



*"De NMKN-kredietkontrakten
geven onze klanten een veilig gevoel.
Omdat wij geen addertjes wegmoffelen
onder het juridische gras."*



Met elke ondernemer tot gesprek bereid. Bel voor een afspraak op 02/214 12 41.

AGENCIË EPIDORSON RESEARCH

DE BELGISCHE GELDMARKT(EN) IN BEWEGING

*Danny CASSIMON
Sylvain PLASSCHAERT*

Danny Cassimon is als assistent Bedrijfseconomie verbonden aan de UFSIA. Zijn onderzoek situeert zich vooral op het domein van de financiële markten, met toepassingen op ontwikkelingslanden.

Sylvain Plasschaert is gewoon hoogleraar aan de UFSIA en buitengewoon docent aan de KUL. Hij doceert o.m. «Financiële Economie». Zijn talrijke publikaties, in het Nederlands, het Engels en het Frans, betreffen vooral belastingen en fiscale politiek in ontwikkelingslanden, de problematiek van het fiscaal federalisme in België, multinationale ondernemingen en internationale financiële markten.

Inleiding

Het Herdiscontering- en Waarborginstituut (HWI) vierde in 1985 zijn vijftigjarig bestaan. Op een prijsvraag over «De Belgische geldmarkt over tien jaar» kwamen althans drie merkwaardige collectieve studies tot stand. Het bekroonde werk, door een groep jonge economen, werd in boekvorm uitgegeven ⁽¹⁾. De twee andere werden afgedrukt in het menummer van het tijdschrift Bank- en Financieuzen – Revue de la banque ⁽²⁾.

(1) ACX, R. (NBB), LEFEBVRE, O. (IRES), PEREE, E. (Institut Universitaire Européen), QUINTYN, M. (NBB), en SCHREURS, R. (Gen. Bank), *De Belgische geldmarkt over tien jaar*, uitgave HWI, 1986; hierna geciteerd als de bekroonde studie of Acx e.a.
(2) BEX, M., CEYSSENS, R., DE COREL, L., HUYSMANS, W., SWINGS, A. en VANDEN EYNDE, W. (allen Kredietbank), «De Belgische geldmarkt over tien jaar: een uitdaging voor het HWI»; hierna geciteerd als KB-studie of Bex e.a.
MATTHIEU, M., ROGGEMANS, A., STRAET, J.P. en VAN ROY, T. (allen BBL), «Révolution informatique et marché monétaire: Esquisse de l'image du marché monétaire belge dans dix ans»; hierna geciteerd als BBL-studie of Matthieu e.a., beide verschenen in *Bank- en Financieuzen – Revue de la Banque*, mei 1986.

De geldmarkt in België is deze waarop financiële instellingen (FI) kortlopende financiële middelen verhandelen: overschotten worden tijdelijk belegd; deze sommen worden opgenomen door andere FI die liquiditeiten nodig hebben.

Men onderscheidt daarin vier deelmarkten, met name

- * de daggeldmarkt;
- * de interbancaire markt van deposito's in BF;
- * de markt van het privaatdisconto, waar het HWI centraal staat; en
- * de markt van overheidscertificaten, waarbij het Rentenfonds een nogal belangrijke rol vervult.

Het is geenszins de bedoeling hier uitvoerig in te gaan op voormelde studies, maar slechts de hoofdlijnen te belichten van de grotendeels convergerende analyses en beleidsimplicaties in deze voortreffelijke studies, die samen met het (jaar)verslag 1985 van het HWI (dat voor deze instelling de jongste kwarteeuw overschouwt) een rijke oogst van gegevens en inzichten verschaffen over de geldmarkt, die veelal weinig is gekend.

I. RECENTE EVOLUTIE

In recente jaren onderging het relatief belang van de vier deelmarkten aanzienlijke verschuivingen. Zulks blijkt duidelijk uit tabel 1.

Tabel 1: Uitstaande bedragen op de Belgische geldmarkt (in mrd BF)

	1970	1975	1980	1985
Daggeldmarkt	8,4	15,6	11,0	10,1
Interbancaire markt	44,9	167,0	384,2	608,8
Overheidscertificaten	60,7	78,5	257,2	1017,4
Privaatdisconto				
bankwaardig	16,3	24	64,9	21
niet bankwaardig	8,7	20,3	18,8	3,7

bedragen einde periode; voor daggeldmarkt daggemiddelde; voor privaatdisconto daggemiddelde stand bij HWI (omvat ook minieme transacties in overheidscertificaten op de secundaire markt).

