

Geldmarktoperaties Eurosysteem tijdens de recente periode van financiële onrust

Sinds 9 augustus jl. heeft het Eurosysteem in reactie op de onrust op de financiële markten en de eurogeldmarkt in het bijzonder verschillende speciale geldmarktoperaties uitgevoerd. Doel hiervan was om de geldmarkt ordelijk te laten blijven functioneren en de korte geldmarktrente te blijven sturen op het niveau dat vanuit monetair beleidsoogpunt wenselijk werd geacht. Terugblikkend kan worden geconcludeerd dat dit liquiditeitsbeleid succesvol is geweest en dat het operationele raamwerk robuust en flexibel is gebleken.

Operationeel raamwerk monetaire beleidsuitvoering Eurosysteem

Om de bijzondere geldmarktoperaties die het Eurosysteem vanaf 9 augustus 2007 heeft uitgevoerd in de juiste context te kunnen plaatsen, wordt eerst kort het operationele raamwerk voor de uitvoering van het monetaire beleid uiteengezet. De implementatie van het monetaire beleid grijpt aan bij de korte rente. Het Eurosysteem stuurt deze korte rente door zijn officiële rentetarieven vast te stellen op een niveau dat wenselijk wordt geacht om de doelstelling van prijsstabiliteit te realiseren. Om dit niveau daadwerkelijk te laten doorwerken in de korte geldmarktrente, beïnvloedt het Eurosysteem de liquiditeitspositie van de kredietinstellingen in het Eurogebied. Hierbij wordt gebruik gemaakt van een drietal instrumenten: kasreserveverplichtingen, open marktoperaties en permanente faciliteiten.

De kasreserveverplichtingen die aan de banken worden opgelegd (en thans circa EUR 200 miljard per dag bedragen) vergroten het liquiditeitstekort in de eurogeldmarkt en maken kredietinstellingen afhankelijker van de kredietverlening door het Eurosysteem. Kredietinstellingen dienen gemiddeld over de kasreserve-aanhoudingsperiode, die doorgaans vier of vijf weken duurt, aan de verplichtingen te voldoen. Deze midde-

lingsfaciliteit biedt kredietinstellingen een buffer om individuele schokken in de liquiditeitsbehoefte binnen een periode op te kunnen vangen. De omvang van het liquiditeitstekort wordt daarnaast bepaald door autonome factoren. Dit zijn factoren die de liquiditeitsituatie van de kredietinstellingen beïnvloeden, maar niet het resultaat zijn van de inzet van monetaire beleidsinstrumenten door de centrale bank. Een voorbeeld hiervan zijn de bankbiljetten in omloop die de afgelopen jaren sterk zijn gegroeid en binnen het Eurosysteem voor een toenemende vraag naar liquiditeiten hebben gezorgd (zie de gestileerde balans).

Door middel van open marktoperaties wordt in de liquiditeitsbehoefte van de kredietinstellingen voorzien. De kredietverlening, thans gemiddeld circa EUR 450 miljard per dag, geschiedt via éénweekse *Main Refinancing Operations* (MRO's) en via *Longer Term Refinancings Operations* (LTRO's) met een looptijd van drie maanden. Vóór het begin de onrust in augustus 2007 geschiedde 70% van de kredietverlening in de vorm van MRO's. Indien nodig en gewenst kunnen op ad hoc basis liquiditeitsverstrekende of -absorberende *Fine Tuning Operations* (FTO's) worden uitgevoerd.

Daarnaast hebben de tegenpartijen van het Eurosysteem toegang tot de permanente faciliteiten, waarbij op initiatief van de kredietinstellingen bij de nationale centrale bank (*overnight*) liquiditeiten kun-

Tabel 1 Gestileerde balans van het Eurosysteem

(Stand per ultimo juni en ultimo december 2007 in miljarden euro)

	Juni	Dec.		Juni	Dec.
Autonome factoren			Autonome factoren		
Net foreign assets	326	342	Bankbiljetten in omloop	633	677
Net assets denominated in euro	274	318	Schatkistsaldi	70	38
			Overige autonome factoren (netto)	179	204
			Kasreserves	182	267
			<i>PM: minimum reserveverplichtingen</i>	188	199
Monetaire beleidsinstrumenten:			Monetaire beleidsinstrumenten:		
Basisherfinancieringsoperaties (MRO's)	314	369	Depositofaciliteit	1	9
Langerlopende herfinancieringsoperaties (LTRO's)	150	269	Termijndeposito's (liquiditeits-absorberend)	0	102
Marginale beleningsfaciliteit	1	0			
	1.065	1.296		1.065	1.296

Bron: ECB data.

nen worden geleend tegen de marginale beleningsrente danwel overvloedige liquiditeiten op deposito kunnen worden geplaatst tegen de depositorente. De marginale beleningsrente en de depositorente liggen thans 100 basispunten boven respectievelijk beneden de belangrijkste officiële beleidsrente en vormen daarmee in de praktijk een boven- respectievelijk ondergrens voor de korte geldmarktrente. Kredietverlening van het Eurosysteem geschiedt alleen tegen acceptabel onderpand.

