

Monetair beleid in de EMU

M.M.E. van Gils*

De EMU beoogt één monetair beleid, één geldmarkt en uiteindelijk één munt in Europa tot stand te brengen. Dit impliceert een geharmoniseerd monetair beleidsinstrumentarium om te voorkomen dat institutionele verschillen schotten creëren tussen nationale deelmarkten. In het algemeen wordt aangenomen dat het Europese monetaire beleid en het bijbehorende instrumentarium gebaseerd zullen zijn op het huidige Duitse model. Hoewel omtrent de invulling van het instrumentarium nog niets is besloten, is reeds een aantal uitgangspunten duidelijk. Voor de huidige Nederlandse beleidspraktijk impliceert dit forse veranderingen.

Op dit moment hanteren vrijwel alle Europese centrale banken als uiteindelijke beleidsdoelstelling het bereiken en handhaven van prijsstabiliteit¹. De manier waarop men deze doelvariabele tracht te beïnvloeden, is echter niet voor alle landen gelijk. Zo heeft bijvoorbeeld de Nederlandsche Bank in onze kleine en open economie gekozen voor een wisselkoersdoelstelling als primaire intermediaire doelvariabele. Dit houdt in dat het beleid van DNB zich vrijwel uitsluitend richt op een stabiele positie van de gulden op de valutamarkt en dan met name ten opzichte van de Duitse mark. Door deze relatie met het succesvol gebleken Duitse monetaire beleid importeert DNB de geloofwaardigheid van haar Duitse zuster en daarmee de lage inflatie en lage rentevoeten uit Duitsland.

De Bundesbank daarentegen heeft in Duitsland als grootste Europese en meer naar binnen gekeerde economie gekozen voor een intermediaire geldhoeveelheidsdoelstelling. Hierbij tracht zij de groei van de geldhoeveelheid (M3) te beheersen². Volgens de monetaristische gedachtingang, die ervan uitgaat dat de geldhoeveelheid een stabiel verband vertoont met de ontwikkeling van de inflatie en het bbp, leidt een sterke geldgroei immers tot hogere inflatie.

De Europese Centrale Bank (ECB) zal een op de interne ontwikkelingen gericht monetair beleid voeren en zeer waarschijnlijk net als de Bundesbank kiezen voor een geldhoeveelheidsdoelstelling³. Natuurlijk zal de ECB de ontwikkeling van de gemeenschappelijke munt ten opzichte van de yen en de dollar in de gaten houden, maar gezien de relatieve geslotenheid van de drie economische blokken is een expliciete wisselkoersdoelstelling niet aan de orde. Mocht de EMU echter van start gaan met een kopgroep van landen, dan zal met de derogatielanden (de 'achterblijvers') een (tijdelijk) wisselkoersarrangement gesloten moeten worden. Zonder een dergelijk arrangement, waarin de gemeenschappelijke Europese valuta de ankerrol zou moeten vervullen, zou hun toekomstige toetreding tot de EMU immers ernstig bemoeilijkt kunnen worden. Daarom

zal de zorg voor een stabiele wisselkoers tussen de valuta's van deze derogatielanden en de gemeenschappelijke valuta kunnen leiden tot het (tijdelijk) voortbestaan van een wisselkoersdoelstelling⁴.

De overgang in Nederland van een monetair beleid gericht op prijsstabiliteit via wisselkoersstabiliteit naar een beleid gericht op prijsstabiliteit via geldgroei-beheersing, impliceert tevens veranderingen voor het monetaire instrumentarium. In dit artikel zal dieper worden ingegaan op de overgang van het huidige Nederlandse monetaire instrumentarium naar het meest waarschijnlijke arsenaal van de ECB.

Het Nederlandse monetaire instrumentarium

Het instrumentarium van DNB bestaat geheel uit indirecte instrumenten, dat wil zeggen dat zij aangrijpen bij de rentekosten dan wel de liquiditeitspositie van het bankwezen. Hiermee stuurt DNB de geldmarktrente en daarmee de wisselkoers van de gulden ten opzichte van de Duitse mark. Indien de wisselkoers daartoe aanleiding geeft, zal DNB bepaalde renteveranderingen trachten te bewerkstelligen. DNB kan dit doen door de officiële tarieven en/of de omvang van het geldmarksaldo te wijzigen⁵.

