

Het liquiditeitsbeheer van het Eurosysteem tijdens de periode van financiële beroering

Luc Aucremanne
Jef Boeckx
Olivier Vergote *

Inleiding

Als gevolg van het uitdijen van de problemen op de Amerikaanse markt van *subprime* hypothecair krediet, zowel naar andere regio's als naar andere marktsegmenten, wordt het Eurosysteem sedert 9 augustus 2007 regelmatig geconfronteerd met een zeer uitgesproken vraag naar liquiditeit vanwege de ingezeten banksector. In dit artikel wordt beschreven hoe het Eurosysteem met zijn open-markttransacties deze forse toename van de liquiditeitsvraag heeft opgevangen. Daartoe wordt het liquiditeitsbeheer besproken tijdens de periode gaande van 8 augustus tot 13 november – de laatste dag van de tiende reserve-aanhoudingsperiode van 2007 en tevens de afsluitingsdatum voor de in dit artikel verwerkte informatie. Dit doet de vraag rijzen of de toename van de liquiditeitsverstrekking tijdens deze periode enige signaalfunctie heeft aangaande de monetaire-beleidskoers. Het in de markt brengen van extra liquiditeit zou immers gezien kunnen worden als een factor die de geldcreatie stimuleert en derhalve op een monetaire-beleidsversoepling wijst.

De monetaire-beleidsoriëntatie van het Eurosysteem wordt evenwel ondubbelzinnig bepaald door het niveau van de leidinggevende tarieven, meer bepaald door het peil van de minimale inschrijvingsrente op de basis-herfinancierings-transacties, dat zijn de wekelijkse open-markttransacties waarmee, zoals verderop zal blijken, over het algemeen in het grootste gedeelte van de liquiditeitsbehoefte van de ingezeten banksector wordt voorzien. Aangezien die rente

tijdens de bewuste periode onveranderd is gebleven, is de monetaire-beleidsoriëntatie dat ook. Het operationele kader van de monetaire-beleidsvoering is er van zijn kant op gericht het aanbod van liquiditeit aan te passen aan de vraag, zodat uiteindelijk de zeer korte rentetarieven op de geldmarkt dicht bij die minimale inschrijvingsrente worden gestabiliseerd. Precies daardoor wordt het signaal omtrent de monetaire-beleidsoriëntatie maximaal gevrijwaard. Dit impliceert dat het Eurosysteem de facto een rentebeleid voert, waarbij de liquiditeitsverstrekking en derhalve ook de structuur van de centrale-bankbalans endogeen worden en deze dus niet langer informatief zijn voor de monetaire-beleidsoriëntatie. Ook andere centrale banken van industrielanden met goed ontwikkelde financiële markten voeren een dergelijk rentebeleid. In een ander artikel van dit tijdschrift wordt besproken waarom doorgaans voor een rentebeleid wordt gekozen en wat de consequenties van die keuze zijn voor de interpretatie van de centrale-bankbalans⁽¹⁾.

Voorts is dit artikel als volgt gestructureerd. In een eerste deel worden de leidinggevende rentetarieven van het Eurosysteem besproken. In een tweede deel wordt nader toegelicht hoe het Eurosysteem onder normale omstandigheden het liquiditeitsbeheer voert. In een derde deel wordt uiteengezet hoe het Eurosysteem heeft getracht

(*) De auteurs wensen Serge Bertholomé, Eddy De Koker, Hugues Famerée, Christoph Machiels, Vincent Périlleux en Thomas Schepens te bedanken voor hun bijdrage aan dit artikel.

(1) Aucremanne L., J. Boeckx en O. Vergote (2007), « Rentebeleid versus geldbasisbeleid: gevolgen voor de centrale-bankbalans », *Economisch Tijdschrift van de Nationale Bank van België*, III, 19-28.

een passend liquiditeitsbeheer te voeren tijdens de periode gaande van begin augustus tot medio november, een periode die gekenmerkt werd door turbulenties in de geldmarkt. In het laatste deel worden de belangrijkste bevindingen samengevat.

1. De leidinggevende rentetarieven van het Eurosysteem

Aan het begin van iedere maand beraadslaat de Raad van Bestuur van de ECB over de te volgen monetaire-beleidskoers. Daartoe wordt alle beschikbare informatie over de economie op gestructureerde wijze geanalyseerd. Op grond van deze – economische en monetaire – analyse worden de risico's voor de prijsstabiliteit systematisch afgewogen en de leidinggevende rentetarieven van het Eurosysteem bepaald⁽¹⁾.

De Raad van Bestuur van de ECB geeft de monetaire-beleidskoers aan door de bepaling van de minimale inschrijvingsrente op de basis-herfinancieringstransacties. In maart 2007 werd die rente opgetrokken van 3,5 naar 3,75 pct. en in juni werd zij verder verhoogd tot 4 pct. Terwijl aan het begin van de zomer algemeen een verdere monetaire-beleidsverkrapping werd verwacht, mede omdat de communicatie van de Raad van Bestuur in die richting wees, is deze anticipatie in de loop van augustus weggeëbd. De Raad van Bestuur van zijn kant hield de minimale inschrijvingsrente vervolgens, na iedere maandelijke beraadslaging, ook effectief onveranderd. Telkens werd gewezen op de toegenomen onzekerheid die het verzamelen van supplementaire informatie noodzakelijk maakte alvorens verdere beleidsbeslissingen te nemen.

De twee andere leidinggevende rentetarieven van het Eurosysteem vormen een symmetrische band van 100 basispunten aan weerszijden van de minimale inschrijvingsrente. De rente op de marginale beleningsfaciliteit, die de banken in staat stelt in geval van onvoorziene omstandigheden voor één dag, en tegen voldoende onderpand, middelen bij het Eurosysteem te lenen, bedraagt sedert juni 2007 5 pct., terwijl de rente op de depositofaciliteit, die de banken de mogelijkheid biedt voor één dag een liquiditeitsoverschot bij het Eurosysteem te plaatsen, sedertdien 3 pct. bedraagt. De daggeldrente zal binnen deze marges schommelen. Hogere of lagere rentes op de interbankenmarkt zijn niet realistisch omdat bij het Eurosysteem middelen steeds tegen interessantere voorwaarden kunnen geleend of geplaatst worden.

(1) Hoofdstuk 4 in ECB (2004a) geeft een meer gedetailleerd overzicht van de monetaire-beleidsstrategie van de ECB.

(2) Een uitzondering hierop vormen de bewegingen in de autonome liquiditeitsfactoren die het gevolg zijn van interventies die het Eurosysteem op de valutamarkt kan uitvoeren. Deze houden echter geen rechtstreeks verband met de tenuitvoerlegging van het monetaire beleid.

Overigens zijn de rentetarieven van deze permanente faciliteiten dermate penaliserend in vergelijking met de minimale inschrijvingsrente dat banken sterk worden aangemoedigd hun overschotten en hun tekorten eerst te plaatsen respectievelijk aan te zuiveren op de interbankenmarkt, vooraleer een beroep te doen op de permanente faciliteiten bij het Eurosysteem.

Door het voeren van een actief liquiditeitsbeheer – d.i. het sturen van het liquiditeitsaanbod afhankelijk van de vraag vanwege het bankwezen –, kan het Eurosysteem de korte rentetarieven op de interbankenmarkt beïnvloeden teneinde ze dicht bij de minimale inschrijvingsrente te stabiliseren. Aldus wordt getracht het signaal betreffende de monetaire-beleidskoers maximaal te vrijwaren. Daartoe werd een operationeel kader ontworpen, waarvan hieronder in eerste instantie wordt besproken hoe het in normale marktomstandigheden functioneert. Vervolgens wordt geschetst hoe het werd aangewend om tegemoet te komen aan de soms zeer grote vraag naar liquiditeit tijdens de laatste drie reserve-aanhoudingsperiodes die op het ogenblik dat dit artikel werd geschreven, verstreken waren. Zij dekken grosso modo de periode gaande van begin augustus tot midden november 2007.

2. Het sturen van de geldmarktrente onder normale omstandigheden: het liquiditeitsbeheer van het Eurosysteem gedurende de eerste zeven reserve-aanhoudingsperiodes van 2007

De geconsolideerde balans van het Eurosysteem biedt een overzicht van de vraag naar en het aanbod van liquiditeiten. Aan de actiefzijde van deze balans bevinden zich de liquiditeitsverruimende posten, terwijl de passiefzijde de liquiditeitsverkrappende posten bevat. Om de essentie van het operationele kader te duiden, volstaat een vereenvoudigde voorstelling van de balans waarbij alle posten worden ondergebracht in drie hoofdcategorieën: de autonome liquiditeitsfactoren, de door kredietinstellingen op rekeningen-courant aangehouden tegoeden – de zogenaamde reserves –, en de monetaire-beleidsinstrumenten.

De liquiditeitsbehoefte van de kredietinstellingen is terug te voeren op drie elementen, te weten de autonome liquiditeitsfactoren, de reserveverplichtingen en de eventuele overreserves. De autonome liquiditeitsfactoren worden bepaald door het gedrag van het publiek of door institutionele regelingen en kunnen gewoonlijk niet door het Eurosysteem worden beïnvloed⁽²⁾. Voorbeelden hiervan zijn de bankbiljetten die door het publiek worden

aangehouden en de tegoeden die de overheden aanhouden bij de nationale centrale banken. Aangezien de som van de autonome factoren aan de passiefzijde groter is dan de som van de autonome factoren aan de actiefzijde, wordt het bankwezen met een structureel liquiditeitstekort ten opzichte van het Eurosysteem geconfronteerd.