Deze gegevens illustreren hoezeer de markten van overheidscertificaten en van interbancaire deposito's in BF relatief aan belang hebben gewonnen ten nadele van de (gewaarborgde) daggeldmarkt en van de privaatdiscontomarkt. Er moet evenwel op gewezen worden dat uit de hier meegedeelten voorraadsgrootheden niet zonder meer mag worden besloten dat de activiteiten – d.i. stromingsgrootheden – onbelangrijk zouden zijn. Immers, op de daggeldmarkt belooft het totaal van de verhandelde bedragen ongeveer 240 maal (het aantal veilingdagen per jaar) het uitstaande bedrag per einde jaar; omdat de looptijden van het via het HWI verwerkt handelspapier vrij kort zijn, belopen de transacties van het HWI veel meer dan de lage bestandscijfers uitwijzen. Ook diverse emissies van overheidscertificaten hebben een beperkte looptijd; omdat er evenwel in wezen geen secundaire markt voor bestaat – tenzij dan via de makelaarsrol van het HWI, die evenwel tot hertoe niet tot bloei kwam – houden de FI de certificaten aan tot de vervaldag. De bestandscijfers verhullen derhalve minder dan zulks voor de andere geldmarkten het geval is, de veel grotere omvang van de verrichte transacties in overheids-certificaten.

Als voornaamste oorzaken voor dergelijke verschuivingen kan men aanhalen:

1. Een daling van de aanwending van handelspapier (d.i. in wezen «witte» wissels en «blauwe» bankaccepten) als krediet- en betaalinstrument. De administratie van dergelijk handelspapier bij de FI is arbeidsintensief en kostelijk. Daartegenover staat sinds enkele jaren voor de FI niet meer het comparatief rentevoordeel: enerzijds kunnen liquiditeitstekorten soms goedkoper gefinancierd worden door interbankleningen dan via herdisconto van handelspapier en anderzijds worden overschotten veelal rendabeler belegd in overheidscertificaten dan in handelspapier aangekocht bij het HWI.

Ter indicatie worden in tabel 2 enkele gemiddelde geldmarktrenten toegevoegd, ook al brengt deze tabel de vaak aanzienlijke rentefluctuaties tijdens een verslagjaar, vooral dan in de interbank- en gewaarborgde daggeldmarkten, onvoldoende tot uiting.

Tabel 2: Gemiddelde rentetarieven op de Belgische geldmarkt

	1970	1975	1980	1985
Daggeldrente (gewogen gemiddelde)	6,25	4,63	11,11	8,36
Interbankrente (1 maand min-max)	6,63-8,57	5,13-11,13	11,5-17,94	8,38-10,8
Schatkistcertificaten 3 maand (rente einde periode)	6,95	6,05	12,75	9,75
HWI-rente aankoop bankwaardig papier 30 d. (geafficheerde rente) (1)	6	5,25	11,80	9,65(8,15)
Discontovoet NBB (einde periode)	6,5	6	12	10

(1) Het cijfer tussen haakjes (1985) betreft de genegotieerde rente.
Bron: HWI-jaarverslag 1985, p. 26; Tijdschrift NBB.

Andere kredietvormen, zoals voorschotten op vaste termijn (de zgn. straight loans), zijn eenvoudig, ook al bieden zij niet dezelfde zekerheden aan de kredietverstrekkers als een wisselbrief, die dan toch een «self-liquidating» en «self-securing» karakter bezit. Grote en bekende bedrijven kunnen gemakkelijk krediet bekomen zonder een accept te ondertekenen (Matthieu e.a., p. 65), terwijl goederentransacties tussen eenheden van dezelfde multinationale onderneming meestal «in open rekening» verlopen.

