



Veranderingen in het monetair instrumentarium

Auteur(s):

Klaaijsen, E.
Werkzaam bij de Stafgroep Economisch Onderzoek van Rabobank Nederland.

Verschenen in:

ESB, 82e jaargang, nr. 4115, pagina 588, 31 juli 1997

Rubriek:**Trefwoord(en):**

monetaire, economie

Waaruit bestaat het Nederlandse monetair instrumentarium, waartoe dient het, en wat is er op 23 mei veranderd?

Op 23 mei is een aantal veranderingen doorgevoerd in het Nederlandse monetair instrumentarium. Hiermee loopt DNB vooruit op de EMU¹. Door nu reeds het Nederlandse monetaire gereedschap aan te passen, kunnen de banken in ons land al ervaring hiermee opdoen. In dit artikel wordt ingegaan op de werking van het huidige en toekomstige monetair instrumentarium².

De functie van monetaire instrumenten

Met het monetair instrumentarium creëert DNB een kunstmatig geldmarkttekort, waardoor de banken afhankelijk blijven van de kredietverlening door de centrale bank. Door de tariefstelling van deze kredietverlening kan DNB de geldmarktrente sturen. De rente op de geldmarkt heeft weer effect op de verhouding tussen vraag naar en aanbod van gulden (en Duitse marken) en daarmee op de wisselkoers van de gulden tegenover de Duitse munt.

Dit mechanisme moet uiteindelijk leiden tot prijsstabiliteit, de ultieme doelstelling van het monetaire beleid. De geldmarktrente vormt de operationele doelstelling van het monetaire beleid; de doelvariabele waar het beleid in eerste instantie aangrijpt. De wisselkoersdoelstelling vormt een tussenstation, de intermediaire doelvariabele, die dicht onder de directe invloedssfeer van de centrale bank staat. DNB heeft voor wisselkoersstabiliteit gekozen, omdat de buitenlandse prijsontwikkeling voor een kleine en open economie als Nederland in belangrijke mate bepalend is voor de binnenlandse prijsontwikkeling. Door de koppeling van de gulden aan de munt van onze Oosterburen, die een uitstekende reputatie hebben opgebouwd bij de inflatiebestrijding, wordt als het ware de geloofwaardigheid van het Duitse monetaire beleid en daarmee de lage inflatie en lage rente uit Duitsland geïmporteerd. Daarnaast speelt bij het streven naar een stabiele gulden/DM-koers een belangrijke rol, dat Duitsland de belangrijkste handelspartner is van Nederland.

Het instrumentarium

Het huidige Nederlandse monetaire instrumentarium bestaat uit verplichte kasreserves, permanente faciliteiten en openmarktoperaties [tabel 1](#). Door middel van de kasreserveplicht creëert DNB een kunstmatig geldmarkttekort om daarna, met behulp van de herfinancieringsfaciliteiten (de permanente faciliteiten en sommige openmarktoperaties), de korte rente - en daarmee de wisselkoers tegenover de Duitse mark - te sturen. Hierna wordt uiteengezet, hoe de huidige instrumenten werken en wat er is veranderd.

Tabel 1. Het Nederlandse monetair instrumentarium op weg naar de EMU

Tot 23 mei 1997

Kasreserves

vaste omvang

looptijd: 7 à 15 dagen

Permanente faciliteiten

voorschotten: gemiddelde debetstand per dag gedurende driemaandsperiode

Openmarktoperaties

speciale beleningen: variabele looptijd, meestal 2 tot 7 dagen

uitgifte van schuld papier (NBC's)

valutatransacties, additionele speciale beleningen, daggeldinterventies

Vanaf 23 mei 1997

Kasreserves

gemiddelde omvang

looptijd: 4 weken

Permanente faciliteiten

vaste voorschotten: lengte van voorschotperiode 1 jaar, looptijd van

vaste voorschotten minimaal 1 maand en maximaal 3 maanden

marginale voorschotten

Openmarktoperaties

speciale beleningen: looptijd 1 week, gaandeweg standaardisatie naar

2 weken, met wekelijkse uitgiftefrequentie
uitgifte van schuldpapier (NBC's)
valutatransacties, additionele speciale beleningen, daggeldinterventies

