

ECB behoudt grip op geldmarkt

Sinds de komst van de euro werd de ECB geplaagd door het fenomeen *majoreren*. Dit slaat op het verschijnsel dat banken bij de wekelijkse repo voor veel hogere bedragen inschrijven dan zij feitelijk nodig hebben. In de zomer van 2000 heeft de ECB daarom met succes een wijziging in de tenderprocedure doorgevoerd. In dit themabericht wordt eerst een beknopte beschrijving gegeven van het instrumentarium van de ECB en de plaats die de wekelijkse repo's daarbij innemen. Vervolgens wordt stilgestaan bij de problematiek van het *majoreren*, het antwoord van de ECB hierop en de gevolgen hiervan.

Het instrumentarium van het ESCB¹

Voor de praktische uitvoering van het monetaire beleid beschikt het ESCB over een breed scala aan instrumenten. Dit instrumentarium kan in drie groepen worden onderverdeeld, te weten:

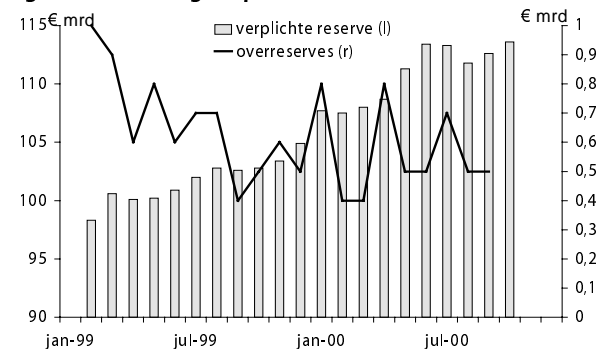
1. Reserveverplichtingen
2. Permanente faciliteiten
3. Open-markttransacties

Wat betreft de uitvoering kan worden gesteld dat deze in het algemeen decentraal is. De ECB bepaalt het beleid, maar de transacties met de banken worden in principe via de nationale centrale banken (NCB's) afgewikkeld.

Reserveverplichtingen

Banken zijn verplicht om tegenover bepaalde passiva een reserve van 2% bij het ESCB aan te houden. Deze reserveverplichting heeft tot doel om een kunstmatig tekort op de geldmarkt te creëren, dan wel om een bestaand tekort te vergroten.

Figuur 1: Omvang verplichte kasreserve (€ mrd)



¹ Het ESCB (Europese Stelsel van Centrale Bank) bestaat uit de ECB en de nationale centrale banken van de EMU-landen.

Door een dergelijk tekort worden de banken namelijk gedwongen om gebruik te maken van de andere instrumenten van het initiatief van de kredietinstellingen, verschaffen en onttrekken van zeer kortlopende middelen. Op deze wijze kan het ESCB, door middel van de tariefstelling op deze faciliteiten, signalen afgeven omtrent de koers van het monetaire beleid. Ook stelt zij op deze wijze een boven- en ondergrens aan de interbancaire daggeldrente. De permanente faciliteiten van het ESCB bestaan uit twee instrumenten:

- 1) De depositofaciliteit
- 2) De marginale beleningsfaciliteit

Ad 1) depositofaciliteit

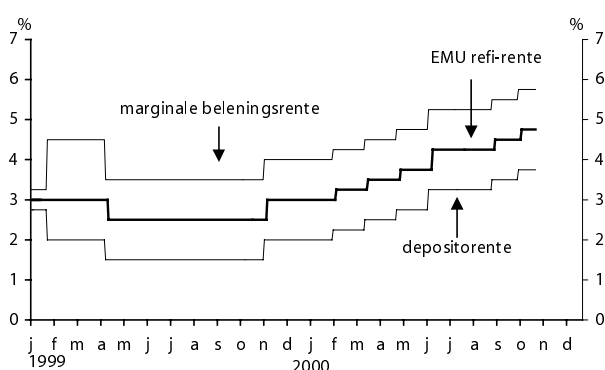
Onder de depositofaciliteit kunnen banken overtollige liquide middelen uitzetten bij het ESCB. Over deze middelen ontvangen zij een vergoeding, de zogenoemde depositorente. Dit tarief vormt normaal gesproken de ondergrens voor de daggeldrente. Zodra immers een bank op haar overtollige middelen die zij in de geldmarkt wil uitzetten nog slechts een vergoeding kan ontvangen die lager ligt dan de depositorente van het ESCB, is het voor haar niet meer aantrekkelijk om deze middelen interbancair uit te zetten.

Ad 2) marginale beleningsfaciliteit

Banken met acute liquiditeitstekorten, die zij interbancair niet dan wel alleen tegen zeer hoge kosten kunnen dekken, kunnen een beroep doen op de marginale beleningsfaciliteit van het ESCB.

