

1994-03

ET

Faculteit der Economische Wetenschappen en Econometrie

05348

Serie Research Memoranda

Harmonisatie van het Monetaire Instrumentarium in de EMU

H. Schong
D. van der Wal

Research Memorandum 1994-3

Februari 1994





HARMONISATIE VAN HET MONETAIRE INSTRUMENTARIUM IN DE EMU

H. Schong

*D. van der Wal **

februari 1994

Samenvatting: Nu de tweede fase van de EMU is ingetreden wordt ook de vraag relevant welke monetaire instrumenten de toekomstige Europese centrale bank zal gaan hanteren. Beargumenteerd wordt dat zowel de centrale rol van de Bundesbank alsmede principes als effectiviteit, concurrentieverhoudingen en kosten voor het bankwezen hierbij de leidraad zouden moeten zijn. Naast instrumenten als herfinancieringsfaciliteiten en openmarktpolitiek zou de ECB uitgerust kunnen worden met een rentedragende kasreserve. Op korte termijn zal harmonisatie van het monetaire instrumentarium een nadelige invloed kunnen hebben op de rentabiliteit van het Nederlandse bankwezen.

* De auteurs zijn als student resp. docent verbonden aan de Vrije Universiteit, vakgroep Algemene Economie. Zij danken Prof. dr F.A.G. den Butter, dr H. Garretsen en drs G. Korteweg voor hun waardevolle opmerkingen bij een eerdere versie. De verantwoordelijkheid voor de tekst berust alleen bij de auteurs.



1. INLEIDING

Met het ondertekenen van het Verdrag betreffende de Europese Unie (Verdrag van Maastricht) in februari 1992, is de basis gelegd voor een verdergaande economische integratie van de lid-staten van de EG. Het sluitstuk is de vorming van een Economische en Monetaire Unie (EMU).'

De huidige monetaire praktijk, waarbij Duitsland een geldhoeveelheidsbeleid voert dat gericht is op inflatiebestrijding en waarbij de overige EMS-landen pogen hun munten ten opzichte van de D-mark te handhaven, komt dan te vervallen. Daarvoor in de plaats komt een gemeenschappelijk monetair beleid dat door de toekomstige Europese Centrale Bank (ECB) vastgesteld zal worden. Dit is ook noodzakelijk, aangezien de verschillende nationale geldmarkten dan versmolten zullen zijn tot één grote EMU-geldmarkt. Nationale verschillen in renteniveaus zullen zijn verdwenen.

Het is duidelijk dat voor de uitvoering van een gezamenlijk monetair beleid ook een gemeenschappelijk monetair instrumentarium nodig is. De verschillende nationale monetaire instrumenten zullen daar in de loop van de tweede fase van de EMU dus op moeten worden aangepast (harmonisatie).

De vraag die in dit artikel dan ook centraal zal staan is welke instrumenten in de toekomst door de ECB gebruikt zouden kunnen gaan worden. Omdat de instrumenten van monetaire politiek direct aangrijpen op het geldscheppende bankwezen gaan wij tevens na welke effecten deze harmonisatie kan hebben op de Nederlandse banken.

2. DOELEN EN AANGRIJPINGSPUNTEN MONETAIRE BELEID

In veel landen vormt prijsstabiliteit het ultieme doel van monetair beleid. Centrale banken kunnen dit doel veelal niet rechtstreeks beïnvloeden. Daarom richten zij zich op zgn. intermediaire doelen, die in verband staan met het ultieme doel en tevens kunnen worden beïnvloed met de beschikbare instrumenten van monetaire politiek. Voorbeelden hiervan zijn de geldhoeveelheid en de kapitaalmarktrente. In aansluiting op de huidige situatie in Europa, beperken we ons voorlopig tot de geldhoeveelheid als intermediaire doelgrootte (geldhoeveelheidsbeleid). Zelfs dit intermediaire doel is vaak lastig te beïnvloeden op de korte termijn. Daarom richten centrale banken zich veelal op zgn. operationele doelen die een nauwe relatie hebben met zowel de instrumenten als het intermediaire doel. Zo kan de geldhoeveelheid in principe worden bestuurd via beïnvloeding van de kasreserves van banken ("reserves operating procedure") of via de geldmarktrente ("interest rate operating procedure"). Zowel deze bancaire kasreserves als de geldmarktrente kunnen direct worden beïnvloed met monetaire instrumenten. Omdat beide aangrijpingspunten verbonden zijn met de geldmarkt is duidelijk geworden dat het monetaire beleid zich op deze markt afspeelt.

