

Europese Centrale Bank brengt geldmarkt in beweging

# Maatregelen ECB nivelleren bankwezen

Na het omvallen van de zakenbank Lehman Brothers in de VS eind vorig jaar zijn de risicopremies op interbancaire leningen wereldwijd sterk toegenomen. Als gevolg hiervan is het voor banken veel duurder geworden om geld te lenen. Op 8 oktober 2008 besloot een aantal centrale banken daarom tot een gezamenlijke interventie. In Europa volgde hierop een serie van noodinjecties in het financiële systeem en verlaagde de ECB de rente met in totaal 175 basispunten. Hoewel deze ondersteuning de gehele sector ten goede komt, is het wel zo dat risicovolle banken hier relatief meer voordeel uit behalen dan voorzichtige banken. Als gevolg hiervan vindt er, volgens Sander Dekker van het Centraal Bureau voor de Statistiek, nivellering van het bankwezen plaats.

Met de faillissementsaanvraag door Lehman Brothers op 15 september 2008 is de onzekerheid op de financiële markten in september snel toegenomen. Enerzijds komt dit doordat niet bekend is welke marktpartijen zijn blootgesteld aan het faillissement van Lehman en daarmee mogelijk hun uitgeleende geld kwijt zijn. Anderzijds toont het faillissement aan dat de Amerikaanse overheid niet van plan is om alle in problemen geraakte instellingen te redden.

Op de interbancaire markten voor kortetermijnleningen, variërend van daggeld tot termijndeposito's van drie maanden, komt deze onzekerheid sterk tot uitdrukking in de forse stijging van de markttrenten. Zo kwam de rentevergoeding op daggeldleningen in dollars (figuur 1) die dag uit op een geannualiseerd tarief van 6,4 procent, met andere woorden een stijging van 333 basispunten in vergelijking met de dag ervoor.

Op 30 september 2008 nemen de zorgen over het financiële systeem verder toe nadat het Amerikaanse congres het reddingsplan van 700 miljard dollar aanvankelijk afwijst. Wereldwijd valt hierop het kapitaalverkeer vrijwel stil. Banken en andere financiële instellingen houden hun geld vast waardoor de rentetarieven kunnen stijgen tot ongekende hoogtes. Hierbij komt het daggeldtarief op dollars met 6,9 procent ver boven de beleidsrente van de Amerikaanse centrale bank, de Federal Funds Rate, van 2 procent uit en vestigt daarmee een nieuw record. Ook

in Europa ontstaat een groeiend renteverval tussen de eenwekelijkse marktrente Euribor en de ECB-beleidsrente van – op dat moment – 4,25 procent.

## Ingrepen ECB

Op 8 oktober 2008 besluiten de centrale banken van de Verenigde Staten, Groot-Brittannië en de Eurozone tot een gezamenlijke aanpak om de spanningen op de financiële markten te verminderen. Het belangrijkste uitgangspunt hiervan is om vooral de financieringskosten van banken te reduceren met als doel om daarmee het gehele financiële stelsel te beschermen. Vanuit deze doelstelling gaat de ECB steeds grotere kredietvolumes in de markten pompen tegen een steeds gunstiger rentetarief. Zo bedraagt de omvang van de wekelijkse herfinancieringstransacties in het eurogebied op 25 november 2008 ongeveer 334 miljard euro tegen een vooraf vastgestelde rente van 3,25 procent. Op 8 oktober was dit nog 250 miljard euro tegen een gemiddeld (marktconform) rentetarief van 4,99 procent. Naast deze wekelijkse herfinancieringstransacties verstrekt de ECB ook actief daggelden (vooral in dollars) en neemt de omvang van de langetermijnoperaties gestaag toe. Omdat de Europese bank na het besluit ook geen maximum meer stelt aan de omvang van zijn kredietverlening, kunnen banken nu vrijwel ongelimiteerd hun activa tegen gunstige tarieven belenen.

Vrij snel na het besluit van 8 oktober begin-

nen de markttrenten, zoals Eonia en Euribor te dalen (figuur 1); dit vooral op liquiditeiten met een zeer korte looptijd van maximaal zeven dagen. Hoewel de doelstelling om de financieringskosten van banken te verlagen via deze aanpak lijkt te worden behaald, veroorzaken deze injecties ook een aantal verschuivingen op de geldmarkten. Deze verschuivingen vinden vooral plaats op het liquide deel van de geldmarkt.

## Segmenten geldmarkt

Op het liquide deel van de geldmarkt<sup>1)</sup> lenen banken en andere financiële instellingen elkaar hun overvloedige liquiditeiten uit voor relatief korte periodes. Dit kan op zowel de secured als unsecured markt. Het verschil tussen deze segmenten is dat leningen op de secured markt zijn gedekt door onderpand. Verreweg het grootste deel van de secured markt wordt gevormd door de markt voor repurchase agreements (kortweg repo's). Bij deze transacties lenen banken elkaar geld op basis van hoogwaardig publiek onderpand,

Om deze reden biedt dit geen verklaring voor de scherpe tariefdaling direct na de val van Lehman.