Een tweede belangrijke component van de liquiditeitsbehoefte bestaat uit de reserveverplichtingen die de kredietinstellingen moeten nakomen. De omvang van de reserveverplichtingen wordt voor iedere kredietinstelling bepaald op grond van de reservebasis die het merendeel van de kortlopende passiva op de balansen van de kredietinstellingen omvat. Deze reservebasis wordt vermenigvuldigd met de 2 pct. belopende reserveratio om aldus de reserveverplichting te berekenen. Kredietinstellingen kunnen een uniform vast bedrag in mindering brengen teneinde de administratieve kosten te beperken die verbonden zijn aan het beheer van zeer kleine reserveverplichtingen. Aan de reserveverplichtingen moet gemiddeld over de reserve-aanhoudingsperiode worden voldaan. Dit stelt kredietinstellingen in staat schommelingen in hun tegoeden op rekeningen-courant te aanvaarden, op voorwaarde dat de reserveverplichting gemiddeld beschouwd over de reserve-aanhoudingsperiode is nagekomen. Sinds maart 2004 hebben deze reserve-aanhoudingsperiodes een termijn van ongeveer één maand, aangezien ze aanvangen op de dag van verrekening van de eerste basis-herfinancieringstransactie na de vergadering van de Raad van Bestuur waarop een monetaire-beleidsbeslissing wordt genomen en eindigen

op de dag voorafgaand aan de overeenkomstige verrekendingsdag van de volgende maand. De tegoeden op de rekeningen-courant die de kredietinstellingen bij het Eurosysteem aanhouden, worden, voor zover het bedrag de verplichte reserves dekt, vergoed zodat het stelsel van reserveverplichtingen het bankwezen niet belast. De rente die op deze tegoeden wordt betaald, is gelijk aan de gemiddelde marginale toewijzingsrente op de basis-herfinancieringstransacties gedurende de reserve-aanhoudingsperiode.

Eventuele overreserves, dat zijn bedragen die de kredietinstellingen, bovenop hun reserveverplichtingen, zonder vergoeding aanhouden op de rekeningen-courant bij het Eurosysteem, vormen een derde, zij het meestal geringe, liquiditeitsbehoefte.

Het is precies omdat de kredietinstellingen geconfronteerd worden met een structurele liquiditeitsbehoefte en zij enkel op de centrale bank aangewezen zijn om deze aan te zuiveren, dat deze laatste in staat is de daggeldrente te sturen via haar aanbod van liquiditeiten. Het is belangrijk hierbij te vermelden dat kredietinstellingen enkel liquiditeiten bij het Eurosysteem kunnen verkrijgen indien zij in onderpand van voldoende hoge kwaliteit voorzien (ECB, 2006). Het Eurosysteem aanvaardt een brede waaier van activa als onderpand, gaande van overheidspapier tot *asset backed securities*. Dit moet verhinderen dat kredietinstellingen geen liquiditeiten zouden kunnen verkrijgen louter vanwege een gebrek aan gepast onderpand.

TABEL 1 GECONSOLIDEERDE EN VEREENVOUDIGDE BALANS VAN HET EUROSISTEEM
(gemiddelde van de dagelijks uitstaande bedragen tijdens de eerste zeven reserve-aanhoudingsperiodes van 2007, miljarden euro's)

Activa		Passiva	
Autonome liquiditeitsfactoren		Autonome liquiditeitsfactoren	
Netto externe activa	322,78	Bankbiljetten in omloop	620,11
Overige autonome factoren (netto)	98,13	Overheidsdeposito's	49,87
		Rekeningen-courant met inbegrip van reserveverplichtingen	184,35
Monetaire-beleidsinstrumenten		Monetaire-beleidsinstrumenten	
Basis-herfinancieringstransacties	290,35	<i>Fine-tuning</i> -transacties (netto)	0,49
Langerlopende herfinancieringstransacties	143,65	Depositofaciliteit	0,32
Marginale beleningsfaciliteit	0,23		
Totaal	855,13	Totaal	855,13

Bron: ECB.

Een niet onaanzienlijk deel van de liquiditeitsbehoefte wordt gedekt door de langerlopende herfinancierings-transacties. Deze laatste worden normaliter eenmaal per maand verricht en verstrekken krediet met een looptijd van 3 maanden zodat ze de kredietinstellingen van een stabiele bron van financiering voorzien. De Raad van Bestuur heeft besloten om vanaf 1 februari 2007 bij iedere operatie een bedrag van EUR 50 miljard toe te wijzen, zodat sedert eind maart in totaal voor EUR 150 miljard aan langerlopende herfinancieringstransacties uitstond. Verderop zal evenwel blijken dat dit bedrag tijdens de periode van beroering op de geldmarkt verder werd opgetrokken. Omdat het Eurosysteem met deze langerlopende herfinancieringstransacties geen signaal wil afgeven met betrekking tot de monetaire-beleidskoers, worden deze operaties normaal gesproken uitgevoerd als een zuivere variabele-rentetender met vooraf vastgelegd bedrag. Dit betekent dat de inschrijving met de hoogste rente als eerste wordt toegewezen, gevolgd door die met de tweede hoogste rente, totdat het totale bedrag aan te verschaffen liquiditeiten is uitgeput. Bij de laagst geaccepteerde rente waarop wordt toegewezen, de zogeheten marginale rente, worden de inschrijvingen in evenredigheid toegewezen. Bij elke afzonderlijke toewijzing is de rente gelijk aan die waarvoor werd ingeschreven zodat op basis van deze toewijzingen een gewogen gemiddelde rente kan worden berekend.

Doorgaans voorziet het Eurosysteem via zijn wekelijkse basis-herfinancieringstransacties in het grootste gedeelte van de liquiditeitsbehoefte. Deze transacties met een looptijd van een week verlopen via variabele-rentetenders waarvoor de minimale inschrijvingsrente maandelijks door de Raad van Bestuur wordt bepaald; zij geeft de monetaire-beleidsoriëntatie aan. Teneinde de tegenpartijen voldoende te informeren omtrent de totale liquiditeitsbehoefte van het bankwezen, publiceert de ECB prognoses van de geconsolideerde liquiditeitsbehoefte van het bankwezen op basis waarvan een referentie voor het toe te wijzen bedrag wordt berekend (ECB, 2004b). Dit referentiebedrag wordt zo berekend dat het, bij toewijzing, de kredietinstellingen de mogelijkheid zou bieden hun reserveverplichtingen tot de verrekening van de volgende basis-herfinancieringstransactie op een evenwichtige manier na te komen. Daartoe wordt bij de berekening van dit referentiebedrag rekening gehouden met de reeds verstrekte liquiditeit in de langerlopende herfinancieringstransacties en andere open-marktoperaties, met de reeds opgebouwde liquiditeitsonevenwichtig-heden in de lopende reserve-aanhoudingsperiode en met de raming van het toekomstige verloop van, enerzijds, de autonome factoren en, anderzijds, de overreserves. Kredietinstellingen kunnen op basis van dit referentiebedrag hun biedgedrag bepalen. Daarenboven publiceert

het Eurosysteem sinds maart 2004 op de dag van de toewijzing van de basis-herfinancieringstransactie een actualisering van het oorspronkelijke referentiebedrag dat daags tevoren bij de aankondiging van de basis-herfinancieringstransactie werd gepubliceerd. Om het positieve, maar in normale marktomstandigheden beperkte, verschil tussen de minimale inschrijvingsrente en de daggeldrente te verkleinen, opteert het Eurosysteem er sinds januari 2005 regelmatig voor een gul toewijzingsbeleid te voeren waarbij een liquiditeitsvolume wordt verstrekt dat licht boven de vooraf bekendgemaakte referentiebedragen ligt. Zo bedroeg de (positieve) afwijking van de feitelijke toewijzing ten opzichte van het referentiebedrag in de eerste zeven reserve-aanhoudingsperiodes van 2007 telkens EUR 1,00 miljard. Voor 2006 kwam de gemiddelde afwijking op EUR 1,37 miljard uit. Grotere afwijkingen naar boven toe verhogen de kans dat aan het einde van de reserve-aanhoudingsperiode een overaanbod aan liquiditeit zal blijken waardoor de korte rentetarieven onder neerwaartse druk zullen komen te staan. Minder liquiditeit toekennen, zou daarentegen opwaartse druk op de korte rente uitoefenen.

Daarenboven zijn ook *fine-tuning*-transacties mogelijk die zowel liquiditeitsverruimend als liquiditeitsverkrappend kunnen zijn. Deze moeten het Eurosysteem in staat stellen ongewone afwijkingen van de daggeldrente ten opzichte van de minimale inschrijvingsrente op de basis-herfinancieringstransacties te minimaliseren. Vooral aan het einde van de reserve-aanhoudingsperiode worden *fine-tuning*-transacties verricht. De aan de kredietinstellingen opgelegde reserveverplichtingen moeten immers gemiddeld beschouwd over de reserve-aanhoudingsperiode nagekomen zijn zodat de kredietinstellingen aan het begin van de reserve-aanhoudingsperiode grote bewegingen op hun rekeningen-courant kunnen tolereren. Naar het einde van de reserve-aanhoudingsperiode toe wordt de reserveverplichting echter bindend, zodat in de geldmarktrente meer uitgesproken bewegingen kunnen ontstaan, die het Eurosysteem dan tracht te matigen door zelf zijn liquiditeitsaanbod te wijzigen via *fine-tuning*-transacties. Zo werden tijdens de eerste zeven aanhoudingsperiodes van 2007 zes *fine-tuning*-operaties verricht, telkens op de laatste dag van een reserve-aanhoudingsperiode. Op 13 februari en op 10 juli werd extra liquiditeit verstrekt ten bedrage van respectievelijk EUR 2 miljard en EUR 2,5 miljard. Overtollige liquiditeit werd geabsorbeerd op de volgende dagen: EUR 2,3 miljard op 13 maart, EUR 22,5 miljard op 17 april, EUR 2,46 miljard op 14 mei en EUR 6 miljard op 12 juni⁽¹⁾. In 2006 verrichtte het Eurosysteem

(1) De liquiditeitsabsorberende *fine-tuning*-transacties lagen, louter om boekhoudkundige redenen n.a.v. de toetreding van Slovenië tot de monetaire unie, hoger tussen 1 januari 2007 en 30 april 2007. Deze worden hier buiten beschouwing gelaten.

elf *fine-tuning*-transacties, telkens ook op de laatste dag van een reserve-aanhoudingsperiode. De bedragen van deze *fine-tuning*-transacties beliepen, naar absolute waarde, gemiddeld EUR 9,9 miljard.

