

## Het ultimo-effect

*Banken zijn minder waarde gaan hechten aan balansverlenging en zich meer gaan richten op het tonen van een goede solvabiliteit. Hierdoor is het fenomeen dat de geldmarktrentes tegen het einde van het jaar hoger liggen dan normaal van karakter veranderd.*

Een in professionele kringen veel besproken verschijnsel is het tegen het einde van het jaar oplopen van de geldmarktrentes op de internationale financiële markten. In dit artikel zal op het zogenaamde ultimo-effect worden ingegaan. Allereerst wordt geïllustreerd dat zich over een reeks van jaren inderdaad een rentestijging tegen het eind van het jaar heeft voorgedaan. Daarna wordt aandacht besteed aan de factoren die ten grondslag kunnen liggen aan het ultimo-effect. Ten slotte worden enige implicaties van het ultimo-effect voor de valutamarkt behandeld.

### Illustratie ultimo-effect

In het navolgende wordt het ultimo-effect op de geldmarktrentes geïllustreerd aan de hand van de tarieven op eenmaands-Eurodeposito's in de interbancaire markt. Het ultimo-effect heeft betrekking op middelen (geld) die men op de jaarultimo in zijn bezit heeft. Omdat er ook andere invloeden op de rentes van kracht kunnen zijn, is het in afzonderlijke jaren niet altijd mogelijk een duidelijke rentestijging in december vast te stellen. Daarom is in tabel 1 gekozen voor een presentatie op basis van gemiddelde rentestanden over de periode 1975-1990, waarbij de rente in december vergeleken wordt met die in de omliggende maanden. Voor alle vier onderscheiden geldmarkten zien we dat in de beschouwde periode de rente in december duidelijk hoger was dan in de maanden

november en januari. De omvang van het ultimo-effect kan worden benaderd door het verschil tussen de decemberrentes enerzijds en het gemiddelde van de november- en januari-rentes anderzijds. Dit levert de in de onderste regel van tabel 1 weergegeven resultaten. Het is opvallend hoe weinig het benaderde ultimo-effect voor de vier beschouwde valuta's uiteenloopt.

### Verklaringen

Een belangrijke verklaring voor het optreden van het ultimo-effect is het zogenaamde 'window dressing'. Banken willen op een publikatiedatum een balans presenteren die er zo goed mogelijk uitziet. Tot voor enkele jaren wilde dit in vele gevallen zeggen een balans die een zo groot mogelijke groei weerspiegelde. Daartoe proberen de banken extra middelen aan te trekken, hetgeen de prijs (rente) opdrijft. Bedacht dient te worden dat bij voorbeeld een Amerikaanse bank dit niet alleen kan door het aantrekken van dollars maar evengoed via marken- of yentegoeden. Met andere woorden, het effect op de rente van een bepaalde valuta zal niet alleen worden bepaald door het gedrag van banken van het desbetreffende land, maar ook door dat van buitenlandse banken. Dit zal met name gelden voor sterk internationaal verhandelde valuta's als de dollar, mark en yen. Behalve banken zijn er ook grote bedrijven die streven naar balansverlenging op de jaar-

ultimo. Daartoe lenen ze kortlopend geld van banken of rechtstreeks in de geldmarkt, waardoor de prijs van deze middelen nog eens extra zal stijgen.

De reden voor window dressing is vooral het proberen indruk te maken op (potentiële) geldverschaffers. Banken kunnen dit doen door middel van een zo hoog mogelijke positie op de ranglijsten. Deze lijsten worden regelmatig gepubliceerd door financiële tijdschriften (bij voorbeeld *Business Week* en *Institutional Investor*) en geven een rangorde weer van banken, onder andere op basis van de balansgrootte. De balans die daarbij in het algemeen de meeste aandacht krijgt is die aan het einde van het boekjaar. Daarnaast trekken ook de kwartaalbalansen de aandacht, zij het in mindere mate. Behalve via hun positie op de ranglijsten proberen de banken (en bedrijven) uiteraard ook een zo gunstig mogelijke indruk te maken in hun jaarverslagen. Analyses van deze verslagen vormen vaak mede de grondslag voor beslissingen omtrent het al dan niet aangaan van (financiële) relaties.

Een andere factor die de geldmarkt-tarieven aan het eind van het jaar beïnvloedt, is de teruglopende marktliquiditeit. Financiële instellingen sluiten de boeken en zijn niet meer bereid om vlak voor 'sluittingstijd' nog posities in te nemen. Bovendien nemen veel handelaren op de geldmarkten in de periode rond Kerst en Nieuwjaar een paar dagen vrij. Door de geringe marktliquiditeit die daardoor tegen het einde van het jaar ontstaat, kunnen bepaalde marktperfectionen niet meer worden weggearbitreerd met als gevolg dat zich heftige fluctuaties in de tarieven voor (zeer) korte looptijden kunnen voordoen.