De tweede oorzaak voor de dalende tarieven betreft een verschuiving van de kredietverlening tussen deelmarkten. Het lijkt aannemelijk dat met het toenemen van de risico's na de val van Lehman een deel van de kredietverlening is verplaatst van de unsecured naar de secured markt. Bij een toename van de risicopremies op ongedekte interbancaire leningen wordt het voor kredietnemers immers steeds aantrekkelijker om te lenen op basis van onderpand. Vanuit de aanbodkant biedt de secured markt voor verstrekkers van krediet tegelijkertijd een veilig alternatief voor het uitzetten van de overvloedige liquiditeiten die men niet op de unsecured markt kwijt wil.

Belangrijke voorwaarden hierbij zijn dat de kredietnemer moet beschikken over voldoende hoogwaardig publiek onderpand en een goede reputatie. Als hieraan niet wordt voldaan, kan de bank niet op de secured

## Alle banken kunnen nu goedkoop krediet aantrekken

zoals staatsobligaties, met daarbij de afspraak dit tegen een vaste prijs terug te kopen. Omdat het risico bij deze leenconstructie wordt afgedekt door het onderpand, is de risico-opslag op deze markt vrijwel nihil.

Vanaf 15 september 2008 nemen de risico-opslagen fors toe. Voor wat de unsecured markt betreft heeft dit te maken met zowel de identificering van additioneel krediet- en systeemrisico, zoals geïllustreerd door Lehman, als de houding van banken tegenover deze risico's. Vooral voor dit laatste zullen naast rationele overwegingen ook sentimenten een rol hebben gespeeld.

Door inprijzing van de genoemde risico's stijgen de rentetarieven op de unsecured markt vanaf 15 september 2008 aanzienlijk (figuur 1). Omdat de rentetarieven op de secured markt vanaf datzelfde moment sterk dalen (figuur 2), loopt het renteverval – dat we als risicopremie beschouwen – hierdoor in korte tijd snel op. De daling van de rente op de secured markt heeft hierbij twee belangrijke oorzaken. Ten eerste speelt mee dat de ECB de rentetarieven op zijn basis-herfinancieringstransacties (refi) verschillende malen fors heeft verlaagd. Omdat bij deze transacties de ECB op eenzelfde wijze op basis van beleenbare activa korte leningen aan banken verstrekt, worden logischerwijs ook de tarieven op de secured markt gedrukt, omdat er vanuit de aanbodkant simpelweg goedkopere alternatieven komen. Niettemin speelt dit effect pas na het rentebesluit van 8 oktober.

markt actief zijn en blijft deze dus aangewezen op het relatief duurdere unsecured segment. Met het rentebesluit van 8 oktober 2008 komt daarin verandering.

## Nivellering

Een belangrijk verschil tussen de ECB als verstrekker van kortlopend krediet en commerciële banken is dat de ECB in zijn openmarkttransacties naast publiek onderpand ook privaats onderpand accepteert voor leningen. Hierbij kunnen bijvoorbeeld ook in bezit zijnde aandelen, gedekte obligaties en andere financiële producten als onderpand worden beleend. Hierbij stelt de ECB zich sinds december van 2007 bovendien ruimhartiger op in zijn acceptatiecriteria voor de kwaliteit van het onderpand. Vanaf januari 2009 zal dit weer veranderen. Door dit fundamentele verschil in beleningsvoorwaarden heeft het huidige ECB-beleid ook een verschillende uitwerking op zowel de waarde van financiële instrumenten als op de mogelijkheden om de financieringskosten door middel van belening te verminderen. Door het verstrekken van onbeperkte liquiditeiten (tegen een vast tarief) kunnen alle banken nu goedkoop krediet aantrekken. Logischerwijs halen de risicovolle banken hier meer voordeel uit dan banken die zich in het verleden wat voorzichtiger hebben opgesteld.