* Medewerker Algemeen Economisch Onderzoek bij de Stafgroep Economisch Onderzoek van Rabobank Nederland. Zij schreef dit artikel op persoonlijke titel. Met dank aan W.W. Boonstra, J.P. Kastelein en B. Kruijmel voor hun commentaar op een eerdere versie van dit artikel.

1. Europees Monetair Instituut, *Jaarverslag 1994*, blz. 129.

2. Zie W.W. Boonstra, Financiële markten en monetair beleid in de Bondsrepubliek Duitsland, in S.C.W. Eijffinger en J.L. Gerards (red.), *Financiële markten en monetair beleid - ervaringen in zeven landen*, NIBE, Amsterdam, 1990.

3. Zie Europees Monetair Instituut, *Samenvatting Verslag conform artikel 7 van de statuten (convergentie)*, november 1995, blz. 11.

4. Zie H.H.F. Wijffels, EMU, ECU en het bankwezen, Rabobank Nederland, blz. 3-4.

5. E. den Dunnen, *Instrumenten van het geld- en valutamarktbeleid in Nederland*, 3e herziene druk, 1991, blz. 19.

Het Nederlandse monetaire instrumentarium dat hiervoor beschikbaar is, is te splitsen in drie typen instrumenten: verplichte reserves, permanente faciliteiten en openmarktoperaties. Verplichte reserves creëren een geldmarkttekort, waardoor de banken afhankelijker zijn van de herfinancieringsfaciliteiten van de centrale bank. Deze herfinancieringsfaciliteiten kunnen worden onderverdeeld in permanente kredietfaciliteiten en openmarktoperaties. Openmarktoperaties kunnen permanent in gebruik zijn, maar hun omvang en/of prijs is op korte termijn variabel.

Geldmarktkasreserve

De geldmarktkasreserveregeling houdt in dat de banken een bepaald percentage van hun passiva als deposito bij de centrale bank dienen aan te houden. Aldus creëert DNB een (groot) kunstmatig geldmarkttekort om daarna, met behulp van herfinancieringsfaciliteiten, de korte rente te sturen.

Drie modaliteiten kenmerken de Nederlandse kasreserveregeling. Zo kent deze reserveregeling – in tegenstelling tot een aantal andere Europese landen – geen zogeheten middellings- of 'averaging'-mogelijkheid. Bij middeling gelden de reservevereisten als een gemiddelde over een bepaalde periode, waarbij op individuele dagen binnen de afgesproken periode de reserves kleiner mogen zijn dan voorgeschreven, mits dit op andere dagen wordt gecompenseerd. Daardoor kunnen de reserves als liquiditeitsbuffer dienen ter stabilisatie van de vraag naar centrale bankgeld. De korte rente zal dan minder aan fluctuaties onderhevig zijn, zodat eventuele bewegingen in de rente een duidelijke afspiegeling vormen van een verandering in het monetaire beleid. In Nederland is middeling in de kasreserve echter niet toegestaan.

Een tweede kenmerk is dat het instrument actief wordt gebruikt, in de zin dat DNB iedere een tot twee weken bij de afkondiging van een nieuwe reserveperiode het reservepercentage kan wijzigen, afhankelijk van het geldmarktsaldo.

Ten slotte vergoedt DNB over de bij haar aangehouden reserves een bijna marktconforme rente, namelijk de gemiddelde prijs van het door de geldmarktkasreserve geforceerde beroep op DNB. Hierdoor derven de banken inkomsten ter grootte van het verschil tussen de gemiddelde prijs en interbancaire rentevoeten. Er is sprake van een bepaalde 'beleggingsdwang' omdat de banken het geld dat als reserve aangehouden dient te worden, niet vrij kunnen aanwenden.

Voorschotregeling

Momenteel is de voorschotregeling de enige permanente kredietfaciliteit in het Nederlandse monetaire systeem, aangezien de discontofaciliteit in 1994 is afgeschaft⁶. Via de voorschotregeling bepaalt DNB de omvang van het bedrag dat de banken rood mogen staan tegen de voorschotrente, het bodemtarief van de geldmarkt. Dit bedrag, dat wordt aangeduid als contingent of beter het toelaatbaar beroep, betreft de gemiddelde debetstand per dag gedurende een periode van drie maanden. Er bestaat hier dus wel een middellingsmogelijkheid. In theorie stelt DNB elke

Tabel 1. Overzicht Nederlands geldmarktinstrumentarium

Verplichte reserves	Permanente faciliteiten	Openmarktoperaties
Geldmarkt- kasreserveregeling	Voorschotregeling	Speciale beleningen DNB-certificaten Valutaswaps en -interventies Daggeld-instrument

drie maanden de grootte van het toelaatbaar beroep vast. Wat de banken nog meer nodig hebben, kunnen zij krijgen in de vorm van speciale beleningen⁷.

