

Europese Centrale Bank zet geldvraag van banken weer centraal

In reactie op de hoge inflatie heeft de Europese Centrale Bank (ECB) de afgelopen jaren de rente verhoogd en de balansomvang laten krimpen. De ECB begeeft zich daardoor op onbekend terrein. Hoe wordt het monetair beleid en de balans nu ingericht?

IN HET KORT

- De verandering van de financiële omgeving heeft de vraag naar centralebankreserves vergroot en onvoorspelbaarder gemaakt.
- Het schaarseliquiditeitsbeleid van vóór de financiële crisis en het ruimeliquiditeitsbeleid daarna zijn niet langer passend.
- Het nieuwe beleid stelt kortetermijn-leenoperaties aan banken weer centraal.

TOM HUDEPOHL

Econoom bij de Europese Centrale Bank

ANNELIE PETERSEN

Econoom bij De Nederlandsche Bank (DNB)

DANIËL VAN SCHOOT

Econoom bij DNB

Vanwege de hoge inflatie na de pandemie en de invasie van Oekraïne heeft de ECB het monetair beleid in rap tempo verkapt. De rente is flink verhoogd en ook is begonnen met het afbouwen van de centralebankbalans: aflopende obligaties worden niet geherinvesteerd en langlopende bankleningen (verstrekkt als crisismaatregel) moeten worden afgelost (figuur 1a). Hierdoor krimpt het geld dat commerciële banken bij de centrale bank aanhouden (figuur 1b), en daarmee wordt de geldhoeveelheid in de economie eveneens beperkter. Inmiddels verlaagt de ECB de rente weer, maar gaat de balansafbouw op de achtergrond door.

De periode dat de balans van de centrale bank enorm groot was, zal dus langzaam ten einde komen. Maar waar ligt het nieuwe normaal? Het financiële systeem is namelijk na de financiële crisis van 2008 aanzienlijk veranderd. In dit artikel laten we zien hoe commerciële banken met de ECB op de financiële markt interacteren en wat er in de loop der tijd is veranderd.

De samenwerking van de ECB met banken

Een centrale bank fungeert als bank voor de commerciële banken (hierna: banken). Banken kunnen geld lenen van de centrale bank, waarvoor ze rente betalen. Ook het tegenovergestelde is mogelijk: door geld te stallen bij de ECB in de vorm van reserves, ontvangen ze rente. Dit laatste valt het best te vergelijken met een rekening van een consument bij een bank. Als een consument aan het eind van de dag

niets met zijn of haar geld doet, blijft dit op de bankrekening staan. Dit geldt ook voor banken: al het geld dat een bank aan het eind van de dag over heeft, komt op hun rekening bij de centrale bank. Het stallen van geld gebeurt bijvoorbeeld om een liquide buffer te hebben voor financiële tegenslagen.

De beleidsrentes zijn de rentetarieven voor banken om bij de ECB te lenen of te stallen. De ECB hanteert drie hoofdtarieven: de rente op de marginale beleningsfaciliteit (MLF), de herfinancieringsrente – rente op de wekelijkse leenoperaties – (MRO) en rente op de depositofaciliteit (DFR). De MLF- en MRO-rentes worden door banken betaald om geld van de ECB te lenen, de zogenaamde uitleenrentes. Over gestalde reserves ontvangen banken de DFR.

Deze officiële rentes vormen de basis voor de rente op de geldmarkt. De centrale bank implementeert monetair beleid doordat beleidsmakers een renteniveau kiezen op basis van de gewenste monetaire *stance* (verruimend, verkrappend of neutraal) en deze rente wordt vervolgens 'doorgegeven' aan geldmarkten die via financiële markten voor de verdere transmissie zorgen.

De geldmarktrente wordt, net als de prijs voor producten in iedere markt, bepaald door vraag en aanbod. Hoe minder reserves banken hebben, hoe hoger de vraag naar liquiditeit. Zo handelen banken met elkaar tegen een zeer korte looptijd (vaak één dag). Omdat banken ook bij de centrale bank terecht kunnen om geld te lenen of te stallen, spelen de rentes van de centrale bank een belangrijke rol voor de totstandkoming van de geldmarktrente. Banken kiezen of het voor hen het voordeligst is om op de geldmarkt te lenen of aan te kloppen bij het centrale bankkloket. Doordat banken toegang hebben tot deze faciliteiten, fungeren de beleidsrentes als vangrail voor de geldmarktrente.