- De enorme tekorten van de overheidsbegroting hebben, vooral sinds 1980, de uitstaande bedragen aan overheids-certificaten (vooral Schatkist- maar ook Rentenfondscertificaten) explosief doen toenemen, vooral dan in jaren zoals 1981, waarin de uitgifte van staatsobligaties niet veel bijval vond, in wezen wegens wantrouwen in de BF.
- In het zog van de internationale interbancaire markt (de zgn. Eurodeviezenmarkt) heeft de interbancaire markt in BF een bijzonder snelle groei gekend; de gevolgde procedures zijn er immers eenvoudig en soepel. De plaatsing van BF-deposito's door Belgische ingezetenen in Luxemburg en Nederland, o.m. wegens fiscale motieven, heeft deze markt langs de aanbodzijde gestijfd, aangezien een groot gedeelte van deze deposito's door Luxemburgse en Nederlandse banken worden «gerecycleerd» naar deposito's bij banken in België.
- De stagnatie van de uitstaande bedragen en van de transacties op de (gewaARBorgde) daggeldmarkt is onder meer te wijten aan het meer gesofisticeerd thesauriebeleid in FI. Toch blijft het volume transacties op deze markt geschaagd door (a) de verplichting voor FI om over een trimester evenveel uit te lenen als te ontfangen en (b) de omstandigheid dat de daggeldmarkt feitelijk de enige beleggingsmogelijkheid biedt voor overschotten, die tot uiting komen na de centrale verrekening van vorderingen en schulden tussen de FI.

II. HET VERBAND MET STRUCTUURWIJZIGINGEN IN HET FINANCIËWEZEN

Voor de bekronde studie legt een verband tussen deze ingrijpende wijzigingen in de Belgische geldmarkt en de schokken en structurele wijzigingen die zich tijdens de jongste jaren in het financieewezen hebben afgetekend. Zo hebben o.m. de sterke schommelingen van rentevoeten en valutakoersen de vraag naar instrumenten voor kortlopende belegging en middelenopname, die beter liquiditeit, rendement en risico verzoenen, sterk aangemoedigd. Men denke daarbij aan de verspreiding in België van «grote deposito's» (boven 5 mln) die tegen geldmarktrentetarieven worden vergoed. De economische agenten, en niet het minst de FI en de grotere ondernemingen, voeren een actiever en meer gesofisticeerd financieel beleid, daarbij geholpen door de informatica, die overigens voor de nabije toekomst nog andere toepassingsmogelijkheden inzake de verwerking van financiële transacties in petto houdt (zie Matthieu e.a.).

De branchevervaging tussen FI van verschillende aard tast beschermde posities aan en globaliseert het werkterrein van de FI.

De internationalisatie van het financieewezen, wellicht het meest markante verschijnsel van de laatste kwarteeuw, verheft de concurrentie en heeft ook een «transfert van financiële technologie» als gevolg: nieuwe financiële «produkten», zoals depositocertificaten, opties, futures, en «commercial paper», ontstaan in de V.S. of in de niet-gereguleerde Euro-financiële markten, worden gemakkelijk overgenomen in «nationale» markten (3).

Ten slotte vermelden we het recente verschijnsel van de «securitisatie»: kredieten worden minder dan voorheen via de banken en andere FI geïntermidieerd, maar verlopen rechtstreeks tussen de koper van verhandelbare effecten en de kredietnemer. De FI treden daarbij enkel op als makelaar en als «architect» van de emissies en plaatsingen. De verrijking van het gamma aangeboden effecten – waarvan sommige formules wellicht slechts een voorbijgaand modeverschijnsel zullen blijken te zijn – en de daling van de inflatie verklaren grotendeels de opmerkelijke opbloei van primaire en secundaire markten van verschillende soorten effecten.

Ook in België doen zich deze tendensen voor, ondanks de relatief kleine omvang van onze financiële markten. Betalingsstromen worden in toenemende mate geïnformatiseerd; de despecialisatie zet zich verder door en wordt overigens door de overheid en door de EEG gewenst. In termen

(3) Zie *Recent Innovations in International Banking*, Bank for International Settlements, Bazel, april 1986.

van het aantal vestigingen van buitenlandse banken in België en de deelname vanwege onze banken aan de Eurotransacties (meer bepaald in het ECU-segment) heeft ons land een relatief hoge graad van internationalisatie bereikt. Ook de nieuwe technieken zullen zich wel tot op zekere hoogte verspreiden in ons land (o.m. de valuta-optiemarkt), alhoewel de vermelde studies, met uitzondering van de BBL-studie, niet de mening zijn toegedaan dat dit verschijnsel een zeer hoge vlucht gaat nemen.

