

# Geldmarktfondsen hebben een kapitaalbuffer nodig

Bedrijven die wat rendement willen maken op hun overtollige kasgeld kunnen het stallen bij een geldmarktfonds. In maart 2020 moesten deze fondsen, net als in 2008 en 2012, met miljarden worden ondersteund om een financiële crisis te voorkomen. Hoe voorkomen we dat dit een vierde keer gebeurt?

## IN HET KORT

- De geldmarktfondsen zijn flink gegroeid en een wezenlijke schakel geworden in de schaduw van het bankieren.
- Geldmarktfondsen zouden daarom, net als systeembanken, een hoge kapitaalbuffer moeten aanhouden.

## PIET JONKER

Zelfstandig  
onderzoeker

**S**teven Majoor, de voorzitter van de Europese toezichthouder ESMA, luidde in juni de noodklok. De regelgeving voor de geldmarktfondsen moet worden aangepast om crisissituaties zoals die in maart van dit jaar, te voorkomen. Toen moesten de geldmarktfondsen, net als in 2008 en 2012, met miljarden door de centrale banken worden ondersteund.

Als toezichthouder onthield Majoor zich uiteraard van het bieden van de oplossing. Maar zou het niet verstandig zijn als geldmarktfondsen, net als systeembanken, een hoge kapitaalbuffer aanhouden?

## Geldmarktfondsen

Geldmarktfondsen, meestal *money market funds* (MMF's) genoemd, zijn fondsen die beleggen in schuldpapier met een zeer korte looptijd, zowel van de overheid als van bedrijven (Ansidei et al., 2012). Er kan dagelijks worden ingelegd en opgenomen tegen de waarde van de inleg. Ruim de helft van de inleg komt van institutionele beleggers, de rest van bedrijven die een geldmarktfonds gebruiken om hun overtollig kasgeld te stallen.

Er gaat veel geld in om. De Amerikaanse MMF's zijn samen bijna 5 biljoen dollar groot. De Europese MMF's – vooral te vinden in het Verenigd Koninkrijk, Frankrijk en Luxemburg – komen samen op 1,5 biljoen euro. Ter vergelijking: het balanstotaal van de Amerikaanse commerciële banken bedraagt 20 biljoen dollar (data: St. Louis FED), het balanstotaal van de Europese kredietinstellingen bedraagt samen 30 biljoen euro (data: ECB).

De reden om in een geldmarktfonds te beleggen is dat het rendement hoger is dan op een deposito bij een bank. Ook is het rendement hoger dan een belegger op eigen

kracht kan bereiken, omdat geldmarktfondsen door hun omvang ook in minder liquide schuldpapier kunnen beleggen. Dit geeft meteen de kwetsbaarheid aan. Als veel investeerders hun inleg opvragen, dan moet het fonds ook dit minder liquide schuldpapier verkopen. Als meerdere fondsen tegelijkertijd in de problemen komen, dan kon er wel eens te weinig vraag naar dit papier zijn, en zou het geldmarktfonds niet kunnen uitbetalen. En dat is precies wat er in maart gebeurde.

## Geldmarktfondsen in eerdere crises

De MMF's speelden een belangrijke rol in de crisis van 2008 (Taub, 2013). Ze waren in de crisis het doorgeefluik van onvoldoende gedekte Amerikaanse pandbrieven naar de financiële sector als geheel. Verschillende geldmarktfondsen hadden grote bedragen in portefeuille aan schuldpapier van Lehman Brothers. Die schuldbewijzen werden van de ene dag op de andere onverkoopbaar, zodat de dekking voor de inleg in het MMF wegviel, en inleggers hun geld terug wilden. Het Amerikaanse Ministerie van Financiën sprong bij en garandeerde de inleg bij het MMF. De Fed kocht allerlei soorten schuldpapier van de geldmarktfondsen op.

De voornaamste reden voor deze ingrepen was dat een aantal belangrijke bedrijven stevig leunden op de geldmarktfondsen voor hun werkkapitaal, door middel van het doorrollen van kort schuldpapier. Ook meerdere banken kwamen in de problemen.

