

## Tilburg University

### Het Europese monetaire instrumentarium

Eijffinger, S.C.W.

*Published in:*  
Bank- en Effectenbedrijf

*Publication date:*  
1992

[Link to publication in Tilburg University Research Portal](#)

*Citation for published version (APA):*  
Eijffinger, S. C. W. (1992). Het Europese monetaire instrumentarium. *Bank- en Effectenbedrijf*, 41(5), 4-6.

#### General rights

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

- Users may download and print one copy of any publication from the public portal for the purpose of private study or research.
- You may not further distribute the material or use it for any profit-making activity or commercial gain
- You may freely distribute the URL identifying the publication in the public portal

#### Take down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

# Het Europees monetair instrumentarium

In het Algemeen Overzicht van het zojuist verschenen Verslag van De Nederlandsche Bank over 1991 gaat de President uitvoerig in op de gevolgen van de Economische en Monetaire Unie (EMU) voor het budgettaire en monetaire beleid in Nederland en de overige lidstaten van de Europese Gemeenschap. Hij filosofeert hierin over het harmoniseren van de instrumenten van het monetaire beleid in de verschillende landen. De harmonisatie van het monetair instrumentarium zal de komende jaren ongetwijfeld een van de voornaamste taken van het Comité van Centrale Bankpresidenten en vervolgens van het Europees Monetair Instituut (EMI) zijn. Doorslaggevend voor het ontstaan van een Europees monetair instrumentarium zullen zijn de mate en het tempo waarin de nationale geld- en kapitaalmarkten toegroeien naar één homogene, Europese geld- en kapitaalmarkt.

In vrijwel alle Westeuropese landen wordt tegenwoordig monetair beleid gevoerd met een systeem van indirecte kredietbeheersing. Dit houdt in dat de centrale bank in deze landen de kredietverlening door het bankwezen, en daarmee de binnenlandse liquiditeitscreatie, beïnvloedt via de (interbancaire) geldmarkt. De (interbancaire) geldmarkt tracht zij op middellange termijn te sturen door middel van haar officiële tarieven en op korte termijn met behulp van haar geldmarkttransacties in de interbancaire en/of open markten. Als gevolg van het proces van financiële liberalisatie en integratie in de Gemeenschap bestaat een hoge mate van convergentie bij het monetaire instrumentarium van de lidstaten. Dit betekent o.a. dat er geen ruimte meer bestaat voor directe, marktver-

storende instrumenten, zoals kredietplafonnering en restricties op kapitaalverkeer.

Er bestaat een duidelijke tendens naar indirecte, volledig marktconforme instrumenten welke onder te verdelen zijn in drie categorieën:

- de geldmarkttransacties (outright purchases en repurchase agreements) als een actief instrument op korte termijn;
- de officiële kredietfaciliteiten (tarieven en contingenten) als een actief instrument op middellange termijn;
- de verplichte kasreserves als een passief instrument op lange termijn in de zin van een 'automatische rem' op monetaire expansie.

Wat betreft de kasreserveregeling moeten we voor de toekomst mijns inziens vooral kijken naar de Mindestreserven in Duitsland, waarbij de reservepercentages hoger zijn naarmate liquide activa een groter bestedingskarakter hebben. De Deutsche Bundesbank hanteert de minimumreserves de laatste jaren echter niet als actief instrument vanwege de nogal lange en onvoorspelbare beleidsvertragingen.

Het is evident dat de voornoemde drie instrumenten elkaar bijna volledig in werking overlappen, aangezien zij alleen hun invloed via de geldmarkt uitoefenen. Experimenten van bijvoorbeeld de Banque de France in juni/juli 1987 en in mei/juni 1988 met een contraire policy mix van officiële tarieven en kasreserveverplichtingen toonden dan ook aan dat er geen onafhankelijkheid tussen deze beide instrumenten bestaat<sup>1</sup>.