III. TOEKOMSTPEILINGEN

Het is gewaagd in de toekomst te blikken, ook wanneer deze slechts een decennium verder ligt. Een verwante vraag is overigens of de tendensen die recent werden vastgesteld omkeerbaar zijn. Aldus zou een aanzienlijke daling van het overheidstekort (maar dan wel beneden, zegge, 8% van het BNP) de groei van het uitstaande bedrag korte-termijn overheids-certificaten aanzienlijk kunnen remmen of zelfs – o.m. bij verdere consolidatie in langlopende effecten – doen dalen.

Toch blijken de diverse studies een verder, aanzienlijk beroep vanwege de overheid op de liquiditeiten van de FI in hun toekomstscenario's in te calculeren. Zij bepleiten immers het tot stand komen van een ruime secundaire markt voor overheids-certificaten. Tot hertoe zijn dergelijke certificaten niet verhandelbaar tijdens hun looptijd, tenzij dan via het HWI, maar dit heeft deze taak vooralsnog niet echt kunnen waarmaken. Wegens de snelle opeenvolging van nieuwe emissies van schatkistcertificaten en het brede gamma van looptijden, hebben de FI tot hertoe weinig behoefte aan dergelijke mogelijkheid tot liquidering.

Voormelde studies anticiperen ook een verdere functionele afbrokkeling van de aanwending van handelspapier. Ze zijn deze kredietvorm evenwel niet ongenegen. Een herwaardering ervan vereist echter een dematerialisering, d.i. informatisatie van de gegevens, die in de wisselbrief zijn vermeld. De KB-ploeg, en nog meer de BBL-ploeg gaan in op de technische aspecten hiervan. Andere landen, waaronder Frankrijk, hebben overigens reeds stappen gezet naar dergelijk loskoppelen van het cambiair recht van de materiële vorm (accepten) waarin discontokrediet is belichaamd. Ook zou de kost voor herdisconto gunstiger moeten komen te liggen.

De diverse studies bepleiten tevens een opwaardering van de tanende rol van het HWI. Deze zou immers als markthouder moeten fungeren niet enkel voor handelspapier (inclusief de zgn. niet-bankwaardige accepten), maar ook voor overheidseffecten. De bekroonde studie betreft bij

dit gamma van geldmarktinstrumenten ook het «commercial paper». (Maar zijn er wel voldoende grote ondernemingen in België, waarvan het commercieel papier berustend op de kredietwaardigheid van de onderneming, door de markt zou worden gegeerd?)

Het HWI zou dan a.h.w. de centrale instelling worden die liquiditeiten tussen FI zou versluizen. Voor zijn werkmiddelen zou het, zoals vandaag, een beroep doen op ontleningen op de meestal goedkope daggeldmarkt (4), op de interbancaire markt en op herdisconto bij de NBB. Deze laatste zou dan, via haar operaties met het HWI, een openmarktpolitiek voeren. Zodoende zou het HWI de rol vervullen van de «discount houses» op de Londense geldmarkt. Het HWI zou dan het «enig kanaal vormen tussen de geldmarkt en de centrale bank» (Bex e.a., p. 40) en tevens zou de NBB op die manier de openmarktpolitiek als belangrijkste instrument van monetaire politiek gaan hanteren, zoals overigens in de V.S., G.B. en Nederland het geval is. De discontovoet is immers reeds sinds 1973 aanzienlijk afgezwakt als monetair instrument, terwijl de herdiscontoplafonds, die in 1969 werden ingevoerd, thans niet operationeel zijn, mede wegens de ruime geldmarkt en de terugloop van het handelspapier (5).

De bekroonde en de BBL-studie zijn ook voorstander van het openstellen van de geldmarkt voor niet-financiële deelnemers. De professionalisering van het thesauriebeleid van ondernemingen en van de beleggingen door particulieren, pensioenfondsen e.d. versterkt ongetwijfeld de vraag naar aangepaste kortlopende instrumenten (inclusief overheids-certificaten). Het is evenwel de vraag of FI deze evolutie goedgunstig bekijken, aangezien zulks een wegvloeien van hun werkmiddelen, aangetrokken in de vorm van bijv. depositoboekjes, zou veroorzaken.