In 2012 was Europa aan de beurt. Er ontstond er grote twijfel of niet alleen Griekenland, maar ook andere Zuid-Europese landen wel in staat zouden zijn om hun obligaties terug te betalen. Prompt kwamen de Europese geldmarktfondsen in de problemen. Vooral de institutionele beleggers, van nature zeer afkerig van het nemen van risico, reageerden snel en vroegen hun inleg terug. Griekenland kreeg leningen van de andere eurolanden om zijn obligaties terug te betalen, en de ECB ging over tot de grootscheepse aankoop van obligaties van de andere landen, om zo de stabiliteit van de financiële sector overeind te houden.

## Regulering

Na deze ervaringen is er in 2016 in G20-verband afgesproken om de geldmarktfondsen beter te gaan reguleren. De eisen aan de liquiditeit van de beleggingen werden verhoogd, en de fondsbeheerder kreeg de mogelijkheid om, als er veel geld tegelijk zou worden opgevraagd, enig uitstel te bedingen. Vriend en vijand zijn het erover eens dat deze afspraken in de praktijk weinig verschil hebben gemaakt.

Er kwam wel een forse discussie op gang over een hogere kapitaalbuffer, maar zo'n buffer is niet in het belang van

het fonds. De marges die fondsbeheerders weten te behalen zijn al flinterdun. De fondsbeheerders hebben zich dan ook met hand en tand tegen een hogere buffer verzet. Hun stelling was dat, als er al een reserve zou moeten worden gevormd, men deze dan zou moeten vormen door het rendement voor de beleggers af te romen. Daar hadden de beleggers uiteraard weer geen zin in. Omdat de Amerikaanse financiële instellingen over uitstekende politieke connecties beschikken – mede dankzij hun forse donaties aan verkiezingscampagnes – is het hun met vereende krachten gelukt om hogere kapitaalbuffers tegen te houden.

Daarop is er gekozen voor een zogenaamde variabele *net asset value* (NAV). Bij geldmarktfondsen is het de bedoeling om de NAV precies op 1 te houden, dat wil zeggen dat de waarde van de beleggingen precies gelijk is aan de inleg. Schommelingen in de waarde van de beleggingen worden verrekend in de rente die het fonds uitbetaalt. Bij een NAV van 1 kan de inlegger dus altijd zijn inleg terugkrijgen, net als bij een bankdeposito.

Van de Fed mogen alleen MMF's die uitsluitend beleggen in overheidspapier nog een vaste NAV van 1 beloven. Alle andere MMF's hebben dus een variabele NAV. De inlegger weet dan dat zijn inleg niet meer gegarandeerd is, en zal het risico daarvan dus moeten afwegen tegen een hoger rendement dan op een bankdeposito.

In Europa is er voor een iets andere weg gekozen. In 2017 heeft de EU een richtlijn voor geldmarktfondsen afgekondigd die in 2019 van kracht werd (EC, 2019). Ook hier geldt dat alleen fondsen die uitsluitend in schatkistpapier beleggen een vaste NAV van 1 mogen hanteren. Maar naast de fondsen met een variabele NAV werd er een derde categorie ingevoerd: een *low volatility NAV-fund* (LVNAV), een fonds dat belooft om de NAV binnen een smalle bandbreedte rond de 1 te houden. In de praktijk is dat nu het meest gebruikte geldmarktfonds in de Europese Unie. Het verschil met de oude situatie is klein – en dus haalde de Europese MMF-wereld opgelucht adem (IMMFA, 2019).

## De crisis van maart 2020

De coronacrisis laat zien dat het nog steeds gemakkelijk mis kan gaan (Flood, 2020). Veel bedrijven verloren veel omzet, en hadden dus dringend geld nodig. Niet alleen werd de kredietruimte bij de banken aangesproken, maar ook werd geld teruggehaald uit de geldmarktfondsen. Dat was met name voor de institutionele beleggers weer het sein om ook massaal hun inleg terug te vragen. De geldmarktfondsen moesten schuldpapier verkopen, maar naar dat schuldpapier was er bijzonder weinig vraag. En daarvan hadden de banken nog het meeste last. Geldmarktfondsen konden niet meer aan de normale geldvraag van banken voldoen, waardoor deze bij de centrale bank aanklopten. De Fed, de ECB en de Bank of England brachten weer voldoende liquiditeit in de markt door op grote schaal schuldpapier in alle soorten en maten aan te kopen. Vervolgens kwam er een forse overheidssteun voor bedrijven om hun personeel door te betalen. Lang niet ieder bedrijf had al dat geld nodig, zodat er alweer snel flinke bedragen (in de orde van grootte van 1 biljoen dollar) instroomden bij de geldmarktfondsen.