Gevoerd liquiditeitsbeleid in periode van marktonrust

In augustus 2007 sloeg de onrust op de financiële markten, die zijn oorsprong had in de Amerikaanse markt voor *subprime* hypotheekleningen, over op de geldmarkt. Enerzijds waren er banken die naarstig op zoek gingen naar liquiditeit onder andere vanwege back-up liquiditeitslijnen die zij aan *off balance sheet* vehikels hadden verstrekt; anderzijds waren banken met overliquiditeit niet bereid om deze aan andere banken uit te lenen vanwege het onzekere kredietrisico. Op 9 augustus 2007 droogde de liquiditeit op de eurogeldmarkt op en liepen korte rentes fors op. In een eerste reactie hierop heeft het Eurosysteem een liquiditeitsverruimende *Fine Tuning Operation* (FTO) uitgevoerd, waarbij kredietinstellingen *overnight* liquiditeiten van het Eurosysteem konden lenen. In de dagen daarop zijn nog drie van derge-

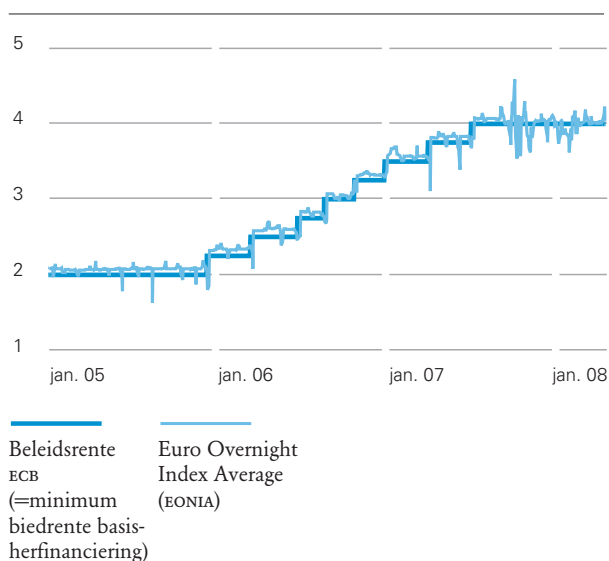
lijke zeer kortlopende operaties uitgevoerd. De omvang van de FTO's is hierbij geleidelijk verlaagd.

Het Eurosysteem heeft vanaf het begin van de onrusten ervoor gekozen om bij de basisherfinancieringsoperaties aan het begin van een kasreserve-aanhoudingsperiode meer dan gebruikelijk toe te wijzen bovenop de geldmarktneutrale *Benchmark Allotment* (het toewijzingsbedrag waarmee de vraag naar en het aanbod van centrale bankgeld voor de looptijd van de MRO gemiddeld genomen met elkaar in evenwicht worden gebracht). Dit genereuze toewijzingsbeleid stelde kredietinstellingen in staat om hun kasreserve-verplichtingen eerder in de periode na te komen (*frontloading*). Het teveel aan liquiditeiten dat in het begin van een kasreserveperiode werd gecreëerd, is telkens geleidelijk weer afgebouwd. Hierdoor werden de vraag naar en het aanbod van liquiditeiten aan het einde van de periode gemiddeld genomen weer met elkaar in evenwicht gebracht. Het Eurosysteem heeft dus over een hele kasreserve-aanhoudingsperiode bezien niet meer of extra liquiditeiten aan de geldmarkt verstrekt dan hij in normale marktomstandigheden zou hebben gedaan; er heeft alleen een verschuiving van liquiditeitsverstrekking binnen de kasreserve-aanhoudingsperiode plaatsgevonden. Het gevoerde beleid zorgde ervoor dat de EONIA-rente, een belangrijke referentierente voor de implementatie van het monetaire beleid, weer dicht bij de belangrijkste officiële beleidsrente kwam te liggen (grafiek 1).