Naar verwachting zal de vormgeving van de eerdergenoemde drie instrumenten in de (aanloop naar de) tweede fase van EMU voorlopig sterk verschillen en zal zij



worden bepaald door de financiële instituties en de monetaire beleidstraditie in het betreffende land. De kernvraag die zich bij de harmonisatie van het monetaire instrumentarium zal voordoen is in hoeverre er voor de verschillende centrale banken ruimte zal blijven bestaan om hun monetaire instrumenten in de derde fase van EMU afwijkend in te vullen. Anders gezegd, kan er in de lidstaten een volkomen convergentie van nationale geldmarktrentes optreden zonder een volledige gelijkshakeling van de monetaire instrumenten? Dit laatste impliceert dat de nationale centrale banken in de derde fase een zuiver operationele functie zullen krijgen, zoals de Federal Reserve Banks in de Verenigde Staten. Uitgangspunt hierbij zal het beginsel van subsidiariteit zijn. Dit beginsel houdt in dat de overdracht van bevoegdheden naar hogere niveaus beperkt dient te worden tot die gebieden waar deze bevoegdheden noodzakelijk zijn en dat ze, voorzover mogelijk, toegekend moeten worden aan lagere niveaus. Immers, de federatieve organisatie van het Europees Stelsel van Centrale Banken impliceert dat zijn Raad slechts verantwoordelijk is voor het gemeenschappelijke monetaire beleid en dat de nationale centrale banken belast zijn met de zelfstandige, operationele uitvoering van de monetair-politieke besluiten door de Raad. Niettemin kan het streven naar subsidiariteit op gespannen voet komen te staan met de effectiviteit van het monetaire instrumentarium.

In concreto zullen de meeste centrale banken in de Gemeenschap niet alleen hun instrumentarium ingrijpend moeten aanpassen. Tevens zullen zij naar verwachting, reeds in de tweede fase van de EMU, meer autonomie ten opzichte van de nationale overheden bij de toepassing van hun instrumenten dienen te verwerven. De Bank of England zal dan weer een Minimum Lending Rate moeten instellen als een vloer voor de geldmarktrente. Daarnaast zal zij een effectieve kasreserveregeling moeten implementeren,

ook al wordt deze door de City als een belasting voor het bankwezen ervaren. Dit laatste geldt eveneens voor een off-shore financieel centrum als Luxemburg. Wellicht zullen sommige centrale banken – bijvoorbeeld De Nederlandsche Bank – overgaan tot het instellen van een plafond voor de geldmarktrente naar analogie van de Lombardsatz in Duitsland en de Taux des Pensions de 5 à 10 Jours in Frankrijk. Verder zullen de bestaande kasreserveregelingen in de lidstaten qua percentages, bases en periodes veel beter op elkaar afgestemd moeten worden. Dit is niet alleen nodig om een level playing field voor het Europese bankwezen te creëren, maar ook om de convergentie naar één Europees geldmarkt te versnellen doordat de nationale geldmarktrentes meer vergelijkbaar worden. Tenslotte zal de wettelijke verplichting voor de Banca d'Italia om maximaal 14% van de overheidsuitgaven automatisch te financieren bij het ingaan van de tweede fase opgeheven worden. Dit geldt ook voor vergelijkbare regelingen van de overige Zuideuropese centrale banken.

Over het algemeen zal de harmonisatie van het monetair instrumentarium gebonden zijn aan twee essentiële randvoorwaarden: volledige marktconformiteit van en geen verstoring van de concurrentieverhoudingen door de verschillende monetaire instrumenten. Daarbij dient niet verontachtzaamd te worden dat er tussen de nationale centrale banken eveneens een convergentie in beleidshorizon moet plaatsvinden bij de toepassing van hun instrumenten. Het verwezenlijken van prijsstabiliteit vereist een (zeer) lange beleidshorizon die meerdere politieke cycli omvat. Helaas is dit nog niet tot alle centrale banken in Europa doorgedrongen. ❖

*Dr S.C.W. Eijffinger*

1. Voor een uitgebreidere beschrijving hiervan: S.C.W. Eijffinger, *Konvergenz in der Geldpolitik – das Beispiel Deutschland – Frankreich*, in: M. Weber (red.), *Europa auf dem Weg zur Währungsunion*, Wissenschaftliche Buchgesellschaft, Darmstadt, 1991, pp. 171-192.