Om het resterende liquiditeitstekort of -overschot van individuele kredietinstellingen op te vangen, voorziet het Eurosysteem in permanente faciliteiten. Eventuele liquiditeitsoverschotten kunnen worden gestald op de depositofaciliteit, terwijl liquiditeiten met een looptijd tot de volgende ochtend kunnen worden verkregen via de marginale beleningsfaciliteit. Vooral naar het einde van de reserve-aanhoudingsperiode toe worden deze permanente faciliteiten aangewend. In de eerste zeven reserve-aanhoudingsperiodes van 2007 werd via de marginale beleningsfaciliteit dagelijks gemiddeld EUR 231 miljoen opgenomen, terwijl op de depositofaciliteit dagelijks gemiddeld een bedrag van EUR 321 miljoen werd geplaatst. Deze gemiddelde bedragen worden sterk beïnvloed door het gebruik van de permanente faciliteiten op de laatste dag van de reserve-aanhoudingsperiode.

Zoals gebruikelijk waren deze bedragen klein, aangezien de tarieven die voor het gebruik van deze faciliteiten betaald moeten worden, zodanig penaliserend zijn dat de kredietinstellingen terughoudend zijn om er gebruik van te maken. Bovendien voorzien de open-markttransacties nagenoeg integraal in de herfinancieringsbehoeften van de kredietinstellingen, conform het door het Eurosysteem gehanteerde neutraliteitsprincipe inzake liquiditeitsbeheer dat erop gericht is iedere systematische scheef trekking te voorkomen in de mate waarin gebruik wordt gemaakt van de permanente faciliteiten.

Dankzij het operationele kader van het Eurosysteem kon de daggeldrente tijdens de eerste zeven reserve-aanhoudingsperiodes van 2007 gestabiliseerd worden rond het door het Eurosysteem gewenste niveau. Zo bedroeg de dagelijkse gemiddelde absolute afwijking van de Eonia⁽¹⁾ t.o.v. de minimale inschrijvingsrente bij de basis-herfinancieringstransacties 7 basispunten. Bovendien overschreed die afwijking slechts zelden 20 basispunten. Ook in 2006 slaagde het Eurosysteem erin de daggeldrente zeer dicht bij de minimale inschrijvingsrente te houden, zelfs op de laatste dag van de reserve-aanhoudingsperiode wanneer de kans op onverwachte liquiditeitsschommelingen het grootst is (NBB, 2007).

3. Geconfronteerd met een grote vraag naar liquiditeit: het liquiditeitsbeheer van het Eurosysteem tussen 8 augustus 2007 en 13 november 2007

Zoals hierboven beschreven, had het operationele kader van het Eurosysteem zijn degelijkheid onder normale marktomstandigheden reeds bewezen. Tijdens de laatste drie volledig afgesloten reserve-aanhoudingsperiodes is bovendien gebleken dat het ook in staat was met succes de soms zeer sterke stijging in de vraag naar liquiditeit op te vangen en, gelet op de moeilijke marktomstandigheden, op bevredigende wijze de rentetarieven in het kortste segment van de geldmarkt te stabiliseren in de buurt van de minimale inschrijvingsrente. Zoals hieronder uit de chronologische bespreking van het liquiditeitsbeheer zal blijken, verschilde de praktische tenuitvoerlegging van het overigens ongewijzigde operationele kader tijdens deze periode van financiële onrust, op drie punten van wat onder normale marktomstandigheden gangbaar is. Ten eerste werd voor de basis-herfinancieringstransacties aan het begin van de reserve-aanhoudingsperiode minder gesteund op de referentiebedragen als leidraad voor het bepalen van de toegewezen bedragen, in een poging de marginale rente op die herfinancieringstransacties dicht bij de minimale inschrijvingsrente te houden. Dit beleid beantwoordde aan een vraag naar *frontloading* vanwege het bankwezen, d.i. het verlangen om aan het begin van de reserve-aanhoudingsperiode meer dan proportioneel aan de reserveverplichting te voldoen. Daardoor wordt de timing van de liquiditeitsverstrekking gewijzigd, terwijl het totale verstrekte bedrag over de reserve-aanhoudingsperiode niet wordt beïnvloed. Ten tweede werd op ruimere schaal een beroep gedaan op *fine-tuning*-operaties, aanvankelijk liquiditeitsverruimende maar, aan het einde van de reserve-aanhoudingsperiode, ook liquiditeitsabsorberende, toen bleek dat de gulle liquiditeitsverstrekking neerwaartse druk op de daggeldrente begon uit te oefenen. Zowel het aantal *fine-tuning*-transacties – hun aanwending bleef immers niet langer beperkt tot de laatste dag van de reserve-aanhoudingsperiode –, als het volume ervan ging in de hoogte. Ten derde werd het volume langerlopende herfinancieringstransacties in twee stappen aanmerkelijk opgevoerd teneinde de banken een groter volume liquiditeit te verstrekken waarvan de financiering over een periode van drie maanden gewaarborgd is.

(1) De Eonia is een effectieve daggeldrente, berekend als het gewogen gemiddelde van de door 49 geselecteerde banken in rekening gebrachte rente voor leningen zonder onderpand op de interbancaire daggeldmarkt in het eurogebied.

3.1 De reserve-aanhoudingsperiode die eindigde op 11 september

De reserve-aanhoudingsperiode die liep van 8 augustus tot en met 11 september was aanvankelijk nog onder normale marktomstandigheden van start gegaan met een toegewezen volume in de eerste basis-herfinancieringstransactie dat zoals gebruikelijk het referentiebedrag licht oversteeg, namelijk ten belope van EUR 1 miljard. De tweede dag van deze reserve-aanhoudingsperiode zag het Eurosysteem zich evenwel reeds genoodzaakt additionele open-markttransacties uit te voeren. De ochtend van 9 augustus vertoonde de daggeldrente immers een plotselinge stijging, van 4,10 pct. tot 4,70 pct., wegens een sterke toename van de vraag van de banken naar rekeningen-couranttegoeden bij het Eurosysteem. De oorzaak hiervan waren toenemende spanningen op de Amerikaanse geldmarkt en de vrees dat Europese banken moeilijkheden zouden ervaren als gevolg van problemen in de Amerikaanse *subprime* markt (zie kader 1). Om de geldmarktrente te stabiliseren, voerde het Eurosysteem, nadat het 's ochtends had laten weten dat het zich zorgen maakte over de situatie, een liquiditeitsverruimende *fine-tuning*-operatie uit met een looptijd tot de volgende ochtend. Deze operatie werd uitgevoerd als een vastrentetender tegen 4,00 pct. (het niveau van de minimale inschrijvingsrente) en een vooraf aangekondigde volledige toewijzing. Aan deze operatie namen 49 banken deel en ze namen, tot de volgende ochtend, een totaal kredietbedrag van EUR 94,8 miljard op. Hierna daalde de daggeldrente naar een niveau in de buurt van de minimale inschrijvingsrente zodat de Eonia – die een gemiddelde daggeldrente is – die dag uitkwam op 4,22 pct.