(4) Alsook op de niet-gewaarborgde daggeldmarkt (voor transacties met een looptijd tot drie dagen), die recentelijk een snelle uitbreiding kende en die in feite deel uitmaakt van de interbankenmarkt (Bex e.a., p. 22-23).

(5) De bekroonde studie gaat uitvoerig in op het monetaire beleid dat op de «vernieuwde» geldmarkt zou zijn afgestemd.

IV. SLOTWOORD

De grondigheid van de besproken studies laat weinig ruimte voor kritische bedenkingen. Daarom slechts een paar bijkomende beschouwingen. De Belgische geldmarkt zal ook zonder overheidsbemoeiing in niet geringe mate van uitzicht veranderen tijdens de volgende jaren, als gevolg van ingrijpende verschijnselen zoals verdere internationalisatie, securitisatie en informatisatie. Maar er is ongetwijfeld ruimte, en noodzaak, om de structuur van de geldmarkt(en) te herdenken. Sommige auteurs, en meer bepaald de KB-studie, verbergen hun kritiek niet op de stroefheid van een aantal procedures die de efficiëntie beperken. O.m. wordt gewezen op de rentestructuur, die veelal de financiering van de Schatkist heeft bevorderd en, zoals begin 1984, zelfs arbitrageverrichtingen door de FI, die herdisconto vroegen om in te tekenen op overheidscertificaten, heeft uitgelokt. Ook de rigiditeiten op de daggeldmarkt en de ontstentenis van mobiliseerbaarheid van overheidscertificaten wekken bezorgdheid. Een modernisering van de geldmarkt(en) dringt zich op en dan wel in de richtingen die de auteurs – zoals gezegd vrij eensluidend – hebben geschetst.

Daar kunnen de monetaire overheden niet omheen kijken. Immers, zoals Acx e.a. stellen (p. 106), indien de Belgische markten onvoldoende innovatie zouden opbrengen, zullen de marktpartijen zich meer en meer gaan wenden tot operaties in vreemde valuta, zoals in ECU. Zulks zou op sommige momenten de stabiliteit van de BF kunnen ondergraven. Deze bedenking is des te meer relevant omdat ons land, met zijn lange traditie van vrij kapitaalverkeer, vrij poreuze grenzen heeft en in het perspectief van de eenmaking van de financiële markten in de BEG, waartoe beslist werd in november 1986, moet voorkomen worden dat ons land en zijn FI hun plaats zouden verbeuren in een schaalvergroete Europese financiële ruimte.

Onzes inziens vormt een verdere sanering van de overheidsfinanciën – die in wezen om haar eigen verdiensten wenselijk is – daarbij een belangrijke randvoorwaarde. Aanzienlijke budgettaire tekorten die niet of onvoldoende door langlopende binnenlandse leningen worden gefinancierd, zouden in een klimaat van financiële krapte, de verleiding tot monetaire financiering via de NBB (of, zoals thans, onrechtstreeks via het Rentenfonds) onweersaanbaar maken. Zodoende zouden meteen vertekeningen in de allocatie van de geldmarktmiddelen optreden. Eén der ploegen (Bex e.a., p. 36) verdedigt de gedachte dat, bij een meer geïntegreerde en verruimde geldmarkt met het HWI als spil, de aan FI opgelegde herdiscontoplafonds niet enkel betrekking zouden hebben op handelspapier, maar ook op schatkistcertificaten. Dergelijk plafond zou aldus als een doeltreffend instrument van monetaire politiek kunnen fungeren. Deze suggestie verdient o.i. aanbeveling.



De N.V. Duracell Batteries S.A. Aarschot is een dochteronderneming van de Amerikaanse groep Duracell Inc., die op haar beurt deel uitmaakt van het multinationale KRAFT Concern.

Duracell Aarschot werd opgericht in 1967 om te voldoen aan de groeiende Europese marktvraag naar Duracell batterijen.

Het bedrijf is gespecialiseerd in de productie van de zes voornaamste types alkalimangaan batterijen. Deze hebben een wereldwijde bekendheid verworven vanwege hun hoogstaande kwaliteit en lange levensduur.

**N.V. DURACELL BATTERIES S.A.
Nijverheidslaan 7, 3220 Aarschot**