Openmarktoperaties

De speciale belening is een vorm van geldmarktsteun tegen onderpand van waardepapier met een looptijd van meestal één tot twee weken en een vast rentepercentage. DNB maakt een dag voor de ingangsdatum de looptijd en het tarief (de beleningsrente) bekend. De banken schrijven in op speciale beleningen volgens het volume-tendersysteem. DNB wijst op basis van de door haar ingeschatte totale behoefte een bedrag toe. Door het variëren van de prijs is DNB in staat de rente op de geldmarkt zeer nauwkeurig te sturen.

Omdat door de massale valuta-interventies tijdens de EMS-crisis de geldmarkt structureel verruimd is, legde de geldmarktkasreserve, ondanks de rentevergoeding, een te zware financiële last op de schouders van het bankwezen. Men krijgt over het deel dat uitgaat boven het totale beroep van het bankwezen op DNB immers slechts de voorschotrente vergoed, terwijl die gelden veelal worden aangetrokken van grote cliënten die van de banken over hun tegoeden de (hogere) marktprijs ontvangen.

DNB is daarom overgegaan tot uitgifte van Nederlandsche Bank Certificaten (NBC's) om overtollige liquiditeiten te binden. NBC's zijn geldmarktpapier met een looptijd van zes maanden en een rentevergoeding die enkele basispunten onder het zesmaands interbancaire tarief ligt. Iedere maand vindt een tenderemissie plaats. De som van de omvang van de NBC's en die van de geldmarktkasreserve stelt DNB in staat het door haar gewenste geldmarkttekort te bewerkstelligen. Naast de hogere rentevergoeding hebben NBC's als voordeel, dat zij verhandelbaar zijn op de secundaire markt. De balansverstoringen van de kasreserve kunnen bij verkoop van NBC's verminderd worden.

Daarnaast kan DNB de geldmarkt verkrappen of verruimen via valuta-interventies en -swaps. Als uiterste middel om in te grijpen in de ontwikkeling van de geldmarkttarieven voor de kortste termijnen, kan DNB zich rechtstreeks met de geldhandel bemoeien door daggelden aan te trekken.

6. Het promesse-disconto is nu een afgeleide van de voorschotrente. Zie L.M.T. van Velden, DNB past instrumentarium geldmarkt aan, *Bank- en Effectenbedrijf*, maart 1994.

7. In de praktijk is het zo dat DNB de omvang van het contingent altijd op circa f 4 mrd. vaststelt. Vervolgens bepaalt DNB aan de hand van het gewenste geldmarkttekort de omvang van de kasreserve. Hieruit volgt dan de omvang van de speciale beleningen.

Tabel 2. Overzicht Duits geldmarktinstrumentarium

Verplichte reserves	Permanente faciliteiten	Openmarktoperaties
Mindestreserve	disconto-faciliteit Lombard-faciliteit	repo valutaswaps en -interventies

Het Duitse monetaire instrumentarium

Daar de te volgen Europese monetaire beleidsstrategie meer zal lijken op het huidige Duitse beleid dan op het Nederlandse, zal ook de inrichting van het monetaire instrumentarium gebaseerd zijn op het Duitse model. Ook het instrumentarium van de Bundesbank is onder te verdelen in de driedeling verplichte reserves, permanente faciliteiten en openmarktoperaties.

Mindestreserve

De Duitse kasreserveregeling (Mindestreserve) verplicht de banken renteloos een bepaald percentage van hun liquiditeiten aan te houden bij de Bundesbank. Door het ontbreken van een (marktconforme) rentevergoeding wordt de negatieve interestelasticiteit versterkt, hetgeen in de ogen van de Bundesbank de greep op de geldhoeveelheid verstevigt en daarmee de effectiviteit van het monetaire beleid verhoogt. De banken zullen de kosten immers willen compenseren met een hogere rentemarge⁸. Op de bij hen aangehouden tegoeden waarover de reserveverplichting geldt⁹, zullen zij daarom een relatief lage rentevergoeding betalen. Zo wordt het verschil in rendement op monetaire vermogenstitels en niet-monetaire vermogenstitels vergroot en ontstaat een beter onderscheid tussen de kassen die worden aangehouden vanwege transactiemotieven (geld) en beleggingen. De Bundesbank meent hierdoor M3 beter te kunnen beheersen. Terwijl de Nederlandse kasreserveregeling een geldmarkttechnisch karakter draagt, heeft de Mindestreserve daarnaast dan ook duidelijk een monetair doel¹⁰.