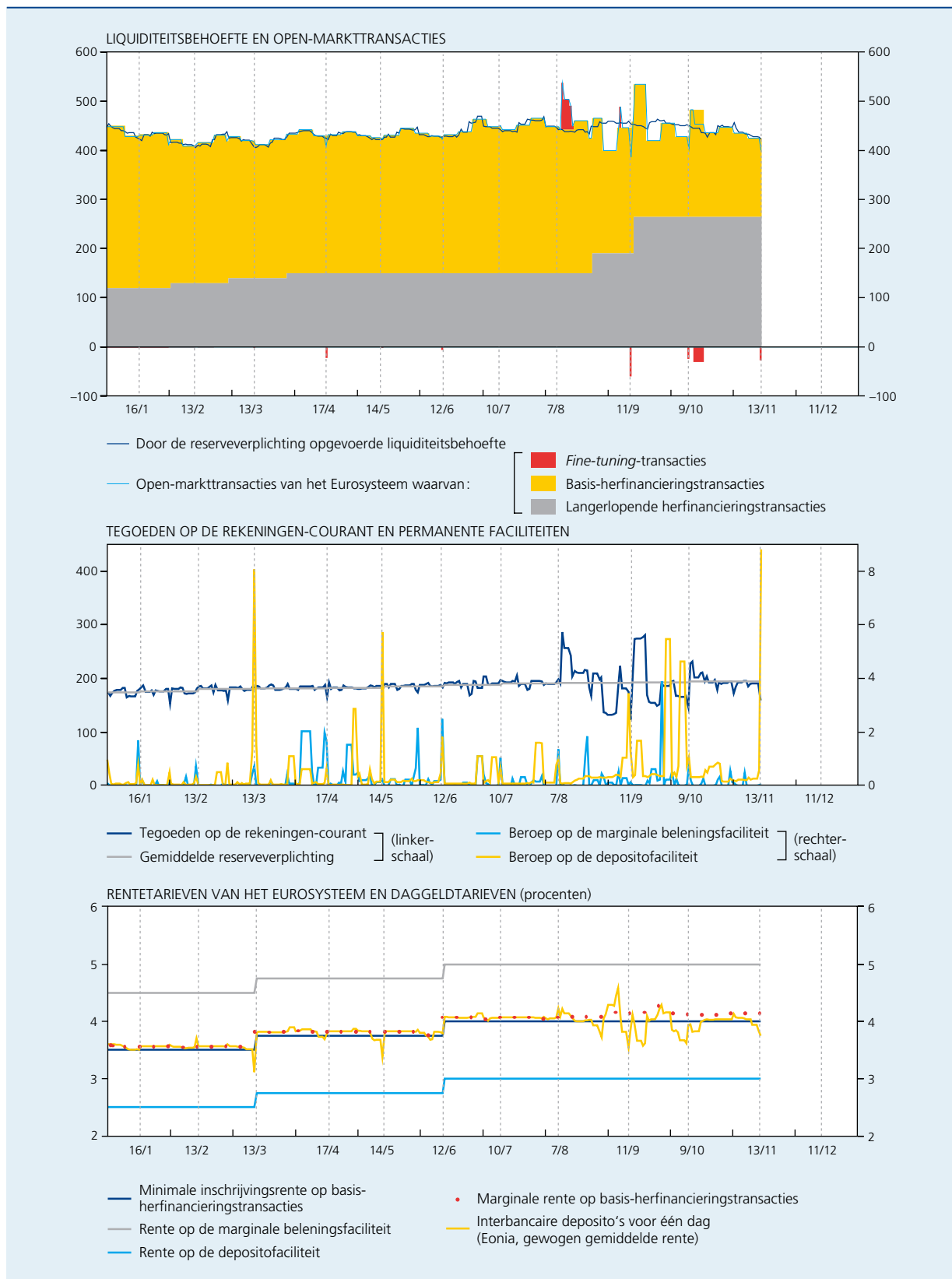
Aangezien de liquiditeit van de vorige *fine-tuning*-operatie in de ochtend van 10 augustus opnieuw uit de markt zou verdwijnen – het betrof immers een *fine-tuning*-operatie met een looptijd van één werkdag – besloot de ECB opnieuw tot een *fine-tuning*-operatie. Deze werd verricht als een variabele-rentetender zonder een vooraf bekendgemaakt toewijzingsbedrag. Hierdoor zou een duidelijker beeld worden verkregen van de liquiditeitsvraag van het bankwezen. Aan deze liquiditeitsverruimende operatie namen 62 instellingen deel die voor een totaal van EUR 110 miljard inschreven tegen rentes die varieerden tussen 4,00 pct. en 4,15 pct. De ECB besloot alle inschrijvingen op of boven de marginale rente van 4,05 pct. toe te wijzen, zodat in totaal en tot de volgende werkdag EUR 61,1 miljard aan liquiditeiten werd verstrekt tegen een gewogen gemiddelde rente van 4,08 pct. Deze transactie zorgde ervoor dat de Eonia die dag op 4,14 pct. uitkwam.

Omdat op maandag 13 augustus de activiteit op de geldmarkt zeer beperkt was, besloot de ECB een derde *fine-tuning*-operatie uit te voeren met dezelfde specificatie als die van 10 augustus. 59 tegenpartijen deden biedingen tussen 4,00 pct. en 4,10 pct. voor een totaalbedrag van EUR 84,4 miljard. Alle biedingen op of boven 4,06 pct. werden aanvaard zodat voor EUR 47,7 miljard aan liquiditeit werd verschaft tegen een gewogen gemiddelde rente van 4,07 pct. De Eonia bedroeg op 13 augustus 4,10 pct.

Op 14 augustus voerde het Eurosysteem, naast de toewijzing van de geplande wekelijkse basis-herfinancieringstransactie, een *fine-tuning*-transactie uit. De basis-herfinancieringstransactie zou immers pas de volgende dag worden verrekend, zodat door deze *fine-tuning*-transactie eventuele liquiditeitsbehoeften tot de volgende ochtend konden worden opgevangen. Ook deze *fine-tuning*-transactie werd uitgevoerd als een variabele-rentetender en zonder een vooraf bekendgemaakt toewijzingsbedrag. Er werd een totaalbedrag van EUR 46 miljard gevraagd met inschrijvingen variërend tussen 4,00 pct. en 4,09 pct. Alle inschrijvingen op of boven 4,07 pct. werden toegewezen zodat voor een totaalbedrag van EUR 7,7 miljard aan liquiditeiten werd verschaft tegen een gewogen gemiddelde rente van 4,07 pct. In de geplande basis-herfinancieringstransactie van 14 augustus besloot de ECB EUR 73,5 miljard boven het referentiebedrag toe te wijzen. Een en ander moest een uitstroom uit de rekeningen-courant voorkomen, een uitstroom die zou hebben plaatsgevonden indien de ECB het berekende referentiebedrag mechanisch zou hebben toegewezen. Dit bedrag brengt immers de op de rekeningen-courant reeds aangehouden bedragen in rekening bij de raming van de liquiditeitsbehoeften die ontstaan uit de reserveverplichting waaraan gemiddeld beschouwd over de reserve-aanhoudingsperiode moet zijn voldaan. Precies als gevolg van de forse toename van de liquiditeitsverstrekking waren deze tegoeden aan het begin van de reserve-aanhoudingsperiode zeer sterk toegenomen, wat onder normale marktomstandigheden zou impliceren dat de vraag naar liquiditeit gedurende de rest van de reserve-aanhoudingsperiode afgeremd wordt. Zo'n automatische compensatie strookte evenwel niet met de gespannen situatie op de geldmarkt, waar de vraag naar centrale-bankreserves groot bleef. De marginale rente op deze operatie bedroeg 4,08 pct., terwijl de gemiddelde rente 4,10 pct. beliep. Door deze ruime toewijzing bleef de Eonia tijdens de daaropvolgende dagen stabiel rond 4 pct.

GRAFIEK 1 LIQUIDITEITSBEHEER VAN HET EUROSISTEEM ⁽¹⁾

(daggegevens, miljarden euro's, tenzij anders vermeld)



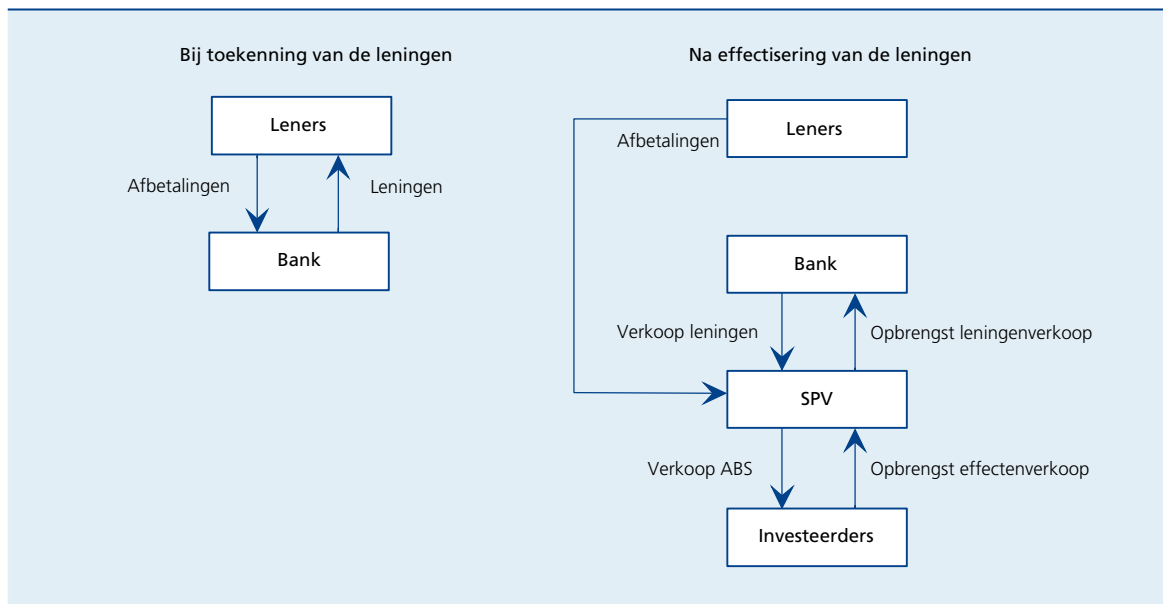
Bron : ECB.

(1) De verticale grijze lijnen duiden het einde van een reserve-aanhoudingsperiode aan.

Kader 1 – Oorzaken van de liquiditeitsschaarste

In dit kader wordt besproken hoe problemen op een relatief kleine markt zoals de *subprime*-hypotheekmarkt van de VS – een markt voor hypotheekleningen met een minderwaardig kredietprofiel – de aanzet waren tot wereldwijde problemen in andere financiële-marktsegmenten en uiteindelijk resulteerden in liquiditeitsschaarste op de geldmarkten, waardoor interventie vanwege de centrale banken noodzakelijk werd. Effectisering speelde daarbij een sleutelrol.