Vanaf 1 januari 1999 (EMU)

Kasreserves

gemiddelde omvang

looptijd: 1 maand

Permanente faciliteiten

marginale voorschotten

deposito's

de tarieven van deze faciliteiten vormen een rentecorridor

Openmarktoperaties

repo's (qua techniek vergelijkbaar met speciale beleningen): looptijd

2 weken met wekelijkse uitgiftefrequentie

uitgifte van schuldpapier

valutatransacties, additionele repo's, daggeldinterventies

langlopende repo's: looptijd 3 maanden en maandelijks uitgiftefrequentie

directe aan- en verkopen van schuldtitels ('outright'-transacties)

Geldmarktkasreserves

Banken dienen een bepaald percentage van hun passiva als deposito bij DNB aan te houden. Hiermee wordt een tekort op de geldmarkt gecreëerd. Om kredieten te kunnen verlenen, moeten banken vervolgens zelf geld lenen bij DNB, zodat de centrale bank met kredietvoorwaarden de rente kan sturen.

Banken moesten gedurende een bepaalde periode dagelijks een vast bedrag bij DNB aanhouden. De looptijd en omvang van de kasreserve werden elke periode (dit varieerde van 7 tot 16 dagen) opnieuw vastgesteld afhankelijk van het geldmarktsaldo. Over de kasreserves vergoedt de centrale bank een bijna-marktconforme rente.

In tegenstelling tot enkele andere Europese landen kende de kasreserveregeling in Nederland geen zogenoemde middelingsmogelijkheid. Bij middeling gelden de reservevereisten als een gemiddelde over een vaste periode, waarbij dagelijkse over- of onderschrijdingen mogelijk zijn, mits ze maar gecompenseerd worden op andere dagen.

Met de recente veranderingen is die middelingsmogelijkheid er wel gekomen. Vanaf 23 mei is de kasreserve gedefinieerd als een gemiddelde verplichting over een vaste periode van vier weken. Gevolg is dat DNB de omvang en periode van de kasreserve niet meer kan afstemmen op de ontwikkelingen in de geldmarktruimte. Dit betekent dat DNB nog slechts met één instrument, de speciale beleningen, actief de fluctuaties op de geldmarkt op kan vangen ³.

Permanente faciliteiten

Creëert DNB met de kasreserves een tekort op de geldmarkt, met de permanente faciliteiten verschaft zij middelen aan de banken zodat zij geld kunnen uitlenen.

Met de voorschotregeling bepaalt DNB de omvang van het bedrag dat de banken rood mogen staan tegen de voorschotrente. Dit bedrag, dat wordt aangeduid als het contingent of het toelaatbaar beroep, betrof een dagelijks gemiddelde over een periode van drie maanden. In het 'oude' instrumentarium bestond dus, anders dan bij de kasreserve, wel een middelingsmogelijkheid.

Nu de middelingsmogelijkheid in het nieuwe systeem naar de 'andere kant van de balans' is verschoven, namelijk naar de kasreserveregeling, is de belangrijkste functie van de huidige voorschotfaciliteit verloren gegaan. Niettemin heeft DNB deze faciliteit nog gehandhaafd op het bestaande niveau van ca. 4 mrd, omdat de mogelijkheid nog openstaat dat deze basiskredietfaciliteit deel zal uitmaken van het monetaire gereedschap van de toekomstige Europese Centrale Bank. Om te zorgen dat geldmarktfluctuaties via de middelingsvoorziening in de kasreserve worden opgevangen, is de looptijd van de voorschotten verlengd tot minimaal één maand.