Een tweede verschil met de Nederlandse regeling is dat de Duitse reserveverplichtingen betrekking hebben op de gemiddelde stand gedurende een maand, waardoor de mogelijkheid tot middeling bestaat. Gezien het monetaire karakter van de Mindestreserve hoeven de kasreservepercentages, die in de afgelopen jaren fors zijn verlaagd, slechts incidenteel te worden gewijzigd.

Permanente kredietfaciliteiten

De Duitse geldmarktrente beweegt zich in een z.g. 'rentecorridor', waarbij de boven- en ondergrens gevormd worden door de officiële tarieven. De discontofaciliteit verstrekt voor een bepaald quotum voorschotten tegen het discontotarief. Dit tarief fungeert in het algemeen als bodem voor de geldmarktrente.

In aanvulling op de disconto-faciliteit hebben de banken de beschikking over de duurdere Lombard-faciliteit. De banken kunnen, mits zij over voldoende onderpand beschikken, in principe onbeperkt op de Lombardfaciliteit trekken. Daardoor vormt het Lombardtief in theorie de bovengrens voor de interbancaire geldmarktrente.

Openmarktoperaties

De Duitse variant van de speciale beleningen (Wertpapierpensionsgeschäfte) is van groot belang, aangezien het tarief op deze repo-transacties richtinggevend is voor de ontwikkeling van de geldmarktrente. De repo is een vorm van geldmarktsteun die de Bundesbank verleent door bepaald papier te kopen van de banken en direct op termijn weer terug te verkopen. Wijzigingen in dit tarief hebben, in tegenstelling tot wijzigingen van het disconto- en/of het Lombardtief, geen directe gevolgen voor de debet- en creditarieven die de banken hanteren voor hun relaties. In de praktijk blijkt echter dat van dit repo-tarief een sterke signaalwerking uitgaat. Veranderingen in de repo worden gezien als voorbode van wijzigingen in de officiële tarieven. De Bundesbank hanteert bij de veelal wekelijksse toewijzing van repo's twee varianten, de Mengentender (vaste repo-rente) en de Zinstender (variabele repo-rente). In het geval van een Mengentender (volumetender) geeft de bank op voorhand aan, tegen welk tarief zij geldmarktsteun zal gaan verlenen, waarna de banken kunnen inschrijven. De volgende dag wordt bekend welke bedragen de Bundesbank heeft toegewezen. Bij een Zinstender (rentetender) is de rente waartegen steun zal worden verleend, niet van tevoren bekend en worden zowel het rentetarief als de omvang van de steun pas bekendgemaakt nadat de banken hebben ingeschreven. De Bundesbank gebruikt incidenteel valutaswaps voor de nauwkeurige sturing (fine-tuning) van de geldmarkt.

De zogeheten Bulis, een equivalent van de Nederlandse Bank Certificaten, zijn in maart 1993 gecreëerd om de liquiditeit van niet-bankinstellingen, die in 1992 een grote invloed had op de liquiditeitsaanwas, af te romen. De kasreserveverplichting voor het bankwezen zou daarmee structureel verlaagd kunnen worden¹¹. Al spoedig bleek het echter onmogelijk te zijn om de liquiditeitspositie van de niet-banken te beïnvloeden met Bulis, mede omdat met name buitenlandse centrale banken het papier kochten. Sinds maart 1995 staan geen Bulis meer uit¹².

8. In Duitsland worden overigens de kosten van het betalingsverkeer gedeeltelijk gedekt door de Bundesbank. Men zou de rentederving van de Duitse banken uit hoofde van de kasreserves kunnen zien als bijdrage in deze kosten. Met dergelijke kruissubsidies is in dit artikel geen rekening gehouden. Zie W.W. Boonstra, De Duitse Mindestreserve-regeling nader beschouwd, *Bank- en Effectenbedrijf*, mei 1992, blz. 24-28.

