

Kredietsteun ECB helpt om de coronaklap op te vangen

In maart legde de coronacrisis het economische verkeer lam. Hoe greep de Europese Centrale Bank (ECB) sindsdien in, en was dat succesvol? Een tussenstand.

IN HET KORT

- In de acute crisisfase van maart heeft de ECB ruimhartig banken voorzien van liquiditeit.
- Momenteel verstrekt de ECB aan banken langerlopende leningen met tijdelijk extra gunstige condities.
- Deze maatregelen ondersteunen de bancaire kredietverlening die voorziet in acute liquiditeit en bijdraagt aan het herstel.

ROEL GRANDIA

Economist bij De Nederlandsche Bank (DNB)

STEPHEN KHO

Economist bij DNB

YVO MUDDÉ

Economist bij DNB

De coronacrisis raakt de reële economie en de financiële sector hard. Hierbij zijn er twee fases te onderscheiden. Een eerste fase met turbulentie op de financiële markten en vraag naar liquiditeit, en de huidige fase van voorzichtig economisch herstel. We bespreken per fase de ontwikkelingen in de economie en op de financiële markten, en de maatregelen van het Eurosysteem – de Europese Centrale Bank en de nationale centrale banken van de lidstaten met de euro (hierna de ECB) – gericht op de bancaire kredietverlening.

Turbulentie en liquiditeitsnood in acute fase

In maart waren aandelen- en obligatiemarkten zeer turbulent: bij investeerders nam de behoefte om veilige en liquide activa aan te houden plotseling sterk toe, waardoor ze minder bereid waren om geld uit te lenen. Het werd daardoor

voor banken en bedrijven erg duur of zelfs onmogelijk om marktfinanciering aan te trekken – de uitgiftevolumes daalden sterk (figuur 1). De onrust was ook zichtbaar op de markt voor dollar-financiering.

In dezelfde periode nam de vraag naar bankkrediet sterk toe, zelfs tot het hoogste niveau sinds het begin van de *Bank Lending Survey* van de ECB in 2003 (ECB, 2020). Bedrijven werden geconfronteerd met een plotselinge terugval in inkomsten, waardoor de behoefte aan financiering voor lopende uitgaven sterk toenam. Ook wilden bedrijven, vanwege de uitzonderlijke onzekerheid, uit voorzorg grotere liquiditeitsbuffers aanhouden. Daarbij viel voor bedrijven in maart het alternatief van marktfinanciering weg.

Uitbreiding ECB-leenfaciliteiten

De ECB reageerde in maart op de acute marktbrede stress en de sterk toegenomen liquiditeitsvraag door de leenfaciliteiten voor banken, waar dit artikel zich op richt, uit te breiden en door een pandemie-noodaankoopprogramma aan te kondigen. Dit stabiliseerde de financieringsmarkten (Lane, 2020). De leenfaciliteiten hielpen banken ook om tegemoet te komen aan de verhoogde kredietvraag door onzekerheid over financiering weg te nemen. Concreet zijn er drie maatregelen aangekondigd (zie ook tabel 1).

Ten eerste introduceerde de ECB op 12 maart tijdelijke 'brugleningen' met een looptijd van drie maanden en een rente van –0,5 procent. Dit is hetzelfde tarief als banken ontvangen op deposito's die ze aanhouden bij de nationale centrale banken, waaronder De Nederlandsche Bank. Banken kunnen op deze wijze kosteloos een liquiditeitsbuffer aanhouden. Het gebruik van deze operaties is ongelimiteerd, zolang banken beschikken over onderpand dat voldoet aan de minimale vereisten. Op het hoogtepunt hebben banken voor 388 miljard euro geleend in deze operaties (figuur 2).

Ten tweede heeft de ECB op 15 maart, in een internationaal gecoördineerde beleidsreactie onder aanvoering van de Federal Reserve, de voorwaarden versoepeld voor de bestaande leenoperaties in dollars. Dit om te voorkomen dat banken, als gevolg van onrust op dollar-financieringsmarkten, internationaal opererende bedrijven niet van dollarfinanciering zouden kunnen voorzien. Tussen medio maart en juli hebben banken in het eurogebied voor circa 130 miljard dollar gebruikgemaakt van deze operaties, vooral uit voorzorg (figuur 2).