Het tarief op deze faciliteit vormt normaal gesproken de bovengrens van de interbancaire geldmarktrente. Als een bank alleen nog maar middelen uit de geldmarkt kan aantrekken tegen een tarief dat hoger ligt dan het tarief op de marginale beleningsfaciliteit is het voor haar immers niet aantrekkelijk om deze middelen interbancair aan te trekken. Een beroep op de marginale beleningsfaciliteit is dan immers goedkoper. Omdat het ESCB in principe alleen middelen uitleent tegen onderpand, zoals bepaalde effecten, handelswissels e.d., dienen banken hierover in voldoende mate te beschikken.

Figuur 2: Verloop officiële rentes sedert januari 1999



Open-markttransacties

De open-markttransacties vormen de belangrijkste groep van instrumenten van het ESCB in die zin, dat zij de banken voorzien van het leeuwendeel van hun behoefte aan centrale-bankgeld. Daarnaast geeft het ESCB belangrijke signalen af omtrent de stand van het monetaire beleid via de tariefstelling op enkele van deze faciliteiten. De open-markttransacties van het ESCB kunnen worden ingedeeld in drie groepen:

- 1) Basis-herfinancieringstransacties
- 2) Langerlopende herfinancieringstransacties
- 3) Overige open-markttransacties

Ad 1) basis-herfinancieringstransacties

Dit zijn de belangrijkste open-markttransacties die door het ESCB worden uitgevoerd. Het gaat om liquiditeitsverschaffende transacties met wederinkoop, die wekelijks worden uitgevoerd en een looptijd hebben van twee weken. Deze transacties worden ook wel aangeduid als "repo-transacties". De rente op deze transacties, de refi-rente, wordt dus wekelijks vastgesteld en is het belangrijkste tarief van de ESCB².

² Een wijziging in de refi-rente heeft een belangrijke signaalwerking

In 1999, het eerste jaar van de euro, bedroeg de gemiddelde omvang van deze transacties € 69 miljard; in 2000 was dit opgelopen tot bijna € 74 mrd. Hiermee voorzorg deze faciliteit in het overgrote deel van de liquiditeitsbehoefte van het Europese bankwezen.

Ad 2) langerlopende herfinancieringstransacties

De langerlopende herfinancieringstransacties zijn reguliere, liquiditeitsverschaffende transacties met wederinkoop (repo's), die maandelijks worden uitgevoerd en een looptijd hebben van drie maanden. Vergeleken met de basis-herfinancieringstransacties zijn zij relatief gering van omvang. Deze transacties hebben in het algemeen geen rol bij het beïnvloeden van de liquiditeitsverhoudingen op de geldmarkt, reden waarom de ECB zich bij deze transacties in principe als prijsnemer opstelt, d.w.z. de tariefstelling door de marktpartijen laat bepalen. Deze faciliteit heeft in feite de belangrijkste rol van de vroegere discontofaciliteit overgenomen (het voorzien in een gegarandeerde toegang tot centrale-bankgeld).³ Wel is het subsidie-element van de discontofaciliteit verdwenen: in tegenstelling tot het vroegere discontotarief (dat normaal gesproken de bodem van de geldmarktrente vormde) ligt het tarief op de hier besproken faciliteit in het algemeen zelfs iets hoger dan de refi-rente.

Ad 3) overige open-markttransacties

Het ESCB beschikt naast de hierboven besproken open-marktinstrumenten nog over een breed scala aan instrumenten waarmee zij rechtstreeks kan interveniëren in de geldmarkt. In tegenstelling tot de twee standaard open-marktinstrumenten, die op vaste tijdstippen volgens vaste procedures plaatsvinden, kennen de overige instrumenten in hoge mate een ad hoc karakter. Een verder verschil is dat zij in principe door de ECB zelf worden uitgevoerd, en niet decentraal via de NCBs, en dat het aantal tegenpartijen beperkt is.

Majoreren

Het ESCB heeft bij de uitgifte van de wekelijkse tender (de basis-herfinancieringstransacties) de keuze tussen het hanteren van een vaste-rentetender en een variabele-rentetender.

naar de markt.

³ De discontofaciliteit is een instrument dat vroeger vrijwel iedere centrale bank in Europa tot haar beschikking had, maar door de ECB niet is overgenomen.

Bij een **vaste-rentetender** kondigt de ECB het tarief, waartegen de banken middelen van het ESCB kunnen betrekken, van tevoren aan. De banken kunnen hierop inschrijven, waarna de ECB bekend maakt hoeveel van de inschrijvingen zij daadwerkelijk toewijst. De toewijzing per bank vindt in principe plaats naar rato van de bedragen waarvoor zij hebben ingeschreven, al kan de ECB besluiten per bank een minimum-toewijzing vast te stellen. Bij een **variabele rente-tender** wordt zowel de omvang van de tender als het tarief waartegen de middelen worden verstrekt pas vastgesteld nadat de banken hebben ingeschreven.