Corridor- en vloersysteem

De geldmarktrente is uiteindelijk dus het resultaat van waar de vraag- en aanbodcurve van reserves elkaar kruisen (figuur 2). De vraagcurve is neerwaarts, dus de vraag naar reserves neemt af als de rente stijgt. De centrale bank bepaalt de totale hoeveelheid reserves in het systeem (verticale aanbodcurve) en daarmee kiest ze voor de creatie van een liquiditeitsoverschot of -tekort. Deze keuze wordt het operationeel raamwerk genoemd en resulteert in een corridor- of vloersysteem.

Bij een klein liquiditeitsstekort handelt de geldmarkt-

rente tussen de MLF en DFR in, dus binnen de zogenaamde *corridor*. Als banken geen gebruik maken van de centrale bank-operaties is er onvoldoende geld beschikbaar voor alle banken in het financiële systeem om aan hun verplichtingen te voldoen. Banken worden dus gedwongen om deel te nemen, en daarmee wordt de rente op de leenoperaties de dominante factor voor de geldmarktrente.

Bij een liquiditeitsoverschot beweegt de geldmarktrente juist naar de *vloer*, de DFR. Er is dan namelijk meer aanbod van geld dan vraag naar geld, en dat overschot belandt uiteindelijk op de depositofaciliteit van de centrale bank. De DFR wordt dan de dominante factor voor de geldmarktrente.

Operationeel raamwerk ECB door de tijd heen

In de periode vóór, tijdens en na de kredietcrisis hanteerde de ECB verschillende operationele raamwerken.

Vóór de kredietcrisis

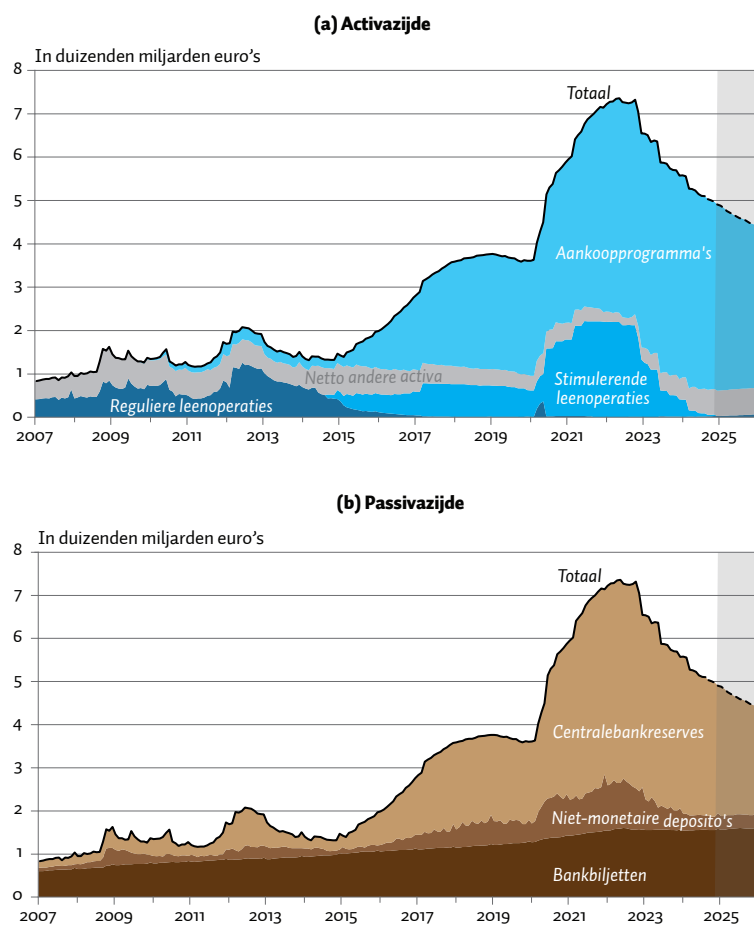
In de periode vóór de kredietcrisis hanteerde de ECB een zogenaamd *corridorsysteem*, waarbij een liquiditeitstekort op de geldmarkt werd gecreëerd – door MRO-faciliteiten te beperken. Gedurende de week konden banken, indien nodig, extra lenen middels de MLF, het plafond van de *corridor*. Overtollige liquiditeit werd, met een lager tarief dan de MRO, door banken gestald tegen de DFR op de depositofaciliteit, de vloer van de *corridor*. Banken worden zo geprikkeld om individuele liquiditeitsfluctuaties op te vangen door met elkaar te handelen en weinig gebruik te maken van de MLF en DFR. Hierdoor bleef de geldmarktrente gemiddeld in het midden van de *corridor* (dicht bij de MRO-rente), die daarmee ook de belangrijkste beleidsrente was. Het MRO-gebruik was in die periode dus relatief hoog (figuur 3a). De DFR en MLF waren in het *corridor*-systeem de vangrails voor de geldmarktrente (figuur 3b).