Tegelijkertijd is er een nieuwe 'marginale voorschotfaciliteit', vergelijkbaar met de Duitse Lombard-faciliteit, gekomen. Want hoewel de nieuwe kasreserveregeling een middelingsmogelijkheid kent, mogen banken niet 'rood' staan op de kasreserverekening. Bij een debetpositie aan het einde van de dag zal DNB de kasreserverekeningen automatisch tot nul aanzuiveren. Banken moeten dan een beroep doen op de marginale-voorschotfaciliteit. Het tarief hiervan, de marginale-voorschotrente, vormt het plafond voor de marktrente en ligt nu 2%-punt boven de voorschotrente. DNB houdt echter de mogelijkheid om, bijvoorbeeld in verband met de positie van de wisselkoers, de rente nog sneller te laten toenemen door het gebruik van de faciliteit op te schorten.

Wanneer een bank niet aan haar kasreserveverplichting voldoet, zal DNB over het bedrag van de onderschijding een strafrente opleggen gelijk aan het marginale-voorschottarief plus 3%-punt.

Openmarktoperaties

Naast de inzet van de kasreserveregeling en de permanente faciliteiten kan DNB op eigen initiatief openmarktoperaties uitvoeren, als zij de rente en liquiditeitsverhoudingen nauwkeuriger wil sturen. Openmarktoperaties kunnen permanent in gebruik zijn, maar hun omvang en/of prijs zijn op korte termijn variabel ⁴.

Het belangrijkste openmarktinstrument betreft de speciale beleningen. Dit zijn kredieten die worden verstrekt tegen onderpand van waardepapier en een vast rentepercentage (de speciale-belengingsrente). In het 'oude' instrumentarium was de looptijd variabel (meestal 2

tot 7 dagen), thans is dat veranderd in een vaste looptijd van een week.

Een andere vorm van openmarkt-operaties betreft de maandelijkse uitgifte van Nederlandsche Bank Certificaten (NBC's). Dit zijn waardepapieren met een looptijd van zes maanden en een marktconforme rentevergoeding. DNB geeft deze geldmarktpapieren uit sinds maart 1994, toen er een permanent groter overschot op de geldmarkt was ontstaan na de massale valuta-interventies tijdens de EMS-crisis in 1992 en 1993. Aanvankelijk vergrootte DNB de kasreserves, maar dit was voor de banken onvoordelig. DNB is daarom overgegaan tot een marktconforme afroaming van het structurele deel van het geldmarktoverschot via uitgifte van NBC's die een hogere rentevergoeding kennen. Bovendien kunnen banken de NBC's verhandelen, en zo het structurele geldmarktoverschot onderling herverdelen. Hierin zijn geen wijzigingen opgetreden.

Naast de speciale beleningen en NBC's kan DNB de geldmarkt beïnvloeden via valuta-interventies en -swaps, verstrekking van additionele speciale beleningen en daggeldinterventies.

Wennen aan wijzigingen

In de periode kort na de introductie van de wijzigingen in het geldmarktinstrumentarium moesten de banken wennen aan de veranderingen. Mede uit voorzichtigheid en onzekerheid leken zij grotere kasreserves aan te houden dan nodig was. Vooral de kleinere banken moesten wennen aan het monetaire instrumentarium, omdat zij voorheen geen kasreserves behoeften aan te houden.

Aldus hebben de wijzigingen in de geldmarktinstrumenten geleid tot enige volatiliteit en rentestijging in met name de daggeldrentes. Dit had ook een opdrijvend effect op andere korte-rentetarieven. Naarmate banken meer ervaring hebben opgedaan met de gewijzigde instrumenten, kunnen deze effecten verminderen.