Hierbij worden de toegewezen middelen niet meer tegen één uniform tarief, maar tegen het tarief wat de banken voor deze middelen bieden toegewezen.

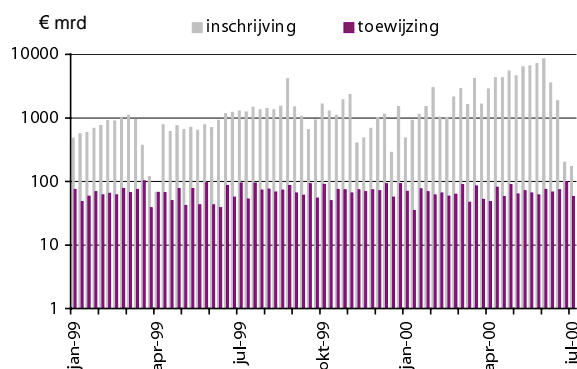
Aanvankelijk hanteerde de ECB alleen vaste rentetenders. Het tarief dat de banken op de toegewezen middelen moeten betalen stond dus van te voren vast en blijft ongewijzigd, ongeacht de hoeveelheid middelen die zij uiteindelijk krijgen toegewezen.

In de praktijk bleek, dat banken voor veel meer middelen inschreven dan zij feitelijk nodig hadden. Dit wordt wel aangeduid als **majoreren**. Deze strategie heeft voor de banken als voordeel dat de kans, dat zij de hoeveelheid middelen die zij echt nodig denken te hebben ook daadwerkelijk krijgen toegewezen, aanmerkelijk toeneemt. Het risico van dit gedrag voor de banken is nihil; eventuele teveel toegewezen middelen kunnen immers op de interbancaire markt eenvoudig worden uitgezet. Dit gebeurt normaal gesproken tegen een hoger tarief dan de door de ECB aan de banken in rekening gebrachte refi-rente.

Voor de ECB heeft dit majoreren echter als nadeel, dat het inschrijfgedrag van de banken bij de wekelijkse repo haar feitelijk geen enkel inzicht verschaft in de werkelijke vraag- en aanbodverhoudingen op de geldmarkt. Dit vergroot de kans dat zij een inschattingfout maakt, en hetzij teveel hetzij te weinig toewijst. Figuur 3 laat het verloop van de inschrijvingen van de banken zien en het bedrag dat de ECB daadwerkelijk heeft toegewezen (voor de periode januari 1999-juli 2000).

Gemiddeld genomen schreven de banken in 1999 wekelijks in voor een bedrag van EURO 954 mrd, waarop door ECB gemiddeld EURO 69 mrd werd toegewezen. In geheel 1999 heeft de ECB slechts eenmaal, op 6 april, alle aanvragen (in totaal EURO 67,4 mrd) volledig gehonoreerd.

Figuur 3: Inschrijvingen en toewijzingen op wekelijkse repo (€ mrd, logaritmische schaal)



De banken hadden toen laag ingeschreven, omdat zij en masse verwachtten dat het refi-tarief binnen twee weken zou worden verlaagd. Op 2 november vond het omgekeerde plaats. Toen werd alom op zeer korte termijn een verhoging van de refi-rente verwacht, reden voor de banken om voor een bedrag van maar liefst € 2.344 mrd in te schrijven, waarop door de ECB uiteindelijk € 66 mrd (2,82%) werd toegewezen. In het jaar 2000 veranderde dit beeld niet wezenlijk. Integendeel, het majoreren nam een steeds hogere vlucht, met een absoluut record aan inschrijvingen ter waarde van bijna € 8.500 mrd begin juni. Het toewijzingspercentage daalde daarbij tot minder dan 1%.