Tijdens de kredietcrisis

Tijdens de kredietcrisis nam de liquiditeitsbehoefte van banken toe, onder meer door de behoefte aan extra buffers, terwijl ze tegelijkertijd andere banken niet meer vertrouwden. Daarmee functioneerde de geldmarkt niet meer goed, waardoor de geldmarktrente erg volatiel werd. Als reactie versmalde de ECB in eerste instantie de *corridor* en werd vanaf oktober 2008 de hoeveelheid reserves die via de wekelijkse MRO werd aangeboden niet langer beperkt. Zolang banken adequaat onderpand hadden, konden zij zo veel liquiditeit als gewenst ophalen tegen de MRO-rente. De MRO kreeg daarmee een systematiek van ‘vaste rente, volledige toewijzing’ (*fixed rate full allotment*). In dit systeem bepalen banken zelf hoeveel liquiditeit ze nodig hebben. Het MRO-gebruik nam hierdoor toe en daarmee ontstond een ‘vraaggedreven’ liquiditeitsoverschot. Als gevolg hiervan bewoog de geldmarktrente meer naar de DFR. Daarnaast werden de langlopende leenoperaties (LTRO's) aangeboden met steeds langere looptijden: van aanvankelijk alleen driemaands naar twaalfmaands en uiteindelijk zelfs meerjarige leenoperaties, waardoor geldmarktvolatiteit verder afnam. Doordat banken via deze langerlopende leenoperaties liquiditeit bemachtigden, slonk ook het MRO-gebruik (figuur 3a).