Op de geldmarkt vragen en bieden de banken en de monetaire autoriteiten (centrale bank en Schatkist) girale tegoeden bij de centrale bank. De functie van de geldmarkt is het zoveel mogelijk in elkaar passen van tijdelijke kasoverschotten en kastekorten van banken. Bij kasoverschotten proberen de banken deze rentegevend uit te zetten. Bij kastekorten moeten banken geld lenen bij de centrale bank ("lender of last resort") die hiervoor een rente in rekening brengt. Door verhoging of verlaging van haar rentetarieven kan de centrale bank haar krediet duurder of goedkoper maken en daarmee het niveau van de geldmarktrente bepalen.

Hoewel de crises in het Europese Monetair Stelsel (EMS) van september 1992 en van juli/augustus 1993 grote onzekerheden hebben opgeroepen over het ingangstijdstip en de deelnemende landen, gaan wij er hier van uit dat de EMU vroeger of later daadwerkelijk tot stand zal komen.

3. HUIDIGE MONETAIRE INSTRUMENTARIUM IN EEN AANTAL EUROPESE LANDEN

Na deze globale introductie zullen wij bekijken welke monetaire instrumenten er op dit moment gehanteerd worden in Duitsland, Frankrijk, Nederland en België. Deze keuze valt samen met de visie dat de EMU in de toekomst wel eens gestart zou kunnen worden met een kopgroep van landen die hebben aangetoond een betrouwbaar monetair beleid te kunnen voeren.² Duitsland voert in dit verband al jaren een beleid gericht op het beperken van de groei van de geldhoeveelheid, via het beïnvloeden van de geldmarktrente. Een naar de mening van de Bundesbank te hoge geldgroei probeert zij tegen te gaan door een hogere geldmarktrente te bewerkstelligen. De andere landen proberen in het kader van het EMS hun munten stabiel te houden ten opzichte van de D-mark. Voor deze wisselkoersstabilisatie is het van groot belang dat deze landen de geldmarktrente op een voldoende aantrekkelijk peil weten te houden tegenover de rente in Duitsland. Kortom, in alle beschouwde landen staat momenteel het sturen van de geldmarktrente centraal. De in tabel 1 te bespreken instrumenten zijn hier dan ook van afgeleid.

Tabel 1 hier

Met behulp van de zgn "permanente" instrumenten kan de geldmarktrente op de wat langere termijn worden gestuurd, terwijl de "tijdelijke" instrumenten ingezet kunnen worden om de geldmarktrente op zeer korte termijn flexibel te beheersen ("fine tuning").³

3.1 permanente instrumenten

Uit Tabel 1 is reeds af te lezen dat de *kasreserveregelingen* in de onderscheiden landen nogal verschillen. In het algemeen moeten banken onder een kasreserveregeling kasmiddelen bij de centrale bank aanhouden naar rato van hun aangetrokken deposito's. Hoe meer deposito's banken creëren, des te meer kasreserves zij moeten aanhouden. Een kasreserve vervult daarbij onder meer de volgende functies.

Ten eerste sluiten wij aan bij de hiervoor beschreven feitelijke situatie, waarbij de geldmarktrente effectief moet worden gestuurd. Door namelijk reserve-eisen te stellen, beoogt de centrale bank kastekorten bij banken te kweken, waardoor deze banken vervolgens aanspraak moeten maken op de kredietfaciliteiten van de centrale bank. Met het tarief op deze faciliteiten wordt in feite de geldmarktrente "gezet". Derhalve vormt dit structureel "rood staan" van de banken bij de centrale bank de basis voor de effectiviteit van de overige monetaire instrumenten.

Ten tweede kan een kasreserve, in het kader van een "reserves operating procedure" de functie van een automatische rem op de kredietverlening vervullen. In tegenstelling tot het vorige

² Hoewel volgens Beetsma en Koedijk deze kopgroep tevens uit Denemarken bestaat, is dit land niet in de inventarisatie opgenomen vanwege de uitzonderingsstatus t.e.v. deelname aan de derde fase van de EMU (zie R.M.W.J. Beetsma en C.G. Koedijk, *De nieuwe kleren van de keizer*, ESB, 18 augustus 1993).

³ Uiteraard is elke schematisering van in verschillende landen uiteenlopende instrumenten altijd wat geforceerd. Zo zou men bv. kunnen beargumenteren dat in België de wettelijke voorschotten meer een tijdelijk karakter hebben omdat wettelijke de rente op de uitgifte van deze voorschotten aangepast kan worden.

punt, wordt er hier vanuit gegaan dat de centrale bank niet (volledig) de kastekorten aanzuivert. Door dit kastekort zal niet alleen de geldmarktrente stijgen, maar zijn de banken ook genoodzaakt hun kredietverlening af te remmen. Overigens wordt deze functie in geen der beschouwde landen op dit moment beoogd.