HET ONTSTAAN VAN GESTRUCTUREERDE FINANCIERINGSINSTRUMENTEN VIA EFFECTISERING



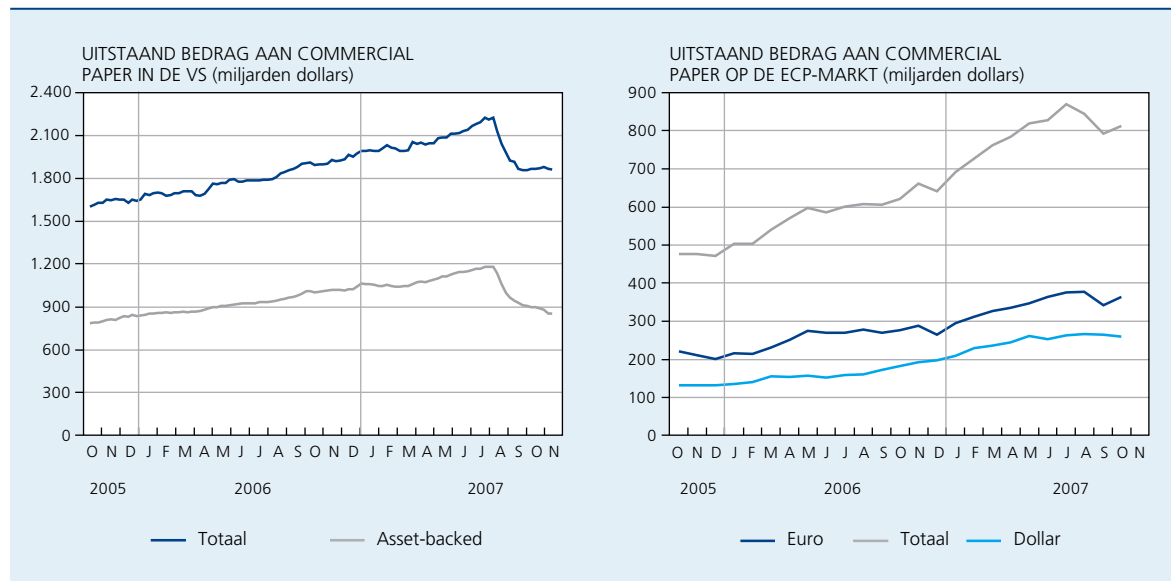
Leningen die een bank toestaat, komen traditioneel op haar balans terecht tot de vervaldag. Effectisering maakte het echter mogelijk de activa uit de bankbalans te lichten en liquide te maken via een daartoe speciaal opgerichte entiteit (*special purpose vehicle, SPV*). SPV's staan los van de bank (*bankruptcy remote*), maar kunnen wel *back-up* kredietlijnen aanhouden met de bank.

Bij effectisering worden bijvoorbeeld de leningen van een bank samengepakt (*pooling*) en verkocht aan het SPV (*true sale securitization*). Vervolgens gebeuren de afbetalingen van de leningen aan het SPV, dat ze gebruikt om de investeerders in het SPV te vergoeden. Daarnaast bestaat ook de zogeheten synthetische effectisering waarbij er geen overdracht gebeurt van de activa, maar enkel van het kredietrisico. Dit kan via afgeleide producten (*credit default swaps*) waarmee een bank zich een soort verzekering koopt tegen wanbetaling.

Terwijl bij een « klassieke » *pass-through* effectisering de *cash-flows* zonder onderscheid worden doorgespeeld aan de investeerders, worden de vorderingen op SPV's tegenwoordig dikwijls opgesplitst en apart verpakt in tranches (*tranching*). Op die manier ontstaan zogeheten gestructureerde financieringsinstrumenten. Elke tranche heeft een risicoprofiel dat specificeert hoe verlies en winst van de onderliggende activa verdeeld worden over de tranches (*subordination*). Dit maakt het mogelijk een bepaald deel van de effecten uit te geven met een hoge quotering, bijvoorbeeld AAA of AA (*credit enhancement*). De nieuwe instrumenten (*asset-backed securities, ABS*) worden uiteindelijk verkocht met verschillende quoteringen (*ratings*). Bepaalde investeringsentiteiten, zoals *asset-backed commercial paper (ABCP) conduits* en *structured investment vehicles (SIV's)* die in deze producten investeren, geven kortlopend papier uit om hun langerlopende activa te financieren. Door lang te beleggen en kort te lenen, lopen ze een liquiditeitsrisico zoals een klassieke bank.



DE MARKT VOOR COMMERCIAL PAPER



Bronnen: Euroclear, Federal Reserve.

Door effectisering zitten de risico's niet langer geconcentreerd bij de bank, maar zijn ze verspreid in het financiële systeem. Die spreiding is op zich een gunstige ontwikkeling, maar impliceert meteen ook dat het voortaan bijzonder moeilijk wordt de risico's te lokaliseren. Het gebrek aan transparantie omtrent de effectieve blootstelling, waartoe deze complexe structuren hadden geleid, zorgde voor toegenomen onzekerheid. Door de soms grote complexiteit van sommige van deze producten bleek de waardering ervan bij marktspanningen ook een belangrijke uitdaging. Deze waarderingsproblemen waren het meest uitgesproken bij de producten met een directe of indirecte blootstelling aan *subprime* leningen, maar kwamen ook tot uiting in andere gestructureerde financieringsinstrumenten in de vorm van hogere risicopremies. De markt voor bepaalde schuldproducten droogde op als gevolg van asymmetrische informatie, net zoals werd uiteengezet in Akerlof's bekende analyse van de « *market for lemons* » (Akerlof, 1970, waar *lemon* staat voor gebrekkige tweedehandswagen). Uiteindelijk kwamen niet enkel de *mortgage-backed securities* onder druk te staan, maar tevens de volledige ABS-markt.

De grotere risico-aversie impliceerde dat bovenvernoemde entiteiten zich nog moeilijk met kortlopend *commercial paper* (CP) konden financieren. De CP-markt is enorm in de VS; vóór het uitbreken van de crisis bedroeg het uitstaande bedrag aan CP zowat 2.225 miljard dollar, wat het succes van deze activiteiten illustreert. Midden september 2007 was dit bedrag echter al met 16 pct. teruggelopen tot 1.869 miljard dollar en het bleef sindsdien rond dat niveau. Die daling is te wijten aan de enorme teruggang in ABCP, die midden november opliep tot 27,5 pct. De markt in het eurogebied is nog zeer gesegmenteerd, maar de omvang van de euro *commercial paper* (ECP) markt, die over de landsgrenzen reikt, steeg tot 869 miljard dollar equivalent in juli 2007. Tegen september was zij echter met 9 pct. teruggelopen tot 792 miljard dollar equivalent (wat wegens de depreciatie van de dollar de daling in euro onderschat). Dit wijst erop dat de uitgevers van ABCP er niet meer in slaagden verlopen papier te vernieuwen. Bovendien daalde de gemiddelde looptijd voor het papier dat wel kon worden vernieuwd.

De bal kwam aldus terug bij de banken terecht, in essentie via twee terugkoppelingmechanismen. Ofwel moesten zij leningen verschaffen aan ABCP *conduits* en SIV's via de *back-up* kredietlijnen die deze laatste hebben bij de bank waarmee ze verbonden zijn. Ofwel moesten de banken de actiefzijde van die entiteiten ontlasten door sommige van hun activa over te nemen. In beide gevallen wordt de bank genoopt op zoek te gaan naar de nodige

financiering, waardoor de kredietinstellingen begonnen liquiditeit op te potten. Bovendien weigerden banken mekaar nog langer krediet te verstrekken op de interbankenmarkt als gevolg van de onzekerheid omtrent de mogelijke blootstelling bij de tegenpartij.

In dergelijke omstandigheden waarbij de functionering van de interbankenmarkt volledig stil dreigt te vallen, verdwijnt de relevantie van de referentiebedragen waarop het Eurosysteem zijn toewijzing bij de basis-herfinancieringstransacties baseert. Die referentiebedragen zijn immers gesteund op parameters – in hoofdzaak de autonome factoren en de verplichte reserves – voor het geconsolideerde bankwezen, ervan uitgaande dat onder normale marktomstandigheden kredietinstellingen met een overschot aan liquiditeit en kredietinstellingen met een tekort aan liquiditeit elkaar vlot vinden op de interbankenmarkt. In geval van een vertrouwenscrisis ontstaat in hoofde van de individuele kredietinstelling echter een extra vraag naar centrale-bankreserves, zodat op het niveau van het geconsolideerde bankwezen de totale liquiditeitsvraag beduidend hoger komt te liggen dan de gebruikelijke referentiebedragen, die zelf niet zijn beïnvloed door de turbulentie op de financiële markten. Met andere woorden, de vraag naar centrale-bankgeld ondergaat een forse opwaartse schok. In dergelijke omstandigheden is een verhoging van het liquiditeitsaanbod wenselijk zodat de daggeldrente kan worden gestabiliseerd.

Door de gevraagde liquiditeit aan te bieden, worden kredietinstellingen die in liquiditeitsnood verkeren aan werkmiddelen geholpen. Dit voorkomt dat solvabele instellingen door een louter tekort aan liquide middelen zouden moeten overgaan tot gedwongen verkopen of dat ze leningen zouden moeten aangaan waardoor ze in solvabiliteitsproblemen terecht komen. Dit betekent niet dat instellingen, die te veel risico's nemen en in solvabiliteitsproblemen belanden, uitgekeerd worden. De liquiditeit, die via de open-marktoperaties ter beschikking wordt gesteld, staat immers tegenover onderpand van voldoende kwaliteit.