De ECB-balans krimpt sinds midden 2022 weer

FIGUUR 1

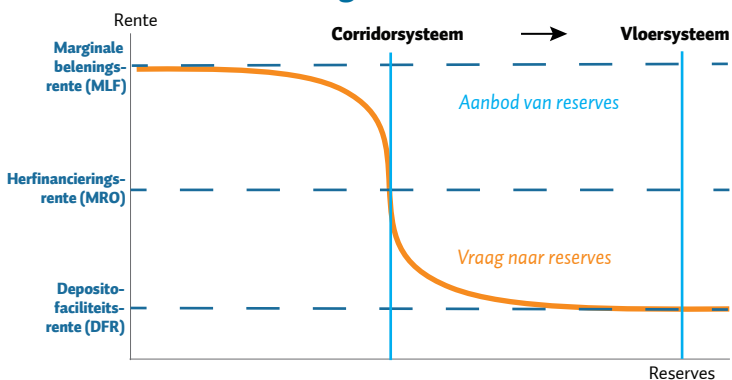


Noot: Het ECB-instrumentarium bevat aankoopprogramma's, en stimulerende en reguliere leenoperaties. Aankoopprogramma's zijn vooral gebruikt toen de beleidsrente niet verder verlaagd kon worden, met als doel rentes op leningen met langere looptijden te verlagen. Stimulerende leenoperaties zijn de TLTRO's (targeted longer-term refinancing operations) die als doel hebben om kredietverlening te stimuleren. De reguliere leenoperaties zijn de wekelijkse leningen (main refinancing operations: MRO's) en de langerlopende leningen (long-term refinancing operations: LTRO's). Centralebankreserves bestaan uit liquiditeit die banken bij het Eurosysteem aanhouden (verplichte reserves + de liquiditeit die zij daarbovenop aanhouden) Niet-monetaire deposito's zijn deposito's van overheden en buitenlandse centrale banken. De aannames voor de geprojecteerde balansontwikkeling in het lichtgrijze vlak komen uit de ECB Survey of Monetary Analysts. De prognose voor bankbiljettengroei komt uit interne modellen van de ECB.

Data: ECB | ESB

De centrale bank bepaalt het aanbod van reserves en daarmee de geldmarktrente

FIGUUR 2

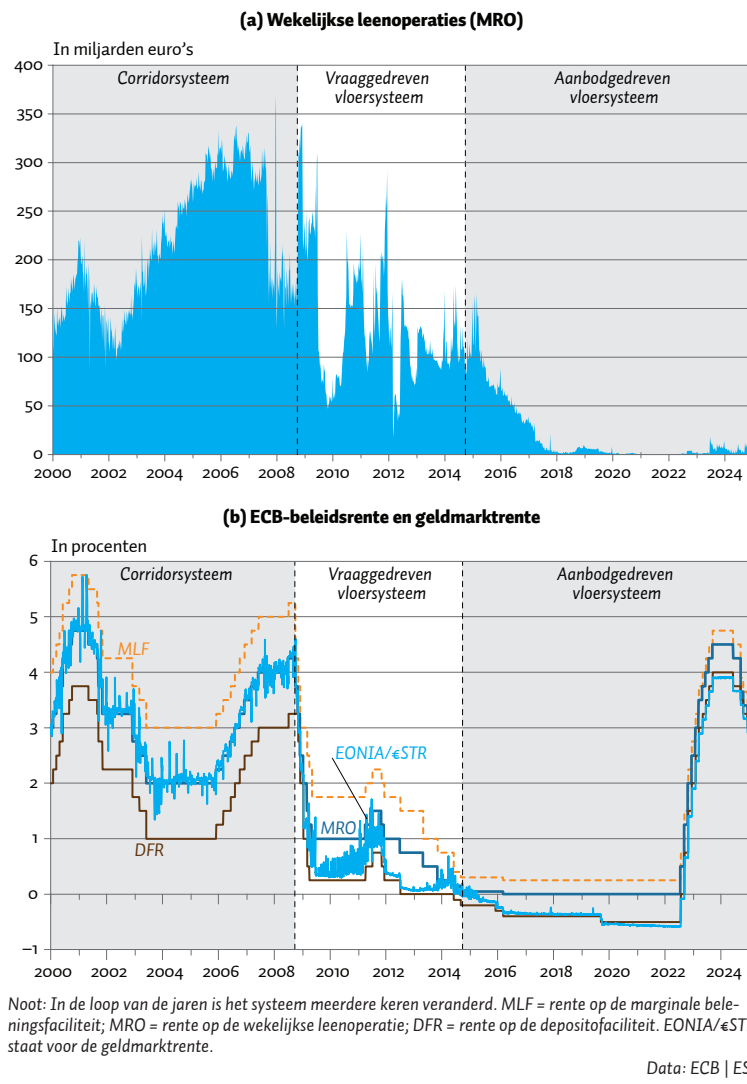


Noot: De geldmarktrente is het punt waar de vraag naar reserves (kromme lijn) en het aanbod van reserves (verticale lijn) elkaar snijden. Bij een *corridor*-systeem is dit in de buurt van de MRO-rente en bij een vloersysteem in de buurt van de DFR. Als de hoeveelheid beschikbare liquiditeit van de centrale bank stijgt (verticale lijn naar rechts) daalt (bij gelijkblijvende vraag) de geldmarktrente.