9. Zichtdeposito's, termijndeposito's en spaargeld.

10. Ook Nederland kent een kasreserve met een monetair doel: de monetaire kasreserveregeling. De afgelopen vijf jaar is de MKR, een instrument dat bepaalt dat de binnenlandse kredietverlening met een vast percentage per jaar mag stijgen en zich daarmee primair richt op de geldhoeveelheid, evenwel niet geactiveerd.

11. Zie R. Th. L. Moonen, 'Bulis' dempen effect van vermindering Duitse kasreserve, *Bank- en Effectenbedrijf*, april 1993.

12. *Deutsche Bundesbank Monthly Report*, september 1994, blz. 16.

Het instrumentarium van de ECB

De vraag is hoe de geïntegreerde geldmarkt in de EMU eruit gaat zien, aangezien de landen die als eerste zullen toetreden tot de derde fase nog niet bekend zijn en enkele factoren die nu het 'natuurlijk' geldmarktsaldo bepalen, zoals (de gevolgen van) wisselkoersinterventies, dan wellicht niet in dezelfde mate spelen. Het is nog niet duidelijk in hoeverre op de Europese (EMU-)geldmarkt een tekort bestaat. Verwacht mag evenwel worden dat de ECB te allen tijde in staat wil zijn om een kunstmatig geldmarkttekort te creëren. Tevens moet men er rekening mee houden, dat de geldvraagfunctie in de deelnemende landen na vorming van de EMU kan gaan verschuiven.

De doelstelling van het monetaire beleid van de ECB is evenwel duidelijk: prijsstabiliteit. Hoogstwaarschijnlijk zal de ECB een geldhoeveelheidsbeleid willen voeren, naast een eventuele tijdelijke wisselkoersdoelstelling met de derogatielanden¹³. Uiteraard zal de tijd moeten uitwijzen of de geldvraagfunctie op Europees niveau stabiel is of dat men alsnog moet overgaan op een meer op bijvoorbeeld Amerikaanse leest geschoeid monetair beleid. De operationele doelvariabele zal, zoals momenteel voor alle EU-landen geldt, worden gevormd door de geldmarktrente. Uitgangspunt daarbij is dat, bezien vanuit het perspectief van een centrale bank, een geldmarkttekort te prefereren is boven een geldmarktoverschot. De banken zijn door een liquiditeitstekort namelijk afhankelijker van herfinancieringsfaciliteiten, waardoor de centrale bank de rente en daarmee de geldhoeveelheid nauwkeuriger kan sturen.

Op dit moment kennen de diverse centrale banken van de EU-landen onderling een grote, historisch gegroeide variatie in monetaire instrumenten. Ze zijn wel begonnen met harmonisatie van het instrumentarium in de richting van een Europees model¹⁴. Gezien hun vergelijkbare beleidsstrategie zal dit Europees model gebaseerd zijn op dat van de Bundesbank. Hoewel terzake nog geen besluiten zijn genomen, is een aantal uitgangspunten voor de keuze van de monetaire beleidsinstrumenten reeds in het kader van het Jaarverslag van het EMI over 1994 genoemd. Van dit Europees model wordt hieronder een inschatting gegeven.

Verplichte reserves

Bovenal zal het instrumentarium van de ECB een kasreserveregeling omvatten. In op drie – België, Denemarken, Zweden – na alle EU-landen wordt reeds gewerkt met verplichte reserves. De technische modaliteiten van de Europese kasreserveregeling zijn nog onbekend.

Zo is het de vraag of de Europese kasreserveregeling, net als in Nederland, rentedragend zal zijn. Aangezien het instrumentarium van de Bundesbank model staat voor dat van de ECB, behoort een renteloze regeling in principe tot de mogelijkheden. Een renteloze kasreserve stuit vanwege de hoge kosten echter op verzet vanuit de bancaire wereld. Als de ECB besluit een geldhoeveelheidsdoelstelling te hanteren, zal de reserveregeling bovendien meer een monetair dan een geldmarkttechnisch karakter dragen.

Vrijwel zeker is dat in de kasreserveregeling een mogelijkheid tot middeling zal worden ingebouwd, zoals wij die in Nederland momenteel kennen in de voorschotregeling, om dagelijkse fluctuaties op te vangen.