Wel lag in augustus en september de volatiliteit van de *overnight* rente nog beduidend hoger dan normaal. Het Eurosysteem heeft daarop in oktober aan de markt gecommuniceerd dat het beleid van 'frontloading' zou worden geïntensiveerd en gecontinueerd zolang dat nodig zou zijn. Daarbij bevestigde het Eurosysteem altijd klaar te staan om in actie te komen teneinde de volatiliteit van de korte rente te reduceren.

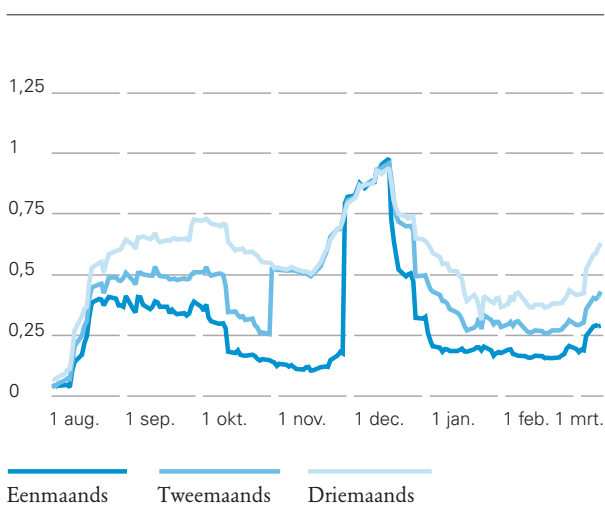
Hoewel het korte eind van de geldmarkt verder normaliseerde, bleven in het langere segment spanningen bestaan. Er was niet of nauwelijks volume bij termijnen langer dan één week en de spreads tussen de ongedekte interbancaire rentes en de gemiddelde verwachte *overnight* rentes liepen fors op (zie grafiek 2). Teneinde ook de normalisering van het langere segment van de eurogeldmarkt te ondersteunen, heeft het Eurosysteem eind augustus en half september twee additionele *Longer Term Refinancing Operations* (LTRO's) uitgevoerd. Deze hebben bijgedragen aan het creëren van stabiliteit. De marktreacties op deze operaties waren positief. Door de additionele LTRO's werd de gemiddelde looptijd van de open marktoperaties verlengd en verschoof de verhou-

Grafiek 1 EONIA versus beleidsrente



Grafiek 2 Geldmarktspreads euro

Spread Euribor vs EONIA swaps



ding tussen de éénweekse MRO en de driemaandse LTRO van circa 70/30 procent voor het begin van de onrust naar circa 40/60 procent erna.

In november liepen de spanningen op de eurogeldmarkt weer op vanwege toegenomen zorgen over *subprime* gerelateerde risico's van banken alsmede het traditionele jaareinde-effect dat zich dit jaar eerder in de tijd en steviger aandiende. In reactie op deze twee elkaar versterkende factoren heeft het Eurosysteem in een vroegtijdig stadium besloten de twee additionele LTRO's te verlengen alsmede de looptijd van de voorlaatste MRO van 2007 te verlengen naar twee weken. Hierdoor verschoof de afloopdatum van deze voorlaatste MRO tot voorbij de jaarultimo. De ECB kondigde aan om in deze MRO alle inschrijvingen vanaf een rente van 4,21% (de marginale rente van de daaraan voorafgaande MRO) volledig toe te wijzen. Hierdoor konden kredietinstellingen meer dan voldoende liquiditeit over de jaarultimo heen verkrijgen. Het Eurosysteem verstrekke in de voorlaatste MRO van 2007 bijna EUR 349 miljard aan liquiditeiten (EUR 168 miljard bovenop de geldmarktneutrale *Benchmark Allotment*). Het totaal van uitstaande herfinancieringen bereikte een niet eerder gekend niveau. De gecreëerde overliquiditeit werd in de dagen erna via een reeks van korte, al dan niet meerdaagse, liquiditeitsverkrappende FTO's afgeroomd, zodat over de hele kasreserveperiode bezien de dagelijkse vraag naar en het aanbod van het centrale bankgeld weer in evenwicht werden gebracht.