Aangezien tijdens de eerste weken van de reserve-aanhoudingsperiode enorme bedragen op de rekeningen-courant werden opgebouwd, besloot de ECB in de basis-herfinancieringstransacties van 21 en 28 augustus en 4 september de toewijzingsbedragen op een niveau te brengen dat een geleidelijke normalisering mogelijk maakte van de bedragen op de rekeningen-courant. Daarenboven had de Raad van Bestuur van de ECB op 22 augustus besloten een supplementaire langerlopende herfinancieringstransactie uit te voeren aangezien de vraag naar financiering in dit segment van de geldmarkt bijzonder groot was, gelet op het fors gestegen niveau van de driemaands interbankenrente. Deze operatie bracht op 24 augustus EUR 40 miljard extra in de markt met een looptijd van drie maanden tegen een marginale rente van 4,49 pct. en een gewogen gemiddelde rente van 4,61 pct. Het Eurosysteem meldde tevens dat deze additionele transactie geen invloed zou hebben op de reguliere langerlopende herfinancieringstransacties, maar dat de verstrekte bedragen in aanmerking zouden worden genomen bij de toewijzingsbedragen van de basis-herfinancieringstransacties. In de basis-herfinancieringstransactie die werd toegewezen op 21 augustus werd nog EUR 46 miljard boven het referentiebedrag toegekend tegen een marginale rente van 4,08 pct. en een gewogen gemiddelde rente van 4,09 pct. Deze relatief ruime toewijzing leidde ertoe dat de Eonia

in de week na deze basis-herfinancieringstransactie fors daalde tot ongeveer 3,70 pct. Op 28 augustus werd in de basis-herfinancieringstransactie EUR 14,5 miljard boven het referentiebedrag toegewezen tegen een marginale rente van 4,08 pct. en een gewogen gemiddelde rente van 4,09 pct. Vanaf 28 augustus begon de Eonia opnieuw geleidelijk te stijgen. Op 29 augustus kwam één van de reguliere langerlopende herfinancieringstransacties op vervalddag. Zij werd, zoals gebruikelijk, vernieuwd waardoor EUR 50 miljard werd toegekend, zonder evenwel de totale financieringsenveloppe te verhogen. De marginale rente op deze operatie bedroeg 4,56 pct., terwijl de gewogen gemiddelde rente 4,62 pct. bedroeg.

Bij de laatste basis-herfinancieringstransactie die werd toegewezen op 4 september kende de ECB EUR 5 miljard boven het referentiebedrag toe, hoewel zij aan het einde van de reserve-aanhoudingsperiode meestal evenwichtige liquiditeitsverhoudingen nastreeft teneinde sterke schommelingen in de daggeldrente te vermijden. Toch bleek dit minder gul te zijn dan wat de marktparticipanten hadden verwacht; de marginale rente voor deze basis-herfinancieringstransactie beliep immers 4,15 pct. en de gewogen gemiddelde rente kwam op 4,19 pct. uit. Derhalve ontstonden in het korte segment van de geldmarkt nieuwe spanningen en op 5 september steeg de daggeldrente in

de voormiddag tot 4,70 pct., waarop het Eurosysteem reageerde met een communicé waarin het verduidelijkte dat het de situatie op de voet volgde en zou ingrijpen indien nodig. Op 6 september voerde het dan ook een *fine-tuning*-transactie uit tegen variabele rente en met een looptijd tot de volgende ochtend waarbij EUR 42,2 miljard in de markt werd geïnjecteerd. De marginale rente op deze operatie bedroeg 4,06 pct., wat beduidend lager was dan de marginale rente die van toepassing was op de meest recente basis-herfinancieringstransactie. De gewogen gemiddelde rente voor deze operatie bedroeg 4,13 pct. De Eonia zakte die dag dan ook tot 4,05 pct. Diezelfde dag besloot de Raad van Bestuur de leidinggevende rentetarieven van het Eurosysteem niet te wijzigen en op 12 september een supplementaire langerlopende herfinancieringstransactie met een looptijd van drie maanden en zonder vooraf bekendgemaakt toewijzingsbedrag uit te voeren. Deze zou moeten bijdragen tot een verdere normalisering van de geldmarkt.

Door de nog ruime liquiditeitssituatie overschreden de tegoeden op de rekeningen-courant in hoge mate het niveau dat vereist is om aan de reserveverplichtingen te voldoen. Aan het einde van de reserve-aanhoudingsperiode leidt dit tot neerwaartse druk op de daggeldrente, zodat de de Eonia op 10 september daalde tot 3,54 pct., het laagste niveau van de reserve-aanhoudingsperiode. Precies om te voorkomen dat deze neerwaartse druk zou aanhouden, voerde het Eurosysteem op 11 september – de laatste dag van de bewuste reserve-aanhoudingsperiode – een liquiditeitsabsorberende *fine-tuning*-transactie uit waardoor voor een bedrag van EUR 60 miljard liquiditeiten aan de markt werden onttrokken tegen een rente van 4,00 pct. Dit resulteerde in een stijging van de Eonia tot 3,87 pct.

De grote bedragen die tijdens de eerste weken van de reserve-aanhoudingsperiode ter beschikking van de kredietinstellingen werden gesteld zijn terug te vinden in de aangehouden tegoeden op rekeningen-courant die, in vergelijking met andere reserve-aanhoudingsperiodes, groot waren. Het beroep op de permanente faciliteiten bleef al met al beperkt, hoewel het gemiddelde beroep op de depositofaciliteit licht steeg.

3.2 De reserve-aanhoudingsperiode die eindigde op 9 oktober

Bij de eerste basis-herfinancieringstransactie van deze reserve-aanhoudingsperiode, die werd toegewezen op 11 september en verrekend op 12 september, werd EUR 10 miljard boven het referentiebedrag toegekend tegen een marginale rente van 4,14 pct. en een gewogen

gemiddelde rente van 4,17 pct. Het Eurosysteem deelde bovendien mee dat bij de bepaling van het referentiebedrag voor deze operatie geen rekening was gehouden met de liquiditeiten die op 12 september voor drie maanden zouden worden toegekend in de eerder aangekondigde additionele langerlopende herfinancieringstransactie. Daarbij werd uiteindelijk EUR 75 miljard toegekend. De marginale rente voor deze operatie bedroeg 4,35 pct. en de gemiddelde rente kwam op 4,52 pct. uit, wat ongeveer tien basispunten lager was dan voor de twee andere langerlopende herfinancieringstransacties die sinds het begin van de beroering op de geldmarkt waren afgesloten.

Door de verrekening van de supplementaire langerlopende herfinancieringstransactie daalde de Eonia van 4,11 pct. op de eerste dag van de reserve-aanhoudingsperiode tot 3,96 pct. op donderdag 13 september. Deze neerwaartse beweging hield de volgende dagen aan, zodat de Eonia op 17 september tot 3,57 pct. was gezakt. Op dinsdag 18 september werd bij de basis-herfinancieringstransactie EUR 36 miljard boven het referentiebedrag toegekend. De marginale rente op deze operatie bedroeg 4,15 pct. en de gewogen gemiddelde rente kwam op 4,16 pct. uit. In vergelijking met de zeer ruime liquiditeitsvoorwaarden tijdens de eerste week van deze reserve-aanhoudingsperiode – toen werd bij de basis-herfinancieringstransactie immers niet enkel EUR 10 miljard boven het referentiebedrag toegekend, maar werd ook 75 miljard extra toegekend in de supplementaire langerlopende herfinancieringstransactie –, kan deze toewijzing worden gezien als een eerste stap in de richting van normalisering. Op woensdag 19 september, de dag waarop de basis-herfinancieringstransactie werd verrekend, steeg de Eonia dan ook tot 4,10 pct., een niveau waarrond ook de daggeldrente tijdens de volgende dagen bleef schommelen.

Bij de derde basis-herfinancieringstransactie van 25 september werd EUR 33 miljard boven het referentiebedrag toegekend tegen een marginale rente van 4,27 pct. en een gewogen gemiddelde rente van 4,29 pct. Mede vanwege einde-kwartaal-effecten, steeg de Eonia rond deze datum tot ongeveer 4,2 pct. Op 27 september werd een reguliere langerlopende herfinancieringstransactie van EUR 50 miljard vernieuwd zonder extra liquiditeit in de markt te brengen. Hiervoor werd een marginale rente van 4,50 pct. en een gewogen gemiddelde rente van 4,63 pct. betaald, wat hoger was dan tijdens de langerlopende transactie die op 12 september werd afgesloten. Op 1 oktober, nadat het einde-kwartaal-effect was verdwenen, kwam de Eonia op 3,86 pct. uit, wat op een ruime liquiditeitssituatie wees. Tijdens de laatste basis-herfinancieringstransactie van de reserve-aanhoudingsperiode werd op 2 oktober EUR 7,5 miljard boven

het referentiebedrag toegewezen tegen een marginale rente van 4,14 pct. en een gewogen gemiddelde rente van 4,16 pct. De Eonia kwam die dag op 3,83 pct. uit. Om verdere neerwaartse druk op de daggeldrente tegen te gaan, werd op 9 oktober, de laatste dag van de reserve-aanhoudingsperiode, voor EUR 24,5 miljard aan liquiditeiten onttrokken door middel van een *fine-tuning*-transactie tegen een vaste rente van 4,0 pct. De Eonia kwam die dag op 3,95 pct. uit. Daags tevoren, op 8 oktober, had het Eurosysteem, samen met de aankondiging van de eerste basis-herfinancieringstransactie van de volgende reserve-aanhoudingsperiode, een communiqué verspreid waarin het verduidelijkte dat het gul toewijzingsbeleid aan het begin van de reserve-aanhoudingsperiode versterkt zou worden, terwijl naar het einde van de reserve-aanhoudingsperiode toe geleidelijk meer evenwichtige liquiditeitsverhoudingen worden beoogd, voor zover de marktomstandigheden dat mogelijk maken. Daarenboven werd aangegeven dat tijdens de reserve-aanhoudingsperiode ook meer evenwichtige liquiditeitsverhoudingen zouden worden nagestreefd op een wijze die strookt met de doelstelling om de zeer korte rentetarieven op een niveau te brengen dat dicht bij de minimale inschrijvingsrente ligt. Het Eurosysteem zou dit beleid voeren zo lang als dat noodzakelijk zou blijken.