Ten derde kondigde de ECB op 18 maart aan de onderpandvereisten voor de leenfaciliteiten tijdelijk te versoepelen. Zo is het bedrag verhoogd dat kan worden geleend ten opzichte van de waarde van het onderpand, en worden er ruimere kredietvereisten gehanteerd voor onderpand dat

Overzicht ECB-maatregelen leenfaciliteiten

TABEL 1

	Aankondiging	Omschrijving	Einddatum
Driemaands-brugleningen	12 maart	Nieuwe tijdelijke leningen tegen –0,5 %	juni 2021
Gunstigere dollar-leningen	15 maart	Met lagere renteopslag (+ 0,25% i.p.v. + 0,5%), dagelijks i.p.v. wekelijks afsluitbaar en driemaands- naast eenweekslooptijd	ntb
Versoepelingen onderpand-raamwerk	18 maart	Lagere afslag leenbedrag t.o.v. waarde onderpand, tijdelijk ruimere acceptatie na afwaardering en meer	sept 2021
Versoepeling beprijzing en voorwaarden TLTRO-III	30 april	Bij het in stand houden van de bedrijfsleenportefeuille daalt tarief eerste jaar naar –1%, tarief daarna is –0,5% tot 0%, afhankelijk van ontwikkeling leenportefeuille; voor voorwaarden zie Lagarde (2020)	dec 2024
PELTRO	30 april	Leningen met looptijd tot uiterlijk 2021K3 zonder koppeling aan leenportefeuille en met minder operationele vereisten tegen –0,25%	2021K3

ESB

sinds de coronacrisis is afgewaardeerd. Omdat banken zich in de onzekere omgeving minder zorgen hoeven te maken over de waarde van hun onderpand, dragen deze maatregelen bij aan een brede toegankelijkheid en daarmee aan een grotere effectiviteit van de leenfaciliteiten.

Sterke toename bancaire kredietverlening

Mede door de verruimende leenoperaties hebben banken de sterk toegenomen kredietvraag van bedrijven kunnen accommoderen. Staatsgaranties op leningen speelden ook een belangrijke rol door kredietrisico's voor banken te verminderen (ECB, 2020). Dit heeft de economische impact van de coronacrisis voor het bedrijfsleven verzacht. In maart, april en mei nam de kredietverlening aan bedrijven aanzienlijk toe: niet eerder werden er in het eurogebied (netto) zo veel leningen verstrekt (figuur 3). Een groot deel daarvan betrof leningen met een korte looptijd, onder andere doordat bedrijven de bestaande kredietlijnen in grotere mate benutten. In april en mei werden die kortlopende leningen deels terugbetaald. Dit komt ook doordat bedrijven vanwege de sterk verbeterende marktomstandigheden, onder meer als gevolg van ECB-maatregelen, zich na maart weer meer via de markt gingen financieren (figuur 1).