### Invloed solvabiliteitseisen

De cijfers voor de periode 1975-1990 lijken de stelling, dat tegen het eind van het jaar gevochten wordt om kortlopende middelen, te bevestigen. Wie de laatste jaren zaken heeft gedaan op de Eurodepositomarkt zal echter hebben gemerkt dat met name Westeuropese banken (Nederlandse, Duitse, Zwitserse) regelmatig melding maken van balansrestricties waardoor ze juist geen deposito's willen aantrekken. Dit zou kunnen worden verklaard door de in de loop van de jaren tachtig onder invloed van het verscherpte solvabiliteitstoezicht toegenomen aandacht voor kapitaalratio's, en voor het ren-

**Tabel 1. Gemiddelde rente op eenmaands-Eurodeposito's en het ultimo-effect van november 1975 tot januari 1991 (in procentpunten)**

	\$	DM	Yen <sup>a</sup>	f
November	9,08	5,86	5,94	7,14
December	9,64	6,26	6,29	7,48
Januari	9,17	5,78	5,72	6,94
Ultimo-effect	0,51	0,44	0,46	0,44

a. Gemiddeld over de periode november '78 - januari '91.

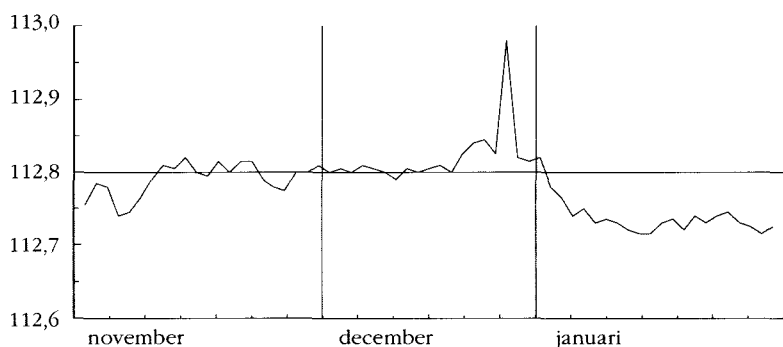
dement op de aanwezige activa (ook van de winstgevendheid van banken bestaan ranglijsten).

Naarmate aan solvabiliteit meer belang wordt gehecht zal de geneigdheid van banken tot balansverlening afnemen, evenals de bereidheid om die van bedrijven te financieren. Ook de toegenomen aandacht voor het rendement zal er toe leiden dat men minder is geïnteresseerd in het aantrekken van (dure!) deposito's ten einde de balans op te poetsen. Recentelijk heeft zich vermoedelijk zelfs een omgekeerde beweging voorgedaan. Banken proberen activa

af te stoten, ten einde op een bepaalde peildatum (bij voorbeeld jaarultimo) een zo goed mogelijk solvabiliteitsratio te kunnen laten zien.

Enerzijds betekent dit dat hun debiteuren zich elders moeten financieren, met een opwaartse druk op de rente als gevolg, anderzijds reduceert dit ook hun vraag naar deposito's, hetgeen op zich een neerwaarts effect op de depositotarieven zal hebben. Al met al resulteert uit dit 'omgekeerde window dressing' een geringere liquiditeit van de interbankaire markt, met grotere fluctuaties in de rente als gevolg. Tabel 2 geeft het benaderde ultimo-effect weer voor twee deelperiodes. Het blijkt dat behalve voor de dollar, het ultimo-effect in de meer recente periode gemiddeld zwakker is geweest dan in de eerste periode. Het is zelfs opvallend hoe sterk de terugval is in de guldenrente. Dit zou er op kunnen duiden dat Nederlandse banken (en bedrijven) in de tweede helft van de jaren tachtig niet of nauwelijks aan window dressing hebben gedaan. Grote Amerikaanse en Japanse banken, die dat wel hebben gedaan, trekken vooral dollars, marken en yen aan, maar vermoedelijk in verband met de veel kleinere marktomvang en daarmee verband houdende geringere liquiditeit, in mindere mate gulden. Voor zover zich nog wel een opwaartse druk op de guldenrentes tegen het einde van het jaar heeft voorgedaan, lijkt dit niet zozeer een markt bepaalde rentestijging te zijn als wel veeleer

**Figuur 1. Duitse mark-guldenkoers november 1990-januari 1991**



een door het wisselkoersbeleid geïnduceerde verhoging van de tarieven.