ESB

ECB raamwerk verschuiving over de tijd

FIGUUR 3



Na de kredietcrisis

In de nasleep van de Europese schulden crisis, met inflatie onder de doelstelling, was daarnaast behoefte aan verdere monetaire stimulering, terwijl de ruimte om de beleidsrente verder te verlagen beperkt was. De aankoopprogramma's (*Quantitative Easing*, QE) waren gericht op het verlagen van de langetermijnrente. Door QE kwam nog meer liquiditeit in de vorm van reserves in het stelsel, waardoor de geldmarktrente nog nadrukkelijker op de vloer kwam te liggen. De reden hierachter is dat door de liquiditeitsinjecties via QE en LTRO's vrijwel alle banken een liquiditeitsoverschot hadden, waardoor ze hun overtollige geld dus ook niet meer aan andere banken konden doorlenen. Deze liquiditeit werd daarom in grote mate gestald bij de depositofaciliteit van het Eurostelsel. Doordat de ECB via QE liquiditeit verstrekke kwam ze feitelijk in een aanbodgedreven vloersysteem terecht, waarbij de DFR de facto de beleidsrente werd (figuur 3b) en het MRO-gebruik nog verder daalde (figuur 3a).

Herziening operationeel raamwerk

Nu de balans wordt afgebouwd, is de vraag naar welk systeem de ECB terugkeert. Voorlopig zal de balanskrimpen

doorzetten. Het eindpunt is niet op voorhand duidelijk, omdat – onder meer vanwege strengere liquiditeitsregulering – de bancaire vraag naar reserves hoger en moeilijker voorspelbaar is dan vóór de kredietcrisis (Åberg et al., 2021).

Als de centrale bank de liquiditeitsbehoefte van banken verkeerd inschat en de balans bijvoorbeeld te ver afbouwt, is er risico op geldmarktvolatiliteit. Hierdoor wordt de geldmarktrente onvoorspelbaar, en dit kan banken pijn doen in hun liquiditeitsmanagement en uiteindelijk de transmissie van monetair beleid bemoeilijken. Dit vraagt om een tijdige keuze wat betreft de manier waarop de ECB in de toekomst haar monetair beleid wil implementeren en tot hoever zij de centralebankbalans kan laten krimpen (Bats et al., 2019).

Een belangrijk startpunt voor de herziening zijn de sterke veranderingen van het financiële stelsel in de afgelopen jaren. Een terugkeer naar het corridorsysteem met een liquiditeitstekort van vóór de crisis ligt niet voor de hand. Een grotere vraag naar centralebankreserves dan voorheen, maar ook de moeilijkere voorspelbaarheid van deze vraag, maakt sturing op basis van liquiditeitstekorten lastig. Bovendien zou een corridor 'automatisch' weer in een vloer veranderen als in een toekomstige recessie tot QE of stimulerende leenoperaties zou worden besloten.

Met deze veranderde economische omgeving in het achterhoofd zijn principes opgesteld waar een toekomstig raamwerk idealiter aan moet voldoen (ECB, 2024). De verschillende raamwerken – zoals het corridorsysteem en de verschillende vloersystemen – scoren hier anders op. Kader 1 beschrijft de belangrijkste principes die meewegen in het ontwerp van het raamwerk. De uitdaging voor de ECB is dat deze principes uitruilen vereisen.

Een van de belangrijkste uitruilen is die tussen effectiviteit (volatiliteit) en efficiëntie (balansomvang). Te veel volatiliteit kan de transmissie van monetair beleid naar de reële economie hinderen, terwijl een onnodig grote centralebankbalans verstoringen op financiële markten kan opleveren en monetair beleid onbedoeld kan tegenwerken. Een voorbeeld is de invloed die de ECB zou kunnen hebben als er veel obligaties met een lange looptijd aangekocht worden. Dit kan een ongewenste invloed hebben op de langetermijnrente, terwijl de implementatie van het monetair beleid zo neutraal mogelijk moet zijn wanneer er geen economische crisis is. Het nieuwe raamwerk probeert hierin een balans te vinden: enige volatiliteit van de geldmarktrente wordt getolereerd (ook om marktwerking te bevorderen) waarbij de ECB-voetafdruk in financiële markten niet onnodig groot is (DNB, 2024).