Ten slotte kunnen de Europese kasreservepercentages in eerste instantie zeer laag of zelfs op nul worden gesteld, als mocht blijken dat er reeds een 'natuurlijk' geldmarkttekort zou bestaan.

Permanente faciliteiten

Het EMI heeft tevens bekend gemaakt, dat de permanente faciliteiten een marginale beleningsfaciliteit en een depositofaciliteit zouden kunnen omvatten. Op de mogelijkheid om deze instrumenten aan te vullen met faciliteiten voor het verschaffen van liquiditeiten tegen tarieven die normaal gesproken onder de marktrente liggen, wordt nog gestudeerd¹⁵.

Met de momenteel in Duitsland gehanteerde disconto- en Lombardfaciliteit wordt een onder- en een bovengrens voor de geldmarktrente aangegeven, hetgeen de middellange-termijnoriëntatie van het beleid onderstreept. Bovendien zijn de één- en driemaandstarieven waarschijnlijk relevanter voor de doorwerking van het monetaire beleid dan de daggeldrente. Eerstgenoemde tarieven kunnen vrij nauwkeurig worden gestuurd, ook zonder een hoge frequentie van openmarktoperaties.

Enkele Europese landen hanteren momenteel in plaats van een disconto- een depositofaciliteit als bodemtarief. Onder deze faciliteit worden bij een tijdelijk geldmarktoverschot de overtollige middelen tegen een bepaald tarief bij de centrale bank gestald. De depositofaciliteit legt net zoals het discontotarief een absolute bodem in de geldmarkt. Een voorschotfaciliteit met een middeling (zoals in Nederland) kan tot op zekere hoogte als bodem in de geldmarkt fungeren, maar vormt in tegenstelling tot een deposito- of disconto-faciliteit geen absolute bodem. Er zou maar behoefte zijn aan één bodemfaciliteit, waarbij volgens het EMI de voorkeur uitgaat naar een depositofaciliteit¹⁶.

De Lombard is een marginale-kredietfaciliteit met een tarief dat duidelijk boven de marktrente ligt. Enerzijds kunnen hiermee plotselinge liquiditeitschokken worden opgevangen en einde-dagstekorten van individuele banken worden aangevuld; anderzijds kan daarmee een bovengrens voor de korte rente worden gesteld. Het beroep op dit krediet (vanzelfsprekend tegen onderpand) moet dan ook ongelimiteerd zijn en open staan voor alle kredietinstellingen.

13. Zie O. Issing, Monetary policy strategy in the EMU, in: J.O. de Beaufort Wijnholds, S.C.W. Eijffinger en L.H. Hoogduin, *A framework for monetary stability*, 1994, blz. 135-148 en het commentaar van P. de Grauwe hierop (blz. 153-156).

14. Europees Monetair Instituut, *Jaarverslag 1994*, blz. 130.

15. Zie EMI, Samenvatting Verslag, blz. 12.

16. Zie EMI, Samenvatting Verslag, blz. 12.

Tabel 3. Monetaire-beleidsstrategieën, -instrumenten en -procedures

	Nederland	Duitsland	ECB ^a
Monetaire beleidsstrategie	Wisselkoersdoelstelling	Geldhoeveelheidsdoelstelling	Geldhoeveelheidsdoelstelling
Reserveverplichtingen	ja	ja	ja
• omvang (% bbp) ^b	1,3	1,3	?
• rentevergoeding	voorschotrente +	geen	?
Permanente faciliteiten			
<i>naam/belang bij beïnvloeden markliquiditeit/rente</i>			
• basisfaciliteit	voorschot-/groot belang onder marktrente	disconto/gemiddeld belang/onder marktrente	deposito of disconto/ gemiddeld belang/ onder marktrente
• depositofaciliteit	nee	nee	ja
• marginale herfinanciering	nee	Lombard/gering belang/boven marktrente	Lombard/gering marktrente
Open-markttransacties			
1. Soorten			
• Outright transactions	NBC's/gem. belang/ bijna marktconforme rengen	geen	ECBC's
• Repo's	groot belang	groot belang	groot belang
• Deviezenswaps	gering belang	gering belang	gering tot zeer gering
2. transactiefrequentie	min. 1 x per week	1x per week	min. 1x per week
3. Inschrijvingsprocedure			
• volumetender	groot belang	gemiddeld belang	?
• rentetender	nee	groot belang	?

a. Inschatting. b. Geldend voor 1994.