Ten derde biedt een gemiddeld over een bepaalde periode aan te houden kasreserve banken de mogelijkheid om deze reserves aan te wenden voor het vereffenen van tijdelijke liquiditeitsbehoeften (zg. liquiditeitsbuffer). Hierdoor kunnen al te grote fluctuaties in de geldmarktrentes worden voorkomen.

Ten vierde heeft een kasreserve, indien niet-rentedragend, ook nog een kosteneffect. Hiermee wil de centrale bank bereiken dat de banken de rentederving op de kasreserves doorberekenen in de debet- en creditarieven. Hierbij wordt de kredietvraag afgeremd en zal via substitutie naar niet onder het geldhoeveelheidsbegrip vallende financiële titels ook langs deze weg de monetaire expansie worden beperkt.

In *Duitsland* moeten de banken ter zake van de *Mindestreserven*-regeling tegenover een bepaald deel van hun zgn. reserveplichtige passiva een renteloos tegoed bij de Bundesbank aanhouden.⁴ Hoewel de Bundesbank officieel de automatische rem zegt na te streven⁵, vult zij in de praktijk de hierdoor ontstane kastekorten min of meer aan.⁶ Omdat de Duitse centrale bank bovendien bij voortdurend de structurele schuldpositie van het bankwezen en de bufferfunctie van de kasreserve benadrukt⁷, lijkt het weinig twijfel dat de kasreserve vooral hiertoe dient.

Ook in *Frankrijk* zijn de banken verplicht een renteloze kasreserve aan te houden tegenover een deel van hun direct opvraagbare tegoeden en overige monetaire passiva.⁸ De Banque de France beoogt hiermee in principe hetzelfde als de Bundesbank. Een verschil is echter dat Frankrijk in verband met de wisselkoersdoelstelling de geldmarktrente moet kunnen sturen met de officiële tarieven.

Terwijl de Duitse en Franse kasreserveregelingen qua vormgeving en werking redelijk op elkaar lijken, is in *België* momenteel geen kasreserveplicht van kracht. Ook *Nederland* wijkt behoorlijk af. Ten eerste hanteert DNB het onderscheid tussen de geldmarkt kasreserve en de monetaire kasreserve, welke laatste op het kosteneffect aangrijpt. De geldmarkt kasreserve handhaaft de schuldpositie van de banken bij DNB waardoor effectieve sturing van de geldmarktrente, met het oog op de positie van de gulden in het EMS, mogelijk blijft (zgn. "klein" monetair beleid). De monetaire kasreserve richt zich op beperking van de bancaire geldschepping ("groot" monetair beleid).⁹ Ten tweede hoeven de Nederlandse banken de monetaire kasreserve niet daadwerkelijk aan te houden bij DNB, doch kunnen zij volstaan met het betalen van de rentekosten hierover. Ten

⁴ De kasreserveverplichtingen hebben betrekking op gelden, aangetrokken van ingezetenen (voor zover dit niet-banken betreffen) en niet-ingezetenen, ongeacht de valuta waarin zij luiden (Hilbers, Rotte & Van der Werff, De Nederlandse monetaire kasreserveregeling in Europees perspectief, *Bank- en Effectenbedrijf*, januari/februari 1990, p.39). Het object van de kasreserveregeling is dus ruimer dan de tot het Duitse geldbegrip behorende bancaire verplichtingen. Buitenlandse verplichtingen en valute-verplichtingen tegenover ingezetenen maken daar immers geen deel van uit.

⁵ H. Tietmeyer, Geldpolitik in europäischer Verantwortung, Deutsche Bundesbank, *Auszüge aus Presseartikeln*, no.4, 18-1-1994.

⁶ Zie S.E. Weiner, The changing role of reserve requirements in monetary policy, Federal Reserve Bank of Kansas City, *Economic Review*, fourth quarter 1992.

⁷ Zie H. Hesse, Ist eine reform der Mindestreservpolitik geboten?, Deutsche Bundesbank, *Auszüge aus Presseartikeln*, no.38, 24-5-1991 en Zentralbankrat beschließt Neugestaltung und Senkung der Mindestreserve, Deutsche Bundesbank, *Auszüge aus Presseartikeln*, no.5, 24-1-1994.

⁸ Daarmee sluit het object van de kasreserveregeling nauw aan op de bancaire verplichtingen die van het Franse geldbegrip deel uitmaken.