Op basis van deze principes is gekozen voor een 'vraaggedreven' vloersysteem. Dat komt neer op een tussenvariant tussen de corridor – waar de volatiliteit van de geldmarktrente relatief hoog is en de ECB-voetafdruk relatief klein – en een 'aanbodgedreven' vloer – waar de ECB-voetafdruk groter is, maar de volatiliteit laag.

Grotere rol voor leenoperaties aan banken

Een vloersysteem is vanwege de lagere volatiliteit effectief, en het vraaggedreven element betekent dat leenoperaties aan banken centraal staan. De 'vaste rente, volledige toewijzing' blijft daarbij behouden. Dit is een belangrijke les uit de financiële en eurocrisis, en gaat gepaard met twee voor-

delen. Ten eerste, als de centrale bank zo veel liquiditeit voorziet als banken vragen (flexibiliteitsprincipe), voorkomt dit grote schokken in interbancaire geldmarkten. Ten tweede, de ECB hoeft daardoor niet in te schatten wat de precieze liquiditeitsbehoefte van banken is, wat de kans op fouten inperkt.

Ook is dit systeem efficiënt vanuit het oogpunt van de ECB-voetafdruk, omdat banken minder liquiditeit als buffer hoeven aan te houden – in de wetenschap dat de centrale bank voldoende liquiditeit kan bieden. Daarnaast komt met deze leenoperaties de liquiditeit direct terecht waar deze wordt gevraagd, in tegenstelling tot bij aankoopprogramma's, die bij vooral grote banken neerslaan. Een vraaggedreven systeem past daardoor goed bij een heterogene, bankgebaseerde, economie als het eurogebied. Uiteraard worden reserves in het vraaggedreven vloersysteem tegen een prijs (MRO-rente) bóven de gemiddelde marktprijs verstrekt, zodat banken op basis van markteconomieprincipes geprikkeld blijven. De kans op onbedoelde bijeffecten, zoals een te grote verstoring van marktprijzen of dat banken te afhankelijk worden van de centrale bank, daalt door marktwerking en een kleinere voetafdruk.

Het vraaggedreven vloersysteem is daarbij robuust. Omdat rentes al rond de vloer handelen, is de potentiële impact van eventuele toekomstige balansverruimende maatregelen beperkt. Om te waarborgen dat de geldmarktrente bij verder afnemende reserves nabij de vloer blijven, is het renteverskil tussen de MRO-rente en de DFR op 18 september verlaagd van 50 naar 15 basispunten. Het kleinere renteverskil biedt zodoende enige prikkel voor banken om in de toekomst deel te nemen aan deze leenoperaties.

Een leerproces

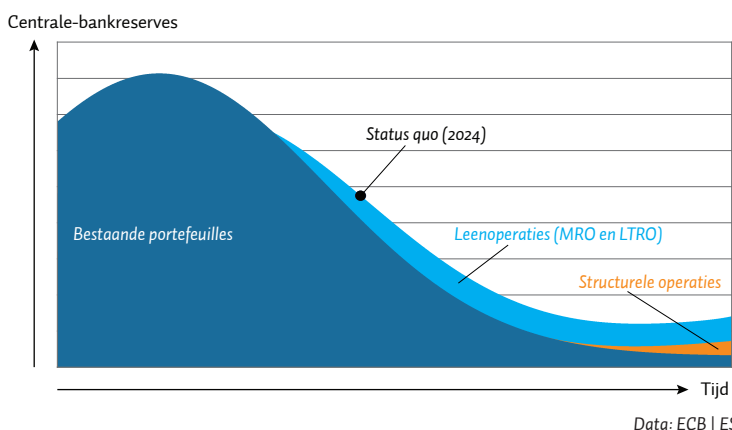
De ECB-balans zal de komende jaren blijven krimpen. Banken en de ECB bevinden zich dan in een tussenfase, met een verschuiving van een aanbodgedreven vloersysteem (door de afbouw van de bestaande obligatieportefeuilles) naar een vraaggedreven vloersysteem.