Openmarktoperaties

Het EMI geeft aan dat openmarkttransacties, zoals repo's en/of speciale beleningen, een overheersende rol kunnen vervullen in het geldmarktbeleid voor het verschaffen en/of onttrekken van liquiditeiten en voor het sturen van de rente. Ook hier bestaan nog vele vraagtekens omtrent de technische modaliteiten (looptijd, variabele of vaste rente, tendersysteem, onderpandsvereisten enz.).

Openmarktoperaties spelen momenteel in de meeste EU-landen een dominante rol in het absorberen van schokken. Het belang van openmarktoperaties is direct gerelateerd aan de mate van activiteit van de centrale bank met betrekking tot deze operaties. Hoe vaker de centrale bank intervenueert, des te beter kunnen liquiditeitsschokken worden geabsorbeerd. Zonder een adequate kasreserveregeling kan – zo leert de ervaring van andere landen – de frequentie van de interventies oplopen tot meerdere malen per dag. Een lagere frequentie van actief ingrijpen op de markt heeft als voordeel dat de centrale bank ruimte geeft aan marktkrachten.

In verband met concurrentienadelen door de beleggingsdwang en de inflexibiliteit die van een kasreserveregeling uitgaat, zal uitgifte van centrale-bankpapier – lijkend op onze NBC's en op de Duitse Bulis – om de geldmarkt af te romen aan te raden zijn (dit papier wordt in de tabel ECBC's genoemd).

Vergelijking met het huidige Nederlandse instrumentarium

In de tabellen 1-3 zijn de monetaire-beleidsstrategieën, -instrumenten en -procedures voor Nederland, Duitsland en de Europese Unie op een rijtje gezet.

De kasreserveregeling zal blijven bestaan, maar omtrent de rentevergoeding op de reserves bestaat nog geen duidelijkheid. De kosten voor het bankwezen zouden stevig kunnen oplopen indien de huidige rentevergoeding vervalt. Gerekend met de Duitse reservepercentages zouden de verplichte reserves voor het gehele Nederlandse bankwezen over 1994 circa f 12,5 mrd. bedragen. Met een gemiddelde daggeldrente over 1994 van 5,12% zouden aldus f 640 miljoen aan rente-inkomsten worden gederfd. Dit is aanzienlijk meer dan in de huidige Nederlandse situatie.

Indien de banken zouden besluiten de hogere kosten van de reserveregeling op de klanten af te wentelen in de vorm van hogere debetrentes en/of lagere creditrentes, wordt de tariefstelling door het Nederlandse bankwezen gewijzigd. Vanuit de vraagkant zal dan wel kredietrantsoenering plaatsvinden, hetgeen wellicht niet aantrekkelijk is. Overigens moet opgemerkt worden dat de omvang van de kasreserve sterk kan dalen, indien in de Unie als geheel al een natuurlijk geldmarkttekort zal bestaan.

Daarnaast zou het kasreserve-instrument niet langer actief – d.w.z. met zeer regelmatige aanpassing van de reservepercentages – maar passief gebruikt

kunnen worden. Dit laatste is mogelijk omdat de kasreserve hoogstwaarschijnlijk een middelingsmogelijkheid zal bevatten.

Ook bij de permanente faciliteiten vinden veranderingen plaats. De contingentsregeling wordt waarschijnlijk vervangen door een depositofaciliteit en een marginale herfinancierings (Lombard-)faciliteit. Deze zijn beide nieuw voor Nederland. De mogelijkheid tot middeling die het contingent bood om tijdelijke fluctuaties in het geldmarktsaldo op te vangen en daarmee de geldmarktrente te stabiliseren, zal in de nieuwe situatie aanwezig zijn in de kasreserve-regeling. Dit zou voor de banken in vergelijking met de huidige situatie meer flexibiliteit creëren, daar het bedrag dat uitstaat onder de kasreserve in de regel groter is dan de contingentsruimte.

Op dit moment worden aanvullende kredietinstrumenten onderzocht. Vreemd genoeg wordt weinig tot geen aandacht besteed aan het invoeren van een discountofaciliteit, terwijl nog geenszins duidelijk is of de EMU-geldmarkt een structureel 'natuurlijk' overschot of tekort zal kennen. De banken zouden dan voor hun financiering zijn aangewezen op repo's en de Lombard, die beide een hoger tarief kennen dan het discounto. De keuze voor een deposito- en niet voor een discountofaciliteit zou dan ook kostenverhogend uitwerken voor de banken.