⁹ Deze renteloze monetaire kasreserve is, i.t.t. Duitsland en Frankrijk, gerelateerd aan een overmatige groei van het netto geldscheppend bedrijf (NGB) van het bankwezen (bestaande uit de binnenlandse kredietverlening van de banken verminderd met de voor lange termijn aangetrokken middelen).

derde kan de monetaire kasreserveregeling geactiveerd worden voor een periode van maximaal één jaar en heeft dus, i.t.t. Duitsland en Frankrijk, geen permanent karakter.

Omdat in elk beschouwd land het bankwezen een collectief kastekort kent en dus een beroep moet doen op de centrale bank, heeft deze laatste herfinancieringsfaciliteiten in het leven geroepen. De prijs van deze faciliteiten staat voor Duitsland in het teken van de geldgroei-doelstelling en voor de andere landen in het teken van de wisselkoersdoelstelling. Deze faciliteiten kunnen ruwweg worden verdeeld in een basiskrediet en aanvullende geldmarktsteun. Met betrekking tot dit *basiskrediet* kunnen de banken onder het *Duitse* discontobeleid een beroep doen op de centrale bank tegen de zgn. *Diskontsatz*. Deze faciliteit is aan een maximum gebonden (*Normkontingent*) en wordt verleend op basis van onderpand. Daarnaast hebben de banken normaliter de beschikking over de duurdere maar onbepaalde Lombardfaciliteit, waarvan de prijs (*Lombardsatz*) in theorie de bovengrens voor de interbancaire geldmarktrente vormt.

In *Frankrijk* kan de centrale bank via twee herfinancieringsfaciliteiten de geldmarktrente tussen een boven- en een ondergrens sturen. Het *Nederlandse* contingentsbeleid regelt de voorwaarden (prijs en volume) waarop de banken een beroep kunnen doen op de kredietfaciliteiten van DNB. In *België* zijn de officiële tarieven vooral van symbolisch belang.¹⁰ Het feitelijke basisinstrument is de wekelijkse toewijzing van voorschotten aan de banken.

3.2 tijdelijke instrumenten

Daar de basissteun van de centrale bank niet toereikend is om de kastekorten van de banken aan te vullen, hebben deze behoefte aan *aanvullende steun*. Dit wordt verstrekt in de vorm van speciale beleningen (Duitsland, Nederland) dan wel via interbancaire interventies (Frankrijk) en vereffening van einddagsaldi (België). De tarieven op deze extra steun, die op zeer korte termijn en heel flexibel kunnen worden gestuurd ("fine tuning"), bepalen in feite de geldmarktrente.

De in 1993 in Duitsland geïntroduceerde liquiditeitstitels (*Bullis*)¹¹ zouden kunnen worden gezien als een gedeeltelijke vervanging van de kasreserve. Zij zijn ontstaan om de vrijgekomen kasmiddelen als gevolg van een verlaging van de kasreserveverplichting te absorberen. Deze titels kunnen tevens aangeboden worden aan niet-banken, waardoor nu ook een plotselinge liquiditeitenaanwas bij het publiek kan worden gebonden. Overigens overweegt DNB om op korte termijn ook dergelijke titels uit te geven. Tot nu toe beschikte DNB nl. niet over een openmarktportefeuille om de geldmarkt te besturen.¹²

4. TOEKOMSTIGE MONETAIRE INSTRUMENTARIUM IN DE EMU

Uit de inventarisatie in het voorafgaande blijkt dat er op dit moment nog internationale verschillen bestaan in de vorm en werking van de monetaire instrumenten. Het zal dan ook niet eenvoudig zijn om voor de aanvang van de derde fase deze instrumenten op één lijn te krijgen. Wanneer we zicht

¹⁰ Het betreft twee tarieven: de discontovoet, die wordt toegepast voor de verdiscontering van een gering bedrag aan handelsswissels, en de rente voor voorschotten boven een tevoren vastgesteld bedrag.

¹¹ Zie voor een meer uitvoerige beschouwing W.W. Boonstra, Duitse Mindesterreserven nader beschouwd, *Bank- en Effectenbedrijf*, mei 1992, p.25 en R.Th.L. Moonen, "Bullis" dempen effect van vermindering Duitse kasreserve, *Bank- en Effectenbedrijf*, april 1993, p.25.

¹² *Financieel Dagblad*, 21-1-1994.

willen krijgen op het toekomstige ECB-instrumentarium, dan dienen we rekening te houden met juridische, politieke en economische eisen.