### **Gevolgen voor de valutamarkt**

De geldmarktrenten, of liever het verschil tussen de geldmarktrenten voor diverse valuta's, zijn een belangrijke determinant van de wisselkoersen. Voor zover het ultimo-effect niet op alle geldmarkten even sterk is, zou dit dus invloed kunnen hebben op de wisselkoersen. Een koers die in belangrijke mate door het geldmarkrente-ecart wordt bepaald is de voor Nederland zo belangrijke wisselkoers tussen de Duitse mark en de gulden. Uit tabel 2 bleek dat het ultimo-effect op de guldenrente de laatste 8 jaar gemiddeld zo'n 0,2 procentpunt lager was dan op de markrente, hetgeen ceteris paribus zou impliceren dat de gulden aan het eind van het jaar onder druk komt vis-à-vis de mark. Dit heeft zich in de tweede helft van de jaren tachtig inderdaad regelmatig voorgedaan, waarbij de Nederlandsche Bank door middel van renteverhogingen en/of interventies de gulden heeft moeten ondersteunen. Dit gebeurde steeds achteraf, dat wil zeggen als de druk op de gulden reeds een feit was. In feite betekent dit dat het ultimo-effect op de guldenrente mede door het wisselkoersbeleid veroorzaakt werd.

Via dit beleid hebben wij het ultimo-effect als het ware geïmporteerd. In 1990 heeft de Nederlandsche Bank, ondanks het zeer sterke ultimo-effect op de Duitse geldmarkttarieven,

een verzwakking van de gulden tegenover de mark grotendeels weten te voorkomen door middel van een preventief rentebeleid. Zodra duidelijk werd dat zich een significant eindejaarseffect op de Duitse geldmarkt zou voordoen, heeft de Bank het tarief op de speciale beleningen in een aantal stappen verhoogd van 8,0% begin november tot 8,9% medio december. Toen echter op 27 december, de laatste dag waarop nog ultimogelden werden verhandeld, de rentes op 'ultimomarken' sterk stegen, kwam de gulden alsnog onder druk en noteerde de mark flink hoger (f 112,98). Uit figuur 1 blijkt dat het hier slechts een eenmalige uitschieter betrof: de volgende dag was de DM/f-koers weer terug op z'n oude niveau (circa f 112,83).

Het heeft weinig zin voor de Bank om zo'n, puur technisch bepaalde, uitschieter in de DM/f-koers tegen te gaan. Technisch bepaald, omdat het plotseling sterk vergrote ecart tussen de Duitse en Nederlandse dagrentes een dergelijk verhoogde evenwichtskoers impliceert.

Als de Bank dan zou proberen de koers op z'n oude niveau te houden, betekent dit grootschalige interventies en/of een scherpe renteverhoging. Dergelijke draconische maatregelen zijn ongewenst, gezien het kortstondige en technische karakter van de verzwakking van de gulden. Lijkt het enerzijds niet zinvol om in het geval van specifieke puur technische oorzaken te proberen de koers van de gulden vast te houden, anderzijds zal de Bank natuurlijk wel ingrijpen indien de koers zou dreigen door te schieten. Met andere woorden, indien de DM-koers verder dreigt op te lopen dan spoort met de technisch bepaalde opwaartse druk. Het beleid van de Bank blijft immers onveranderd gericht op een stabiele koers van de gulden vis-à-vis de Duitse mark.

**Tabel 2. Ultimo-effect in 1975-1982 en 1983-1990, op eenmaands-Euro-deposito's**

	\$	DM	Yen <sup>a</sup>	f
1975-1982	0,50	0,54	0,53	0,74
1983-1990	0,51	0,35	0,41	0,15

a. Eerste deelperiode 1978-1982.

## **Slotopmerkingen**

Analyse van rentegegevens over de periode sinds 1975 wijst er op dat gemiddeld genomen de geldmarktrentes in december hoger zijn dan in de omliggende maanden. De oorzaak hiervoor moet aanvankelijk worden gezocht in de wens van banken en ook grote bedrijven om op de jaarultimo een zo groot mogelijke balans te kunnen presenteren. In de loop van de jaren '80 lijkt onder invloed van het verscherpte solvabiliteitstoezicht de aandacht voor balansverlenging te verminderen ten gunste van de belangstelling voor kapitaalratio's. Voor zover dit leidt tot het afstoten van activa heeft dit een vermindering van de marktliquiditeit en grotere rentefluctuaties tot gevolg. Per saldo is het ultimo-effect in de tweede helft van de jaren tachtig kleiner geweest dan daarvoor.

Doordat het ultimo-effect niet altijd even groot is op de verschillende geldmarkten kan dit van invloed zijn op wisselkoersen. De gulden is in de jaren tachtig regelmatig tegen het eind van het jaar geleidelijk onder druk gekomen vis-à-vis de mark. Vorig jaar heeft de Bank dit weten te voorkomen door een preventief rentebeleid. Wel was er op de laatste dag waarop nog ultimogelden konden worden verhandeld een plotse stijging van de DM-koers.

## **Jos Heuvelman**

De auteur is werkzaam bij de afdeling Buitenland van de Nederlandsche Bank. Hij schreef dit artikel op persoonlijke titel.