De belangrijkste overeenkomst tussen het Nederlandse instrumentarium en het meest waarschijnlijke arsenaal voor de ECB is de grote rol van de openmarktoperaties in de absorptie van liquiditeitsschokken. Onder openmarktoperaties valt ook de uitgifte van korte-termijnpapier door de centrale bank. De Nederlandsche Bank is reeds begonnen met de harmonisatie van het instrumentarium in de richting van een Europees model door Nederlandse Bankcertificaten met een marktconforme rentevergoeding en zonder 'beleggingsdwang' uit te geven. Ook in andere landen (Denemarken, Portugal, Spanje) wordt het kasreserve-instrument (gedeeltelijk) vervangen door de meer marktconforme methode van afroming van de geldmarkt via de uitgifte van verhandelbaar papier. Gezien de wens voor marktconforme instrumenten, zou uitgifte van Europese Centrale Bank Certificaten (ECBC's) een logische stap zijn.

De omvang van deviezenswaps in de Unie zou nog verder terug kunnen lopen, gezien de meer binnenlandse oriëntatie van het monetaire beleid van de ECB. Deviezenswaps zouden alleen nog dienen voor zeer tijdelijke verkrapping/verruiming van de geldmarkt, maar hier bestaan ook andere instrumenten voor. Daarnaast kunnen deze swaps gebruikt worden bij valuta-interventies ten opzichte van de dollar of de yen, maar daar is op dit moment weinig aanleiding toe te zien. Mocht de EMU echter van start gaan met een kopgroep van landen, dan zal met de derogatielanden een (tijdelijk) wisselkoersarrangement gesloten moeten worden. Zonder een dergelijk arrangement zou hun toekomstige toetreding tot de EMU ernstig bemoeilijkt kunnen worden. Daarom zal de zorg voor een stabiele wisselkoers tussen de valuta's van deze derogatielanden en de gemeenschappelijke munt wel leiden tot een (tijdelijk) relatief groter belang van deviezenswaps.

Overgangperiode

De uitgangspunten voor de nieuwe set monetaire instrumenten zijn sterk gebaseerd op het Duitse model. De ervaringen in Duitsland leren dat dit instrumentarium in beginsel een goede grip op de geldmarktcondities garandeert. Of dit, net zoals in Duitsland, ook in de EMU garant staat voor goede resultaten ten aanzien van de beheersing van de monetaire expansie en het intomen van de inflatie zal de tijd moeten leren. De ECB lijkt in ieder geval voldoende te worden uitgerust voor haar taken. Daarbij voldoet het Europees geharmoniseerde instrumentarium van uitsluitend indirecte instrumenten aan het in het Verdrag van Maastricht genoemde uitgangspunt van marktconformiteit.

Indien de monetaire instrumentaria van de EU-lidstaten geharmoniseerd worden, impliceert dit een aantal veranderingen voor het huidige Nederlandse systeem. Aangezien de nieuwe instrumenten gewenningsproblemen voor de geldmarktpartijen met zich mee kunnen brengen, kunnen tijdelijk wellicht grotere fluctuaties in de geldmarkttarieven ontstaan. Om de banken bij het begin van de EMU niet met onnodig grote schokken te confronteren, is een gefaseerde invoering van het instrumentarium denkbaar. Mogelijke exercities zouden zijn het inbouwen van een middelingsmogelijkheid in de kasreserve of de invoering van een Lombardfaciliteit.

Een vraag daarbij is evenwel in hoeverre het mogelijk is ieder nieuw instrument afzonderlijk in te voeren naast het huidige instrumentarium of dat het invoeren van een nieuw instrument ook reeds bestaande instrumenten op de helling zet. Momenteel vormt het monetaire instrumentarium immers een coherent geheel, volledig gericht op de wisselkoersdoelstelling. Belangrijk is in elk geval dat de Nederlandse banken door een gefaseerde invoering niet met onnodige kosten of inkomensdervingen worden geconfronteerd. Daarnaast zouden vanzelfsprekend alleen die instrumenten al mogen worden ingevoerd waarvan onomstotelijk vaststaat, dat zij tot het toekomstig Europees instrumentarium zullen behoren.

Monique van Gils