Wat betreft de juridische eisen kan worden geconcludeerd dat de ECB-statuten voldoende ruimte bieden voor een gevarieerd en adequaat monetair beleidsinstrumentarium. Voorts verlangt de politieke realiteit ons te bedenken dat Duitsland in de derde fase van de EMU feitelijk haar monetaire zelfstandigheid verliest, terwijl de overige deelnemende landen juist monetaire zeggenschap winnen.¹³ Het is in dat opzicht niet verwonderlijk dat de ECB is gemodelleerd naar het voorbeeld van de Bundesbank. Tevens ligt het dan voor de hand te veronderstellen dat ook het ECB-instrumentarium in eerste aanleg gebaseerd zal worden op het bestaande Duitse instrumentarium.

4.1 economische eisen aan het toekomstige ECB-instrumentarium

Naar onze mening zouden drie economische eisen of criteria moeten worden toegepast bij de keuze van het ECB-instrumentarium¹⁴:

1. effectiviteit

De primaire doelstelling van de ECB is het handhaven van prijsstabiliteit. Zoals reeds gesteld, zou dit bereikt kunnen worden via een geldhoeveelheidsbeleid of via een rentebeleid gericht op beïnvloeding van de kapitaalmarktrente. Het voert te ver om in dit artikel uitvoerig op deze problematiek in te gaan. Tot nu toe is het Duitse geldhoeveelheidsbeleid redelijk succesvol gebleken bij de inflatiebestrijding. Met dit beleid heeft de Bundesbank relatief veel geloofwaardigheid in de markt opgebouwd. Het lijkt daarom raadzaam dat de ECB deze monetaire strategie overneemt, om de onzekerheid over het toekomstige Europese monetaire beleid bij de overgang naar de derde fase te minimaliseren. Daartoe is het van het grootste belang dat de ECB met het haar ter beschikking staande instrumentarium op effectieve wijze de geldmarktrente in de EMU kan sturen en daarmee een ruim gedefinieerd geldhoeveelheidsbegrip.

2. level playing field

Dit argument houdt in dat de concurrentievoorwaarden voor het bankwezen dat onder monetair toezicht van de ECB staat in principe gelijk moeten zijn. Door de harmonisatie van het instrumentarium mag het Duitse bankwezen bijvoorbeeld niet "beter af zijn" dan het Nederlandse bankwezen. Dit vereist niet alleen harmonisatie van het instrumentarium maar ook dat van het statistisch kader. Bij de verdeling van geldmarktsteun onder de banken zouden de nationale centrale banken niet zonder meer hun op nationale definities gebaseerde verdeelsleutels mogen toepassen. Immers, deze definities zullen in de meeste landen verschillen, zodat hierdoor de concurrentieverhoudingen worden scheefgetrokken. Voorkomen moet worden dat bv. een bank in Duitsland van het goedkopere discontokrediet gebruik mag maken, terwijl een vergelijkbare bank in Nederland louter vanwege definitieverschillen meer is aangewezen op duurdere speciale beleningen.

3. kosten voor het bankwezen

Het ECB-instrumentarium moet zó worden ontworpen, dat de kosten (of: nadelen) voor het bankwezen zo gering mogelijk zijn. Gezien de toch al krappe rentemarges in het bankwezen en

¹³ Immers: iedere centrale bank heeft in de toekomstige ECB-raad statutair een even grote stem als de Bundesbank.

¹⁴ Zie L. Hoogduin & G. Korteweg, monetary policy on the road to EMU, in: S.C.W. Eijffinger & J.L. Gerards, *European monetary integration and the financial sector*, NIBE, Amsterdam, 1993.

gezien het feit dat de rentabiliteit van het bankwezen door de EMU aanvankelijk naar verwachting nog verder zal worden uitgehold, is dit een zeer wezenlijk punt.”

4.2 toetsing

Welke van de in Tabel 1 genoemde instrumenten mogen nu door naar de volgende ronde, naar de derde fase van de EMU?

Om de EMU-geldmarktrente effectief te kunnen sturen zal de ECB op de eerste plaats een permanent instrumentarium nodig hebben, met officiële tarieven waar een grote signaalwerking van uitgaat. Met het oog op de sturing van de geldmarktrente kunnen deze officiële tarieven dan een bodem en plafond aangeven, waarbinnen de rente zich, naar de mening van de ECB, op de wat langere termijn zou moeten bewegen. In aanmerking komen dan de permanente faciliteiten zoals die door Duitsland, Frankrijk en Nederland worden gehanteerd.” Mede gezien vanuit de politieke eisen, lijkt het voor de hand te liggen dat de ECB uitgerust gaat worden met een soort Lombard- en discountfaciliteit. Deze instrumenten scoren overigens niet alleen goed op criterium 1, maar tevens op 2 en 3. Alle banken in de EMU-landen kunnen dan immers tegen dezelfde voorwaarden en hetzelfde tarief een beroep doen op deze faciliteiten, die daarnaast niet onnodig duur zijn.