Niettemin zullen de schommelingen in de daggeldrente wat groter kunnen blijven dan voorheen. Dat komt omdat de voorschotrente in het nieuwe monetaire gereedschap als bodem in de geldmarkt is weggefallen. Vanwege de verlenging van de looptijd van de voorschotten van één dag naar minimaal één maand, kunnen banken namelijk in geval van een tijdelijk ruime geldmarkt geen voorschotten meer aflossen. Omdat banken voorts over hun overschot aan kasreserves geen rente van DNB ontvangen, zullen zij trachten dit overschot op de geldmarkt uit te zetten. Indien de totale markt een overschot kent, kan de daggeldrente in theorie naar 0% tenderen. Wanneer banken gebruik moeten maken van de marginale voorschotfaciliteit, zal dat echter leiden tot een stijging van de daggeldrente tot maximaal het marginale-voorschottarief. Door de wijzigingen in het monetair instrumentarium is het voor DNB iets moeilijker geworden om de rente te sturen. Met name de daggeldrente kan dus iets volatieler worden.

Dit is echter een tijdelijke situatie. Op het moment dat de monetaire unie daadwerkelijk van start gaat (1 januari 1999), zal een depositofaciliteit worden ingevoerd. Onder deze permanente faciliteit kunnen banken bij een tijdelijk geldmarktoverschot hun overtollige middelen stallen bij de centrale bank, tegen een tarief dat beneden de interbancaire rente ligt en daarmee als een absolute bodem in de geldmarkt gaat fungeren. Aldus ontstaat een zogenoemde rentecorridor, waarbinnen de EMU-geldmarkt-rente zich zal gaan bewegen. Hierbij worden de bovengrens (de marginale-voorschotrente) en ondergrens (het depositotarief) gevormd door officiële tarieven.

Of de vaste-voorschotfaciliteit de derde fase van de EMU zal halen, is nog hoogst onzeker. Een dergelijke gesubsidieerde kredietfaciliteit zou de kosten van een eventuele onbeloofde kasreserve kunnen compenseren. Wanneer deze faciliteit er niet komt en over de kasreserves geen rente vergoed wordt⁵, dan zal de netto rentemarge van de Nederlandse banken vooral in de eerste (gewinnings)jaren onder druk staan, met name ten opzichte van de Duitse banken (die geen rentevergoeding over hun monetaire kasreserves ontvangen)

¹ De exacte toekomstige geldmarktinstrumenten worden weliswaar pas vastgesteld door het Europese Stelsel van Centrale Banken (ESCB) dat in 1998 zal worden opgericht, maar de contouren van het gemeenschappelijke monetaire gereedschap zijn wel reeds duidelijk. Het Europees Monetair Instituut (EMI), dat de organisatie, instrumenten en regelingen van het ESCB moet voorbereiden, heeft in januari van dit jaar een blauwdruk over het monetaire beleid gepubliceerd (EMI, *The single monetary policy in stage three*, Frankfurt, januari 1997). Vermoedelijk zullen deze voorstellen door het ESCB worden overgenomen.

² Zie ook L.M.T. van Velden en G.F.T. Wolswijk, DNB harmoniseert geldmarktinstrumentarium, *Bank- en Effectenbedrijf*, juni 1996, blz. 28-34 en M.M.E. van Gils, Monetair beleid in de EMU, ESB, 13 december 1995, blz. 1116-1121.

³ L. van Velden, *Instrumenten van het geldmarktbeleid in Nederland*, NIBE, Amsterdam, 1997, blz. 71-72.

⁴ In de praktijk telt DNB de omvang van het contingent (het bedrag dat banken rood mogen staan tegen de voorschotrente) op ca. f. 4 mrd vast. Vervolgens bepaalt DNB aan de hand van het gewenste tekort op de geldmarkt de omvang van de kasreserve. Als banken meer kasmiddelen nodig hebben, kunnen zij inschrijven op speciale beleningen.

⁵ Overigens bestaat over de inzet van het kasreserve-instrumentarium binnen de EMU nog geen duidelijkheid. Het EMI heeft in haar blauwdruk wel de mogelijkheid van verplichte kasreserves opengelaten, maar nog niet beslist is of deze ook daadwerkelijk zullen worden ingezet en of daarover dan rente zal worden vergoed. De inzet van het kasreserve-instrument hangt onder meer af van het geldmarktsaldo in het EMU-gebied.