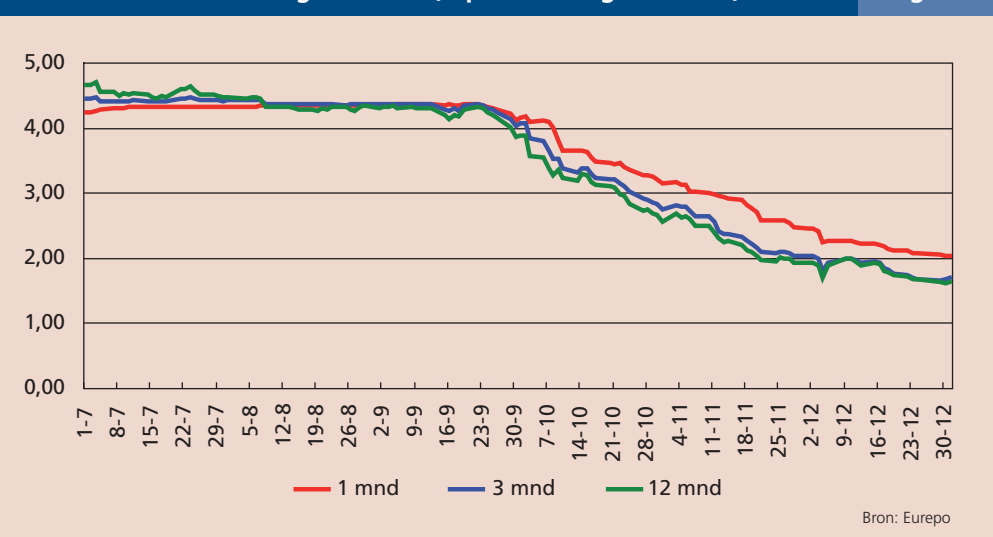
Risicovolle banken, die zich in het verleden meer op hoogrenderende private activa met een groter risico hebben gericht, kunnen dit nu door de ruimhartige acceptatiecriteria tegen gunstige tarieven belenen. Echter, banken die in het verleden veel laagrenderend staatspapier (met gering risico) aan hun balans hebben toegevoegd, konden deze activa voorheen ook al goedkoop op de secured markt uitzetten. Door de onbeperkte beschikbaarstelling van liquiditeiten en het verschil in beleningsvoorwaarden raken deze risico-averse banken nu hun relatieve (rente)voordeel kwijt in vergelijking met banken met risicovollere producten in bezit. Omdat de financieringskosten van interbancaire leningen enigszins worden gelijkgetrokken, kan worden gesteld dat er een nivellering plaatsvindt van het bankwezen.

SANDER DEKKER

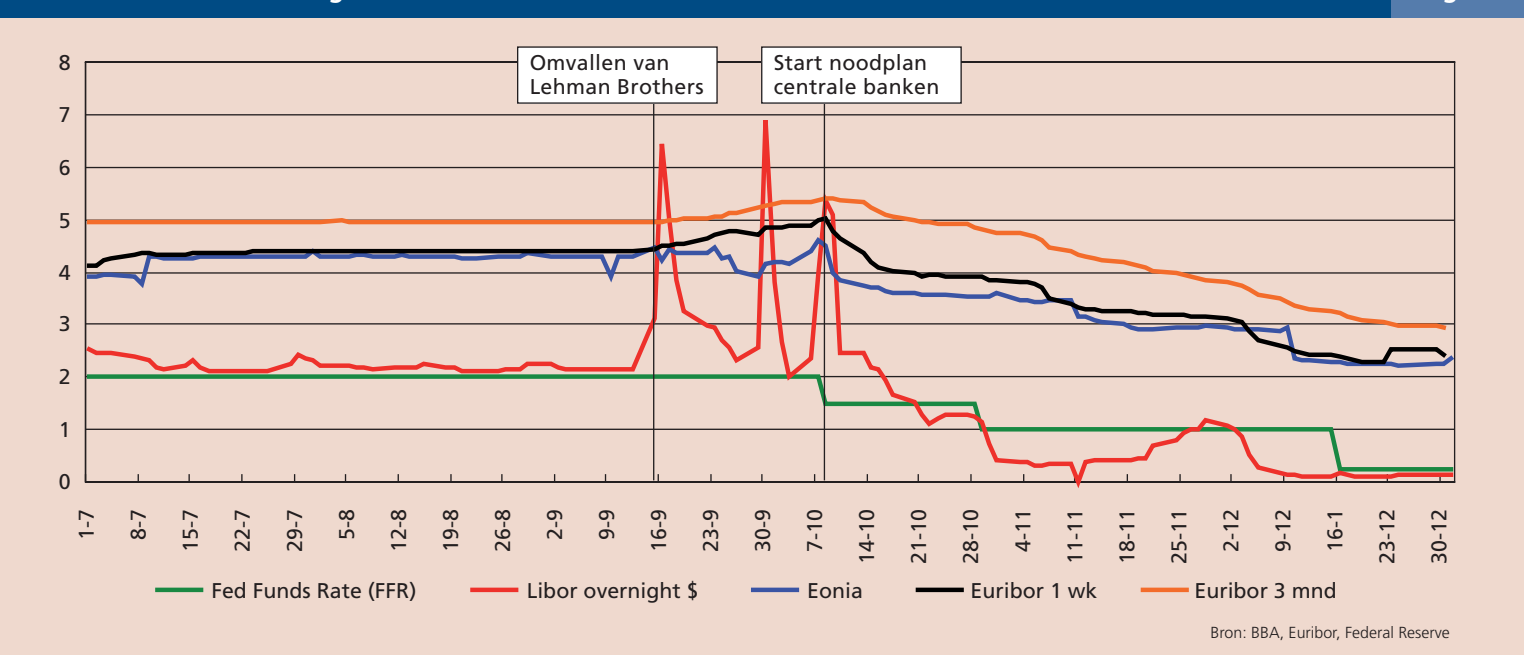
De auteur is werkzaam als statistisch onderzoeker financiële instellingen bij het Centraal Bureau voor de Statistiek.

Noot  
1) Andere delen van de geldmarkt vormen de derivatenmarkt en de markt voor optiecontracten.

Rentestanden secured geldmarkt (repurchase agreements) in % Figuur 2



Rentestanden unsecured geldmarkt in % Figuur 1



Bron: BBA, Euribor, Federal Reserve