Op de tweede plaats zal de ECB de geldmarktrente pas echt flexibel kunnen sturen wanneer zij de beschikking heeft over tijdelijke instrumenten. Openmarktbeleid en in mindere mate ook valutaswaps zijn daarvoor geëigende instrumenten. Onder de tijdelijke instrumenten zullen de speciale beleningen waarschijnlijk een ruime plaats innemen. Met het belenen van (staats)schuldpapier voor de korte en zeer korte termijn kunnen de geldmarkttarieven immers heel secuur worden gestuurd. Analoog aan de redenering hierboven scoren deze instrumenten niet alleen goed op criterium 1, maar tevens op 2 en 3.

Op de derde plaats lijkt het hanteren van een kasreserve een aantal voordelen te hebben. Door de tekorten die de centrale bank hiermee creëert, roept zij niet alleen de reeds genoemde liquiditeitsbuffer in het leven, maar is tevens effectieve sturing van de geldmarktrente mogelijk met bovengenoemde permanente en tijdelijke instrumenten. Hierdoor scoort dit instrument goed op criterium 1.

Hiervoor bleek dat de Bundesbank een *Mindestreserve* hanteert. Mocht de ECB tot een kasreserve besluiten, dan lijkt het ons niet verstandig om dit instrument in die vorm in te zetten. Als eerste reden voeren wij daartoe aan dat een renteloze kasreserve op EMU-niveau zou leiden tot onnodig hoge kosten voor het bankwezen (strijdig met eis 3). Als banken deze impliciete belasting niet kunnen afwentelen door de scherpe concurrentie met niet-bancaire kredietverschaffers, zal hun rentabiliteit verder worden aangetast. Wordt deze belasting ten dele voortgewenteld in de debettarieven, dan zullen de meeste grotere bedrijven wel in toenemende mate kunnen uitwijken naar de kapitaalmarkt (disintermediatie), maar zal het midden- en klein bedrijf worden geconfronteerd met hogere rentelasten. Een tweede reden is dat het hanteren van de *Mindestreserve* op EMU-niveau zou leiden tot een ongelijk financieel speelveld (strijdig met eis 2). De Bundesbank verleent het Duitse bankwezen nl. allerlei ondoorzichtige tegenprestaties, waardoor de "pijn" van de renteloze

¹¹ Zie hieronder en ook W.W. Boonstra, R. Dinkhuijsen en J. De Leeuw, *Bankwezen en Europese integratie - gevolgen van de EMU, Rotterdamse Monetaire Studies*, 11e jaargang nr. 4, Wolters-Noordhoff, Groningen, 1993.

¹² België wijkt teveel af: zoals gesteld hebben de officiële tarieven daar vooral een symbolische functie. Bepalend zijn de tarieven die worden gehanteerd voor de vereffening van de eindgelden.

kasreserve wordt verzacht." Wanneer nu in andere landen geen of andere "tegenprestaties" worden verricht dan leidt dit tot ongelijke concurrentieverhoudingen. Een derde reden beheist het effectiviteitscriterium. Een renteloze kasreserve kan tevens leiden tot een lagere creditrente op de monetaire passiva waardoor de disintermediatie toeneemt. Zo kan er een steeds groter "geldcircuit" ontstaan buiten het bankwezen. Banken zullen voorts productiefactoren inzetten om de reserveverplichtingen te ontlopen o.m. door het introduceren van nieuwe financiële producten die in feite dezelfde diensten verschaffen. Hiermee ontstaat niet alleen een inefficiënte allocatie maar krijgen de monetaire autoriteiten juist minder grip op de monetaire expansie.

Om aan deze bezwaren tegemoet te komen, lijkt het ons verstandiger - indien de ECB tot een kasreserve zou besluiten - deze rentedragend te maken. Diverse voordelen komen dan samen: een marktconforme rentevergoeding neemt het nadeel van disintermediatie en een verminderende effectiviteit weg, terwijl de banken toch behoefte houden aan centrale bankgeld, zodat nauwkeurige sturing van de geldmarktrente mogelijk blijft. Tevens kan de kasreserve dan in de liquiditeitsbuffer-functie voorzien. Tenslotte moet uiteraard wel gelden dat in alle EMU-landen de kasreservepercentages gelijk zijn, evenals het object van die kasreserve en zullen allerlei (ondoorzichtige) tegenprestaties achterwege moeten en dan ook kunnen blijven."