Tijdens de bewuste reserve-aanhoudingsperiode plaatsten de kredietinstellingen gemiddeld grotere bedragen op de depositofaciliteit. Terwijl in de vorige reserve-aanhoudingsperiode dagelijks gemiddeld EUR 445 miljoen op de depositofaciliteit werd geplaatst, steeg dat bedrag tijdens de negende reserve-aanhoudingsperiode tot EUR 1,56 miljard. Ook de marginale beleningsfaciliteit werd meer aangesproken – gemiddeld beschouwd, werd in de betreffende reserve-aanhoudingsperiode 312 miljoen opgenomen tegenover een gemiddeld dagelijks opgenomen bedrag van EUR 178 miljoen in de vorige aanhoudingsperiode. Op 26 september werd immers via de marginale beleningsfaciliteit een bedrag van EUR 3,9 miljard opgenomen. Terwijl het liquiditeitsbeheer van het Eurosysteem het bankwezen in zijn geheel in een comfortabele positie plaatst – het impliceert immers dat via de open-marktoperaties aan het begin van de reserve-aanhoudingsperiode vlot liquiditeit kan worden verkregen, terwijl eventuele liquiditeitsoverschotten aan het einde van die periode zonder noemenswaardige penaliserende tarieven kunnen worden afgestaan –, impliceert het niet dat een individuele instelling steeds tegen dergelijke interessante voorwaarden bij het Eurosysteem terecht kan. Wanneer zij zich buiten de open-markttransacties tot het Eurosysteem wendt, is zij immers verplicht een beroep te doen op de permanente faciliteiten tegen de daarvoor geldende penaliserende tarieven.

3.3 De reserve-aanhoudingsperiode die eindigde op 13 november

Bij de eerste basis-herfinancieringstransactie van de aanhoudingsperiode, die werd toegewezen op 9 oktober en werd verrekend op 10 oktober, werd EUR 40 miljard boven het referentiebedrag toegekend tegen een marginale rente van 4,12 pct. en een gewogen gemiddelde rente van 4,16 pct. Deze ruime toewijzing deed de Eonia onverwacht zakken tot 3,82 pct. op 11 oktober zodat het Eurosysteem tot een liquiditeitsabsorberende *fine-tuning*-operatie besliste op 12 oktober. Deze onttrok gedurende 5 dagen, tot de verrekening van de volgende basis-herfinancieringstransactie, EUR 30 miljard aan de markt tegen een vaste rente van 4,0 pct. waardoor de Eonia zich vanaf 15 oktober ook rond dit peil bevond.

In de volgende drie basis-herfinancieringstransacties werd respectievelijk EUR 18, EUR 14,5 en EUR 9,5 miljard boven het referentiebedrag toegekend aan marginale en gewogen gemiddelde rentes die gelijkaardig waren aan die van de eerste basis-herfinancieringstransactie. Op 31 oktober steeg de Eonia omwille van einde-maandeffecten tot 4,13 pct. terwijl die de 2 weken daarvoor stabiel was gebleven rond 4 pct. Op 31 oktober werd eveneens een reguliere langerlopende herfinancieringstransactie die op vervalddag was gekomen hernieuwd tegen een marginale rente van 4,45 pct. en een gewogen gemiddelde rente van 4,53 pct.

In de laatste basis-herfinancieringstransactie van de aanhoudingsperiode werd op 6 november EUR 3,5 miljard boven het referentiebedrag toegekend tegen een marginale rente van 4,14 pct. en een gewogen gemiddelde rente van 4,15 pct. Naar het einde van de reserve-aanhoudingsperiode toe, zakte de Eonia echter onder 4 pct. zodat op de laatste dag van de aanhoudingsperiode tot een liquiditeitsverkrappende *fine-tuning*-operatie met een vaste rente van 4 pct. werd besloten. Het Eurosysteem kon via deze operatie slechts EUR 27,75 miljard aan de markt onttrekken wat minder was dan het vooraf beoogde bedrag. De Eonia kwam die dag uit op 3,76 pct. aangezien de kredietinstellingen het overschot aan liquiditeiten in de markt trachtten te plaatsen zodat de daggeldrente zakte. Het resterende liquiditeitsoverschot werd uiteindelijk ten belope van EUR 8,8 miljard geplaatst op de depositofaciliteit. Dit was dan ook het grootste gebruik van de depositofaciliteit gedurende de eerste 10 aanhoudingsperiodes van 2007.

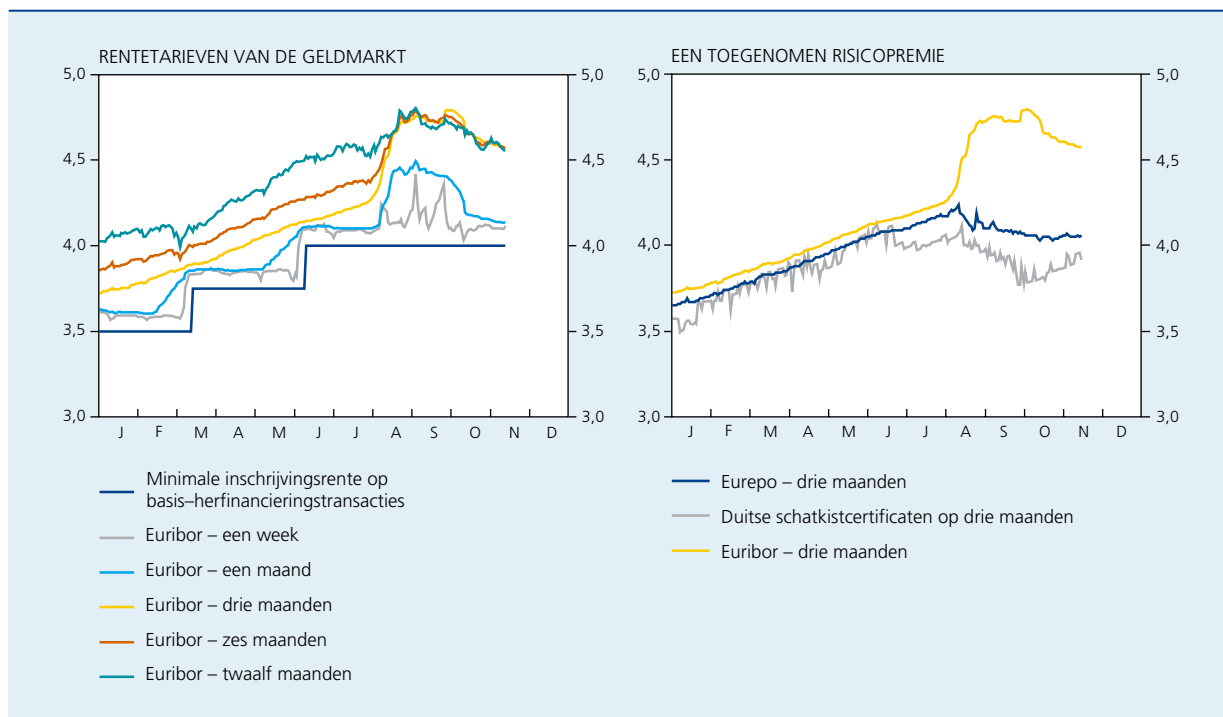
3.4 De rentestructuur op de geldmarkt

Uit wat voorafgaat, is gebleken dat het Eurosysteem er gedurende de turbulente periode van begin augustus tot medio november in slaagde de rentetarieven in het kortste segment van de geldmarkt – de marginale rente bij de basis-herfinancieringstransacties en de daggeldrente Eonia –, op bevredigende wijze te stabiliseren, hoewel niet kan worden ontkend dat de variabiliteit van deze tarieven tijdens die periode groter was dan gebruikelijk. Zo steeg, tijdens de drie reserve-aanhoudingsperiodes gaande van 8 augustus tot en met 13 november, de gemiddelde absolute afwijking van de Eonia ten opzichte van de minimale inschrijvingsrente op de basis-herfinancieringstransacties tot 13 basispunten, terwijl dat ecart gedurende de eerste zeven reserve-aanhoudingsperiodes van 2007 slechts 7 basispunten bedroeg. In het langere segment van de geldmarkt gingen de rentetarieven voor interbancaire kredieten zonder onderpand begin augustus echter sterk omhoog en handhaafden zich gedurende de rest van de beschouwde periode op een hoog niveau. Deze beweging was het meest uitgesproken bij de driemaands interbankenrente die steeg van ongeveer 4,2 pct. begin augustus tot 4,75 pct. op 5 september. Nadien volgde enige ontspanning, maar sinds begin oktober steeg de driemaands rente opnieuw, vooral doordat sedertdien de

vervaldag voorbij het einde van het jaar valt. Dergelijke kalendergebonden effecten doen zich echter ook onder normale marktomstandigheden voor, maar waren nu meer uitgesproken. Hierna daalde de driemaands Euribor tot 4,57 pct. op 13 november.

