken). Via de Eurogeldmarkt worden de gelden doorgesluist naar de vragende (veelal Amerikaanse) bedrijven. Na de jaarultimo volgt een omgekeerde stroom. Dit is in overeenstemming met de veronderstelling dat Duitse banken rond de jaarultimo via de Euromarkt kortstondig krediet verlenen aan Amerikaanse bedrijven.

Tabel. Kort kap.verkeer tussen Duitse en buitenlandse banken, DM mrd

	1990/'91	1991/'92
December	-14,8 ^a	-16,1
Januari	+9,4	+16,6

a: "-" betekent kapitaaluitvoer.
Bron: *Monatsberichte der Deutschen Bundesbank*.

Jaarultimo-effect 1992

Wat mogen we dit jaar verwachten? Geconstateerd kan worden dat de vermogenspositie van het Amerikaanse bankwezen iets is verbeterd. Door het ruime monetaire beleid van de Fed hebben de banken hogere rentemarges kunnen realiseren waardoor de winsten zijn toegenomen. Hoewel de solvabiliteit nog steeds een bron van zorg is, zal het Amerikaanse bankwezen door de verbeterde solvabiliteit dit jaar waarschijnlijk meer ruimte zien tot (tijdelijke) kredietverlening. Het uitwijk-effect naar de D-mark zal derhalve wat minder zijn. Toch zal er op de Duitse markt (vooral uit binnenlandse bron) een vraag naar jaarultimomiddelen zijn. Het is echter de verwachting dat dit volume-effect gedeeltelijk door de Bundesbank zal worden gefacilieerd, ten einde een opwaartse druk op de markttarieven te voorkomen. Gegeven de situatie in het wisselkoersme-

chanisme en het nationale en internationale conjuncturele perspectief lijkt een oplopen van de geldmarkttarieven (en een sterkere positie van de D-mark) immers niet gewenst. De verwachting is derhalve gerechtvaardigd dat de Bundesbank dit jaar bereid zal zijn de vraag naar jaarultimomiddelen deels te honoreren door ruimer toe te wijzen op speciale beleeningen. Dit kan ertoe leiden dat de geldhoeveelheid dit jaar in het vierde kwartaal nog meer zal stijgen dan gebruikelijk is. Dit kan de Bundesbank echter onder de huidige omstandigheden van pas komen: het wordt daarmee makkelijker om volgend jaar een redelijke groeinorm te realiseren aangezien de geldgroei wordt gemeten ten opzichte van de stand in het vierde kwartaal⁶. Na de jaarultimo zullen middelen weer vrijvallen. Dit leidt in beginsel tot neerwaartse druk op de geldmarkttarieven. Dit is een mooi moment voor de Bundesbank om een verlaging van de officiële tarieven (in eerste instantie de Lombardrente) door te voeren. De Bundesbank kan zich dan beroepen op het grote verschil tussen de korte rente en het Lombardtarief. Aldus worden de officiële tarieven aangepast aan de markttarieven.

Pim Poppe
Jan Harmen Witzenburg

De auteurs zijn werkzaam bij het Economisch Bureau van de ING Bank. Het artikel werd op persoonlijke titel geschreven.

4. In juli 1990 vond de Duitse monetaire hereniging plaats waardoor een reeksbreuk optrad in M3. De groeivoet van de geldhoeveelheid in die maand is op 0% gesteld.

5. Een deel van de stijging van de geldhoeveelheid kan worden toegeschreven aan winstrepatriëring. Dit deel wordt na de jaarultimo niet afgewikkeld.

6. Ook het feit dat de valutamarktinterventies gedeeltelijk in het vierde kwartaal neerslaan, betekent een relatief hoge stand van de geldhoeveelheid in dat kwartaal.