De geldmarktfondsen betaalden aan het begin van het jaar nog 1,3 procent op de inleg. Door het opkoopprogramma daalde dit tot 0,2 procent. Om te voorkomen dat inleggers hun geld op de bank zouden zetten, zien de MMF's nu tijdelijk af van hun eigen marge. Overtollig kasgeld zal daar worden geparkeerd waar de kosten het laagst zijn.

## Kapitaalbuffers zijn nodig

Wat betreft systeembanken zijn de eisen voor een kapitaalbuffer na de crisis van 2007 flink opgehoogd. Maar de geldmarktfondsen zijn een essentiële schakel in het schaduwbankieren, waarvoor die eisen niet gelden.

Dat is raar, want systeembanken en geldmarktfondsen vormen substituten. Neem de Amerikaanse hypotheekmarkt – institutionele beleggers investeren in een geldmarktfonds dat belegt in het korte termijnpapier van investeringsbanken. De investeringsbanken zetten daarmee financieringsmaatschappijen op die portefeuilles aan leningen van hypotheekverstrekkers overnemen, en deze weer deels financieren door obligaties uit te geven – vaak weer aan institutionele beleggers. En de hypotheekverstrekkers gebruiken de verkoopopbrengst van een portefeuille om weer nieuwe hypothecaire leningen te verstrekken. Tussen de institutionele belegger en de woningbezitter zitten er bij schaduwbankieren dus vier schakels. Iedere schakel wil hiermee geld verdienen, en draagt bij aan het stapsgewijs transformeren van kortetermijngeld in woningfinanciering op lange termijn. Dat is niet wezenlijk anders dan bij gewoon bankieren. Alleen is er – wel anders dan bij systeembanken – nog geen effectief mechanisme om de risico's van deze transformatie te beheersen. Daardoor zijn crises onvermijdelijk (Gorton, 2009).

Het is een grote gok om te denken dat de inleggers wel in staat zullen zijn om, als een MMF in de problemen komt, de gevolgen daarvan op te vangen. Degenen die daar het beste toe in staat zouden moeten zijn (de institutionele beleggers), zijn in de praktijk degenen die als eersten hun geld terugvragen. Dit wordt geïllustreerd door het feit dat de geldmarktfondsen in maart 2020 grootscheepse steun nodig hadden van de centrale bank.

De Europese Unie gaat in 2022 de regelgeving herzien. Dat is een mooie gelegenheid om eindelijk een flinke kapitaalbuffer verplicht te gaan stellen. Als dat dan betekent dat de geldmarktfondsen zich uit de markt prijzen, is dat geen reden tot zorg. Overtollig kasgeld kan toch prima bij een systeembank worden geparkeerd?

## Literatuur

Ansideo, J., E. Bengtsson, D. Frison en G. Ward (2012) *Money market funds in Europe and financial stability*. ESRB Occasional Paper, 1/2012. Te vinden op [www.econstor.eu](http://www.econstor.eu).

EC (2019) *Verordening (EU) 2017/1131 van het Europees Parlement en de Raad van 14 juni 2017 inzake geldmarktfondsen*. Te vinden op [eur-lex.europa.eu](http://eur-lex.europa.eu).

Flood, C. (2020) *Threat of negative rates hangs over \$4.8tn US money fund industry*. *Financial Times*, 1 juni.

Gorton, G.B. (2009) *Slapped in the face by the invisible hand: banking and the panic of 2007*, 9 mei. Paper te vinden op [papers.ssrn.com](http://papers.ssrn.com).

IMMFA (2019) *European money market funds post-reform*. IMMFA Insights, juni. Te vinden op [www.immfa.org](http://www.immfa.org).

Taub, J.S. (2013) *What we don't talk about when we talk about banking*. In: M.H. Wolfson en G.A. Epstein (res.), *The handbook of the political economy of financial crises*. Oxford: Oxford University Press, 447–466.