Men kan zich afvragen of en in hoeverre de tekortcreërende en liquiditeitsbuffer-functie van een rentedragende kasreserve kan worden overgenomen door de eerder genoemde liquiditeitstitels. Hoewel deze titels in belang toenemen, zal de praktijk dit nog moeten uitwijzen. Voor een beleid dat aangrijpt bij de sturing van de geldmarktrente is een voldoende groot collectief kastekort van de banken in het EMU-gebied in elk geval wel noodzakelijk.

Bij de bespreking van de merites van de kasreserve zijn wij tot nu toe uitgegaan van een "interest rate operating procedure". De automatische rem-functie speelde hierin geen rol. In de alternatieve monetaire strategie van een "reserves operating procedure" wordt deze functie juist beoogd. Omdat de ECB dan bewust de kastekorten van de banken niet (volledig) aanvult, remt dit automatisch de kredietverlening af. Tegelijk zal de geldmarktrente stijgen, maar minder beheerst dan in het geval van een "interest rate operating procedure". Het is de vraag echter of de ECB voor deze automatische rem-functie zal gaan kiezen, gelet op de huidige wijdverbreide toepassing en ervaring met geldmarkt-rente-sturende instrumenten.

5. GEVOLGEN VAN DE HARMONISATIE VOOR HET NEDERLANDSE BANKWEZEN

Hieronder zullen wij niet ingaan op de macro- of micro-economische effecten van de vorming van een monetaire unie als geheel". In aansluiting op het voorgaande beoordelen wij de effecten van de

¹⁷ De belangrijkste zijn dat de Bundesbank de kosten van het betalingsverkeer voor haar rekening neemt en dat de banken een vorm van rentesubsidie ontvangen. Zie voor details: Boonstra (1992, p.27). Overigens pleit de Federal Reserve Board al jaren voor een rentedragende kasreserve in de VS om de nadelige effecten voor het bankwezen en kredietnemers weg te nemen (zie J. Feinman, *Reserve requirements: history, current practice and potential reform*, *Federal Reserve Bulletin*, vol. 76 no.6, 1992).

¹⁸ M.b.t. het object van de kasreserve zal er nog een interessante discussie gevoerd moeten worden. Moet de rentedragende kasreserve aangrijpen bij de groei van de monetaire passiva van het bankwezen of alleen bij het door banken gecreëerde deel daarvan? In navolging van de Nederlandse traditie lijkt het correcter banken alleen verantwoordelijk te stellen voor hun eigen geldschepping.

¹⁹ Zie voor een overzicht N. Brunia & E. Sterken, De twee zijden van één Europese munt, *ESB*, 7 juli 1993.

harmonisatie van monetaire instrumenten en procedures op het bankwezen. Naar onze mening zijn vijf effecten daarbij direct van belang.

Als eerste zal de harmonisatie en de daarmee gepaard gaande versmelting van de verschillende geld- en kapitaalmarkten leiden tot een nog grotere concurrentie tussen financiële instellingen. Immers: de markt wordt meer liquide, meer doorzichtig en financiële titels worden uiteindelijk genoteerd in één gemeenschappelijke valuta. Verder is er binnen het EMU-gebied sprake van een uniforme geldmarktrente. Daarmee tendeeft de markt naar een situatie van volkomen concurrentie met een "bijbehorende" lage rentemarge.

Ten tweede is uit het voorgaande duidelijk geworden dat als de ECB straks een kasreserve naar Duits voorbeeld gaat hanteren, dit voor de Nederlandse banken ongunstig zou uitpakken. Zij krijgen dan een extra last op hun schouders te dragen, waarschijnlijk zonder dat daar - zoals in Duitsland nu het geval is - verzachtende tegenprestaties tegenover staan. Dat betekent een verdere aantasting van de bancaire winstgevendheid vanwege het onnodig dure monetaire instrumentarium.

Een derde effect is de in het kader van de harmonisatie gewijzigde overlegprocedure tussen de banken en de toezichthouder (DNB). Volgens de oude regeling (WTK 1978) had DNB de plicht om met de banken te overleggen over de invoering van een nieuw monetair instrument. De banken konden op deze manier de nadelen van bv. de kasreserveregeling aanzienlijk beperken zonder afbreuk te doen aan de effectiviteit.²⁰ In de in 1993 ingegane nieuwe regeling (WTK 1992) hoeft DNB de banken nog slechts te "horen".