Deze rentetarieven in het langere segment van de interbankenmarkt worden beïnvloed door verschillende factoren. Zo sorteren verwachtingen omtrent toekomstige monetaire-beleidsbeslissingen een belangrijk effect op de langere rentetarieven. Terwijl de anticipatie op verdere renteverhogingen tot begin augustus deels het positieve ecart tussen de interbankentarieven in het langere segment en de minimale inschrijvingsrente op de basis-herfinancieringstransacties verklaarde, was dat nadien niet langer het geval omdat de verwachting van een verdere monetaire-beleidsverstrakking na het ontstaan van de financiële onrust snel wegebede. Daarnaast bevatten de rentetarieven in het langere segment een termijnpremie die een compensatie biedt voor de onzekerheid omtrent het toekomstige renteverloop en in de gegeven omstandigheden vooral de toegenomen voorkeur weerspiegelt voor financiering op langere termijn. Ten slotte zit in de rentetarieven ook een vergoeding voor het risico op wanbetaling vervat – de Euribor rentetarieven hebben immers betrekking op interbancaire kredieten

GRAFIEK 2 GELDMARKTRENTETARIEVEN
(daggegevens)



Bronnen: Bloomberg, ECB.

zonder onderpand. Deze supplementaire risicopremie speelt momenteel blijkbaar een belangrijke rol in de stijging van de rentetarieven in het langere segment van de geldmarkt. Zo steeg, begin augustus, het ecart tussen de *unsecured* driemaands Euribor en de Eurepo-rente op drie maanden waartegen banken onderling middelen uitwisselen tegen onderpand, plots tot 60 basispunten, nadat het in de eerste zeven maanden van 2007 rond de 7 basispunten schommelde. Vervolgens stabiliseerde dit ecart zich, maar vanaf begin oktober nam het, vanwege kalendergebonden effecten, opnieuw toe tot ongeveer 70 basispunten. Sindsdien daalde dit ecart tot ongeveer 50 basispunten op 13 november. De Eurepo zelf daalde enigszins in augustus en september, vooral wegens het wegebben van de verwachting van verdere renteverhogingen. Deze factor verklaart deels ook de daling van het rendement op het Duitse schatkistpapier met een looptijd van drie maanden. Dit laatste rendement werd verder gedrukt door het feit dat overheidspapier, zoals gebruikelijk tijdens periodes van financiële onrust, kon bogen op zijn *safe haven* status. De weerslag daarvan kan op een markt van relatief beperkte omvang aanzienlijk zijn. Het verschil tussen de driemaands Euribor en het rendement op Duits schatkistpapier met een looptijd van drie maanden liep begin oktober aldus op tot zowat 100 basispunten waarna het verschil verkleinde tot ongeveer 60 basispunten op 13 november. In juli was het al opgelopen tot 20 basispunten, nadat het tijdens de eerste helft van 2007 ongeveer 10 basispunten bedroeg. Een en ander wijst erop dat banken een hogere compensatie eisten voor het wanbetalingsrisico, een fenomeen dat niet los kan worden gezien van de onzekerheid omtrent de blootstelling van kredietinstellingen aan de problemen op de Amerikaanse *subprime* hypotheekmarkt. Bovendien waren de banken wellicht terughoudend bij het verlenen van interbancaire kredieten in afwachting van duidelijkheid over hun eigen liquiditeitsituatie, wat op de interbankenrentetarieven op langere termijn eveneens een opwaarts effect sorteerde.

Op deze tariefbewegingen in het langere segment van de geldmarkt – een gevolg van het gedrag en de risicoperceptie van de kredietinstellingen – heeft de centrale bank geen greep. Het Eurosysteem kan immers alleen maar via het sturen van het liquiditeitsaanbod rechtstreeks controle uitoefenen op de zeer korte rentetarieven. De uitgesproken bewegingen in het langere segment van de geldmarkt kunnen echter wel gevolgen hebben buiten de interbankenmarkt, aangezien tal van kredietinstellingen de driemaands interbankenrente, zoals die wordt gemeten door de Euribor, als referentiepunt gebruiken voor een breed scala van rentetarieven die van toepassing zijn bij de kredietverlening aan particulieren en niet-financiële ondernemingen. Indien de stijging in de

driemaands Euribor daadwerkelijk doorberekend wordt, impliceert zij een feitelijke verstrakking van de financieringsvoorwaarden, ook al werden de leidinggevende rentetarieven van het Eurosysteem niet gewijzigd. Terwijl het liquiditeitsbeheer van de centrale bank dit niet kan verhelpen, is een dergelijke mogelijke verstrakking van de financieringsvoorwaarden wel een factor die in rekening wordt gebracht wanneer de monetaire-beleidsoriëntatie wordt bepaald. Het mogelijke, maar moeilijk in te schatten effect dat op de reële economie wordt gesorteerd door de beroering op de financiële markten – niet enkel als gevolg van de toename van de rente in het langere segment van de geldmarkt, maar bijvoorbeeld ook als gevolg van de stijging van de *spreads* van bedrijfsobligaties, de in de enquête naar de bancaire kredietverlening aangekondigde verstrakking van de financieringsvoorwaarden, de waardevermeerdering van de euro en eventuele repercussies op het vertrouwen – heeft immers de onzekerheid omtrent de groei- en inflatieperspectieven vergroot. Dit heeft de Raad van Bestuur ertoe aangezet, naar aanleiding van de vergaderingen in september, oktober en november, te wachten tot er meer informatie beschikbaar is vooraleer verdere beleidsbeslissingen te nemen, ondanks de bevestiging van het bestaan van opwaartse risico's voor de prijsstabiliteit. Dit kwam er in de praktijk op neer dat een initieel verwachte rentestijging uitbleef.

Conclusies

De werking van het operationele kader van het Eurosysteem – dit samenstel van instrumenten en procedures stelt het Eurosysteem in staat de geldmarktrente te sturen naar het door de Raad van Bestuur gewenste niveau –, is de afgelopen maanden op de proef gesteld. In dit artikel is besproken hoe het monetaire beleid in normale marktomstandigheden ten uitvoer wordt gelegd; vervolgens is nader ingegaan op het liquiditeitsbeheer van het Eurosysteem tijdens de drie reserve-aanhoudingsperiodes die grosso modo betrekking hebben op de periode van begin augustus tot midden november, een periode die gekenmerkt is door beroering op de financiële markten.

Ondanks de moeilijke omstandigheden op de geldmarkt is het Eurosysteem erin geslaagd de geldmarktrente dicht bij de door de Raad van Bestuur vastgelegde minimale inschrijvingsrente op de basis-herfinancieringstransacties te stabiliseren, zodat de signaalfunctie van de korte rentetarieven met betrekking tot de monetaire-beleidsoriëntatie gevrijwaard werd. Daartoe volstond een flexibele aanwending van het bestaande operationele kader, dat tijdens de bewuste periode geenszins werd gewijzigd. Zo verschaftte het Eurosysteem, vooral aan het begin van de

reserve-aanhoudingsperiodes, via de basis-herfinancieringstransacties een liquiditeitshoeveelheid die ver boven de vooraf berekende referentiebedragen lag teneinde de banken in staat te stellen reeds vroeg in de aanhoudingsperiode aan de reserveverplichting te voldoen. Daarnaast werd een ruimer beroep gedaan op *fine-tuning*-transacties die, in tegenstelling tot wat gebruikelijk is, niet beperkt bleven tot de laatste dag van de reserve-aanhoudingsperiode en waar ook grotere bedragen mee gemoeid waren. Ten slotte bood het Eurosysteem kredietinstellingen de kans om ook op de langere termijn hun financiering te vrijwaren door een groter deel van het geldmarkttekort te herfinancieren via langerlopende herfinancieringstransacties op drie maanden. Een operationeel kader dat prioriteit verleent aan het stabiliseren van de geldmarktrente impliceert dat de centrale-bankbalans en, meer in het bijzonder, het aanbod van basisgeld endogeen wordt, zodat het niet langer de monetaire-beleidsoriëntatie aangeeft (zie ook een artikel in dit tijdschrift dat specifiek aan dit onderwerp is gewijd). De soms zeer grote liquiditeitsinjecties wijzen dan ook geenszins op een versoepeling van de monetaire-beleidsoriëntatie die, gelet op het feit dat de beleidsrente tijdens de bewuste periode niet werd gewijzigd, onveranderd bleef.

Ondanks het relatieve succes in het stabiliseren van de rentetarieven in het kortste segment van de geldmarkt, zijn tijdens de bewuste periode de tarieven in het langere segment fors gestegen. Het liquiditeitsbeheer van de centrale bank kan dit echter niet verhelpen. De directe controle van het Eurosysteem over de geldmarkttarieven

beperkt zich immers tot het zeer korte segment, terwijl op verdere horizonten de markt de rente autonoom bepaalt, afhankelijk van de verwachtingen aangaande monetaire-beleidsbeslissingen en relevante risicopremies. Deze toename van de tarieven in het langere segment van de geldmarkt weerspiegelt inderdaad een forse stijging van de vergoeding die wordt geëist voor het risico op wanbetaling op de markt van interbancair krediet zonder waarborg. Uiteraard blijft deze ontwikkeling mogelijkerwijs niet zonder gevolgen voor de reële economie en, via dit kanaal, voor het toekomstige verloop van de inflatie. De driemaands Euribor fungeert voor vele kredietinstellingen immers als referentiepunt voor een breed scala van rentetarieven die van toepassing zijn bij de kredietverlening aan particulieren en niet-financiële ondernemingen. Indien de stijging in de driemaands Euribor daadwerkelijk wordt doorberekend, impliceert zij een feitelijke verstraking van de financieringsvoorwaarden, ook al werden de leidinggevende rentetarieven van het Eurosysteem niet gewijzigd. Een dergelijke mogelijke verstraking van de financieringsvoorwaarden is dan ook een factor die in rekening wordt gebracht wanneer de monetaire-beleidsoriëntatie wordt bepaald. De mogelijke, maar moeilijk in te schatten gevolgen van de beroering op de financiële markten heeft de Raad van Bestuur ertoe aangezet, naar aanleiding van de vergaderingen in september, oktober en november, te wachten tot er meer informatie beschikbaar is vooraleer verdere beleidsbeslissingen te nemen, ondanks de bevestiging van het bestaan van opwaartse risico's voor de prijsstabiliteit. Dit kwam er in de praktijk op neer dat een initieel verwachte rentestijging uitbleef.

Bibliografie

Akerlof G.A. (1970), « The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism », *The Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488-500.

Aucremanne L., J. Boeckx en O. Vergote (2007), « Rentebeleid versus geldbasisbeleid: gevolgen voor de centrale-bankbalans », *Economisch Tijdschrift van de Nationale Bank van België*, III, 19-28.

ECB (2002), « Het liquiditeitsbeheer van de ECB », *ECB Maandbericht*, mei, 41-53.

ECB (2004a), *Het monetaire beleid van de ECB*.

ECB (2004b), « Publication of the Benchmark Allotment in the Main Refinancing Operations », *ECB Maandbericht*, april, 16-18.

ECB (2006), *The Implementation of Monetary Policy in the euro area*.

NBB (2007), *Jaarverslag 2006*.