De reactie van de ECB

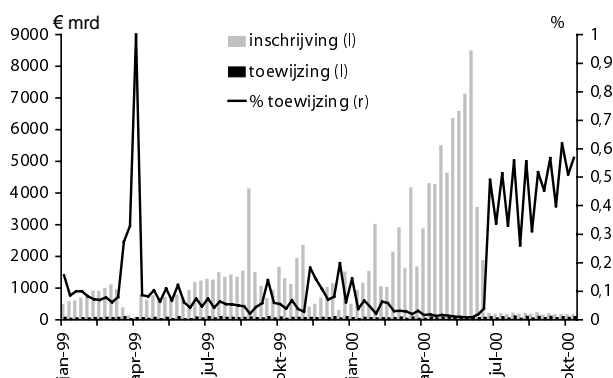
Dit was voor de ECB reden om op 8 juni 2000 aan te kondigen, dat zij met ingang van 28 juni 2000 zou overgaan op de tweede tendervariant: de **variabele-rentetender** met een meervoudige rentevoet. In deze variant moeten de banken niet alleen aangeven hoeveel middelen zij van de centrale bank willen lenen, maar ook het tarief vermelden dat zij bereid zijn voor deze middelen te betalen. De ECB stelt vervolgens het bedrag vast dat zij zal toewijzen, waarbij zij deze middelen toewijst aan de hoogste bidder. Er is dus niet meer één uniform tarief waartegen de middelen aan de banken worden verstrekt. Overigens maakt de ECB wel van te voren bekend wat het laagste tarief is waartegen zij bereid is middelen te verschaffen, de zogenoemde “minimale inschrijvingsrente”. Dit tarief geeft tevens de intenties van de ECB aan en vervult de signaalfunctie, die voorheen door het tarief op de vaste-rentetender werd vervuld. Beneden dit tarief worden geen middelen toegewezen.

De ECB wijst zoals gezegd de middelen toe aan de hoogste bidders.

Overigens kan het laagste tarief waartegen op de ECB bereid is middelen toe te wijzen, de zogenoemde marginale refi-rente, afwijken van de minimale inschrijvingsrente. Dit zal bijvoorbeeld het geval zijn als biedende partijen voorsorteren op een volgende monetaire verkrapping. Als blijkt bij vaststelling van de marginale refi-renterente dat de omvang van de aangevraagde middelen die van de toewijzing overtreft, wordt dit (marginale) deel alsnog naar rato toegewezen.

Deze benadering vergroot de onzekerheid voor de banken in aanzienlijke mate. Schrijven zij tegen een te laag tarief in, lager dan de door de ECB vastgestelde marginale refi-rente, dan krijgen zij geen middelen toegewezen en zijn zij voor hun financieringsbehoefte volledig aangewezen op de duurdere, interbancaire geldmarkt aan te trekken fondsen. Schrijven zij tegen een te hoog tarief in, dan krijgen zij relatief juist dure middelen toegewezen.

Figuur 4: Toewijzingspercentage wekelijkse repo



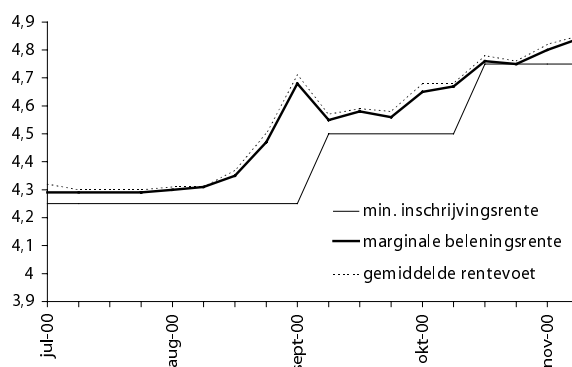
Zoals blijkt uit de grafiek is de inzet van deze variant van dit instrument zeer effectief gebleken om een einde te maken aan het majoreren.

Tot besluit

Door bij de wekelijkse tender over te stappen van een vaste-rentetender naar een variabele-rentetender heeft de ECB op effectieve wijze afgerekend met de praktijk van het majoreren. Hieraan kleefte voor haar echter als nadeel, dat zij de rentevorming op de geldmarkt voor een deel uit handen heeft gegeven. Bij een variabele rentetender bepaalt immers het inschrijvingsgedrag van de banken uiteindelijk de tariefstelling op de repo. Als de collectieve verwachting van het bankwezen omtrent de rentevorming afwijkt van de visie van de ECB, dan komt de refi-rente uit op een hoger niveau dan de centrale bank

zelf wenselijk acht, tenzij zij veel meer middelen toewijst dan zij uit oogpunt van evenwicht op de geldmarkt eigenlijk zou willen. Dit kan worden afgelezen aan een oplopend verschil tussen de marginale refi-rente en de minimale inschrijvingsrente. In dat geval zou zij de monetaire verhoudingen op de geldmarkt bewust moeten verruimen om te voorkomen dat de banken in hun biedingsgedrag de rente te hoog (in de visie van de ECB) opdrijven.

Figuur 5: Tariefstelling wekelijkse repotransacties



Juist vanwege de mogelijkheid om een eenduidig rentesignaal af te kunnen geven heeft de centrale bank duidelijk een voorkeur voor het gebruik van de vaste-rentetender. Overigens kan uit het in het algemeen geringe verschil tussen de marginale rente en de minimale inschrijvingsrente worden afgelezen, dat de ECB haar grip op de interbancaire rente nog niet heeft verloren.

November 2000

Wim Boonstra (030-2162629)
W.W.Boonstra@rn.rabobank.nl