Daarnaast zijn in december in samenwerking met de Amerikaanse Federal Reserve Bank twee speciale dollarveilingen uitgevoerd. In de vs konden banken die

toegang hadden tot de *discount window* gebruik maken van de *Term Auction Facility*. Daarmee werd een alternatief geboden voor de *discount window*, waar banken liever geen gebruik van willen maken vanwege het daaraan gekoppelde 'stigma' dat banken die ervan gebruik maken in de problemen zouden verkeren. De toegang tot de termijnfaciliteit stond open voor een bredere groep instellingen dan de twintig *primary dealers* waarmee de Federal Reserve Bank normaal openmarkttransacties afsluit, terwijl de onderpandseisen ruimer werden gesteld. In het Eurogebied konden kredietinstellingen via aparte tenders inschrijven op vierweks respectievelijk vijfweks dollarfinanciering tegen in het Eurosysteem beleenbaar onderpand. De Zwitserse centrale bank bood banken in Zwitserland een vergelijkbare faciliteit. Tegelijkertijd maakten de Bank of England en de Bank of Canada bekend dat zij termijnfinanciering in de eigen munt zouden verstrekken waarbij de onderpandsvoorwaarden werden versoepeld. Markten reageerden positief op de gecoördineerde actie van de centrale banken.

Na de gecoördineerde acties zijn de spreads tussen de geldmarkttarieven en de verwachte *overnight* rentes aanzienlijk gedaald. Na de jaarwisseling liet ook de *Commercial Paper* markt een verbetering zien en nam het uitstaande volume aan *Asset Backed Commercial Paper* weer iets toe, waardoor de druk op de geldmarkt afnam. Tegelijkertijd bleven er zorgen bestaan over de solvabiliteit van financiële instellingen en over de gevolgen voor de reële economie. Hoewel de situatie op de geldmarkt ten opzichte van eind 2007 duidelijk was verbeterd, bleef deze uiterst fragiel. De *forward spreads* lieten zien dat het nog enige tijd zou duren voordat de situatie volledig zou zijn genormaliseerd. Tegen deze achtergrond heeft de Governing Council op 7 februari 2008 besloten om de twee additionele LTRO's nogmaals te verlengen, teneinde de voortgang die bij de normalisatie op de eurogeldmarkt was bereikt verder te ondersteunen.

Eind februari namen de spanningen in de geldmarkten weer toe en liepen de spreads weer op, aanvankelijk vooral in de dollarmarkt, maar later ook in de andere valuta. In reactie hierop hebben de centrale banken in maart een tweede gecoördineerde actie ondernomen om de druk op liquiditeit te verlichten. Het Eurosysteem besloot om in samenwerking met de Federal Reserve weer dollarfinanciering aan kredietinstellingen in het Eurogebied te gaan verstrekken, waarbij het maximale bedrag werd verhoogd. Daarbij werd aangegeven dat het Eurosysteem hiermee doorgaat zo lang als de marktomstandigheden daarom vragen.

Evaluatie van het gevoerde beleid en het instrumentarium

Terugblikkend kan worden geconcludeerd dat het gevoerde liquiditeitsbeleid succesvol is geweest en dat het operationele raamwerk robuust en flexibel is gebleken om de doelstellingen te verwezenlijken. Door het uitvoeren van FTO's kon het Eurosysteem tijdelijk meer liquiditeit aan het financiële systeem verschaffen. Hierdoor kon ook het betalingsverkeer blijven functioneren. Met beperkte accentverschuivingen in het liquiditeitsmanagement is het Eurosysteem in staat gebleken om de korte geldmarktrente te blijven sturen op het niveau dat vanuit monetair beleidsoogpunt wenselijk werd geacht. Het raamwerk bood het Eurosysteem daarbij de flexibiliteit om binnen de open marktoperaties een verschuiving aan te brengen naar meer langerlopende herfinancieringsoperaties. De generiek geformuleerde eisen van het onderpandsraamwerk van het Eurosysteem hebben ervoor gezorgd dat steeds ruim voldoende onderpand beschikbaar was.

Tijdens de periode van onrust heeft het Eurosysteem ook veelvuldig gecommuniceerd met marktpartijen, zowel via bijeenkomsten en ad hoc teleconferenties van de ECB *Money Market Contact Group* (een discussieforum met ca. 25 grotere geldmarktpartijen) als via de dagelijkse contacten van de ECB en de NCB's met de Treasuries van de grotere kredietinstellingen in het Eurogebied. Deze contacten stelden het Eurosysteem in staat om te vernemen waar door marktpartijen knelpunten werden ervaren. Bovendien kon via deze contacten het voorgenomen beleid worden getoetst en uitgedragen, waardoor slagvaardiger kon worden opgetreden. Ten slotte hebben de gecoördineerde acties van de centrale banken het belang van een goede samenwerking tussen de verschillende centrale banken benadrukt.