Vanwege de doorzettende afbouw van QE-programma's dalen bancaire reserves, en zonder nieuwe operaties zou in de toekomst een liquiditeitstekort ontstaan. De verwachting is dat een deel van de banken al vóór het ontstaan van dit liquiditeitstekort bij de ECB zal aankloppen voor wekelijkse leenoperaties (MRO) om aan hun liquiditeitsbehoefte te voldoen. Aangezien het MRO-gebruik van zeer lage niveaus komt, zal dit voor banken, de centrale bank en toezichhouders een leerproces zijn. Daarbij is het de vraag of banken bijtijds naar de centrale bank komen om in hun liquiditeitsbehoefte te voorzien en ze er niet van weerhouden worden omdat ze bijvoorbeeld een stigma ervaren van het deelnemen aan leningen van de ECB. Dan kan er namelijk te veel volatiliteit op geldmarkten ontstaan. In 2026 is een evaluatiemoment gepland om te kijken of het huidige raamwerk en parameters voldoen.

Hoewel banken primair zijn aangewezen op de MRO om aan hun liquiditeitsvraag te voldoen, zal dit op langere termijn waarschijnlijk niet genoeg zijn om onder meer de groei in bankbiljetten bij te benen. Daarom zal de liquiditeitsbehoefte in de toekomst deels worden vervuld via langlopende leningen en een structurele obligatieportefeuille

Gestileerde ontwikkeling Eurostreeksbalans

FIGUUR 4



Opgestelde principes voor een operationeel raamwerk (ECB, 2024)

KADER 1

Effectiviteit

Een effectief raamwerk beoogt geldmarkrentes zo precies mogelijk te sturen in lijn met ECB-besluiten. Enige volatiliteit in geldmarkrentes kan worden getolereerd, zolang dit het signaal over de beoogde monetaire beleidskoers niet vertroebelt.

Efficiëntie

Een efficiënt raamwerk implementeert de beoogde monetaire beleidskoers zonder deze te doorkruisen.

Robuustheid

Het raamwerk moet robuust zijn voor verschillende financiële en liquiditeitsomstandigheden.

Flexibiliteit

De bankensector van het eurogebied is divers. Liquiditeit moet daarom elastisch en flexibel aangeboden worden zodat liquiditeitsschokken opgevangen kunnen worden.

Open markteconomie

De geldmarkt moet goed functioneren. Dit draagt onder meer bij aan een efficiëntere allocatie van middelen en een effectief prijsontdekkingsmechanisme.

Secundaire doelstellingen

Waar het primaire mandaat dit toelaat, moet het raamwerk ruimte bieden om het algemeen economisch beleid van de EU te ondersteunen, zoals de transitie naar een groene economie.

(figuur 4). Deze structurele operaties zullen pas later worden geïntroduceerd, maar het staat in ieder geval vast dat deze anders zullen worden vormgegeven dan de stimulerende leenoperaties en aankoopprogramma's tussen 2014 en 2022. Deze nieuwe operaties hebben namelijk niet als doel om monetair beleid te versoepelen (door te zorgen voor lagere langetermijnrentes middels de termijnpremie), maar om het monetaire beleid neutraal te implementeren via financiële markten. Deze structurele operaties zullen voorkomen dat banken volledig zijn aangewezen op de MRO.

Met deze aanpassing in het operationele raamwerk borgt de ECB diversiteit in liquiditeitsverstrekking. Hierdoor zijn de ECB alsook de banken niet op één instrument aangewezen. Zo is het beleid van de ECB efficiënt, effectief, robuust en flexibel, met een kleinere balans.

Literatuur

Åberg, P., M. Corsi, V. Grossmann-Wirth et al. (2021) Demand for central bank reserves and monetary policy implementation frameworks: The case of the Eurosystem. ECB Occasional Paper, 282.

Bats, J., J. Freriks, Y. Mudde en R. Rollingswier (2019) Normalisatie monetair beleid noopt tot keuze. ESB, 104(4773), 233–235.

DNB (2024) ECB past operationeel raamwerk aan nu balans krimpt. DNB Publicatie, 15 maart.

ECB (2024) Changes to the operational framework for implementing monetary policy. ECB Publicatie, 13 maart.