Als vierde effect kan worden genoemd de kosten van de harmonisatie van het betalingssysteem. Teveel uiteenlopende nationale betalingssystemen zijn niet alleen kosten-inefficiënt, maar mogen ook een gemeenschappelijk monetair beleid niet belemmeren. Daartoe dienen er arbitragemogelijkheden te zijn, om overal dezelfde prijs voor centrale bankmiddelen te bewerkstelligen. Deze arbitrage is pas mogelijk als de nationale betalingssystemen de internationale arbitragemogelijkheden niet in de weg staan. Interbancaire middelen zijn dan overdraagbaar over de landsgrenzen heen en kunnen worden benut voor vereffening van saldi op dezelfde dag.²¹ Overigens tonen ervaringen in de Verenigde Staten en Duitsland aan, dat een decentraal betalingssysteem een centraal gevoerd monetair beleid niet in de weg hoeft te staan. In die optiek zouden de bestaande betalingssystemen op onderdelen moeten worden geharmoniseerd. Voorwaarden zijn dat het uiteindelijke geïntegreerde betalingssysteem kosten-efficiënt uitpakt en er geen nationale verschillen resteren in de mate waarin deze kosten tot last van de banken komen.

Het vijfde effect betreft de rentestructuur. Omdat de ECB in het begin van de derde fase nog niet de anti-inflatie reputatie van de Bundesbank geniet, zal zij zich wellicht willen bewijzen door de monetaire rem extra in te trappen bij inflatiedreiging. Een en ander kan bijdragen aan een inverse(re) rentestructuur, hetgeen nadelig kan uitwerken op de bancaire rentemarges.

In het begin van fase drie - en deels in fase twee - zal het bankwezen met deze mogelijk nadelige effecten te maken krijgen. Een voordeel daarbij is dat de Nederlandse banken over een goede financiële uitgangspositie beschikken die zich, mede door de ingezette strategieën van kostenreductie en kwaliteitsverbetering, zal vertalen in lage fundingkosten. Op de langere termijn zal echter een efficiënte, stabiele monetaire omgeving ontstaan, waarvan ook Nederlandse banken zullen kunnen profiteren.

²⁰ Zie ook: Boonstra, Dinkhuijsen en De Leeuw (1993) p.59.

²¹ Zie ook C. Monticelli & J. Viñals, European monetary policy in stage three: what are the issues?, CEPR Occasional Paper no. 12, 1993.

6. CONCLUSIES

Wil de ECB op effectieve wijze de geldmarktrente kunnen sturen, dan zal zij de banken allereerst in een tekortsituatie moeten manoeuvreren. Een rentedragende kasreserve kan hierin voorzien en roept daarbij minder economische bezwaren op dan de Duitse Mindestreserve. Wij sluiten daarbij niet uit dat liquiditeitstitels deze functie van de kasreserve (gedeeltelijk) zullen overnemen. Verder zal de ECB de banken kredietfaciliteiten moeten verschaffen. Daartoe zal zij moeten beschikken over een permanent instrumentarium met officiële tarieven waar een grote signaalwerking van uitgaat. Een soort Lombard- en discontofaciliteit scoort daarbij goed op de geformuleerde criteria. Voor de "fine-tuning" zal de ECB verder moeten beschikken over tijdelijke instrumenten als valutaswaps en openmarktbeleid en uiteraard de speciale beleningen.

De effecten van deze harmonisatie van het monetaire instrumentarium op het Nederlandse bankwezen kunnen bestaan uit toenemende concurrentie en lagere rentemarges, extra lasten als de ECB een renteloze kasreserve zal opnemen, het wegvallen van het bancaire inspraakrecht m.b.t. nieuwe instrumenten, de kosten van de harmonisatie van het betalingssysteem en tenslotte een mogelijk omgekeerde rentestructuur. Deze effecten hebben op korte termijn een nadelige invloed op het Nederlandse bankwezen. Op de langere termijn zal echter in de EMU een stabiele monetaire omgeving ontstaan, waarvan ook het Nederlandse bankwezen kan profiteren.

Tabel 1 : overzicht huidige monetaire instrumentarium

Instrument	Duitsland	Frankrijk	Nederland	België
Permanent	.Kasreserve (structureel) .Discontobeleid .Lombardbeleid	.Kasreserve (structureel) .Herfinancieringsfaciliteiten	.Geldmarkt- kasreserve (structureel) .Monetaire kasreserve (niet structu- reel) .Contingents- beleid	.Geen Kas- reserve .Wekelijkse toewijzing vaste voor- schotten
Tijdelijk	.speciale beleningen .valutawaps .Openmarktbe- leid ("Bulis")	.interbancaire interventies .valutawaps .openmarkt- beleid	.speciale beleningen .valutawaps .openmarkt- beleid (liquidi- teitstitels)	.vereffening einddagsaldi .valutawaps .openmarkt- beleid