Zelfversterkende effecten voorkomen

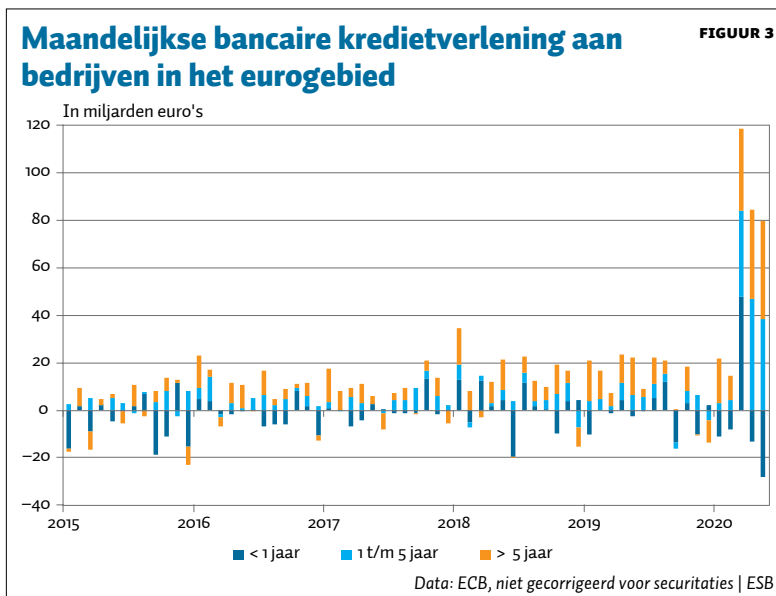
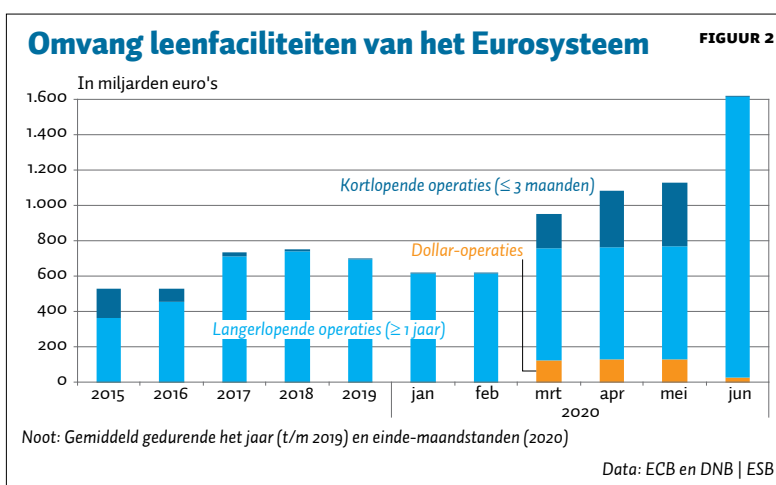
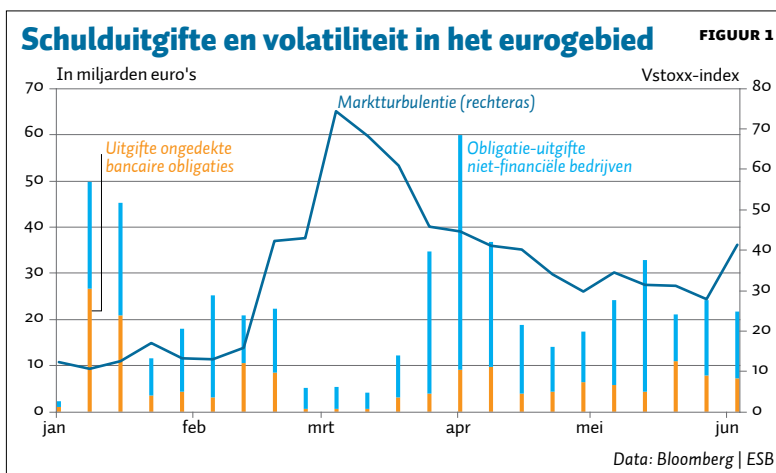
De tijdelijke uitbreiding van de leenfaciliteiten in maart heeft onwenselijke tweede-ronde-effecten als gevolg van liquiditeitstekorten voorkomen, en draagt bij aan het in stand houden van gunstige financieringscondities (Knot, 2020). Anders dan in 2008 komt de economische schok niet voort uit de financiële sector, maar draagt de sector bij aan het opvangen van de schok.

De proactieve reactie van de ECB in de acute crisisfase sluit aan bij de les van de kredietcrisis dat er, bij grote schokken op financieringsmarkten, een zelfversterkend effect kan optreden, waarbij negatieve percepties onder marktparticipanten kunnen leiden tot het stilvallen van de gehele markt (CGFS, 2019). Door ruimhartig liquiditeit te verstrekken – in het verlengde van de klassieke *lender of last resort* functie – kan de centrale bank bijdragen aan het stabiliseren van de financieringsmarkten en zo de economische schade door mogelijke liquiditeitstekorten bij bedrijven en huishoudens minimaliseren (Tucker, 2014; Lane, 2020).

De tijdelijke crisismaatregelen kennen echter ook nadelen. Zo neemt de risicoblootstelling door het tijdelijk accepteren van onderpand met een lagere kredietwaardigheid toe. Daarnaast kunnen banken in de toekomst grotere risico's gaan nemen in afwachting van ECB-maatregelen in crisistijd. Zulke risico's zijn echter wel kleiner geworden door de na de kredietcrisis aangescherpte toezichtseisen. Bovendien is deze crisis niet ontstaan door risiconeming in de financiële sector. Daarbij weegt bij financiële stabiliteitsrisico's het voorkómen van paniek op tegen mogelijke toekomstige gedragseffecten (Bats et al., 2018).

Gevolgd door voorzichtig economisch herstel

Recente cijfers tonen dat in mei en juni de economische activiteit is aangetrokken ten opzichte van het dieptepunt in april, al is het niveau nog steeds aanzienlijk lager dan voor de coronacrisis. Ook van turbulentie op de financiële markt



ten is er, mede dankzij de maatregelen van de ECB, nauwelijks nog sprake. Wel is het duidelijk dat de coronacrisis de komende jaren een sterk negatieve impact zal hebben op de economische groei en inflatie. Zo raamde de ECB in juni voor 2020 een krimp van 8,7 procent in het basisscenario.

Uitbreiding gunstige langerlopende leenfaciliteiten

Reeds voor de coronacrisis bood de ECB langerlopende leenoperaties – *Targeted Long Term Refinancing Operations*

(TLTRO's) – aan om de kredietverlening aan het bedrijfsleven te ondersteunen. TLTRO's zijn conditionele leenoperaties waarbij het maximale gebruik en de beprijzing afhankelijk zijn van de ontwikkeling van de leenportefeuille van banken. Het doel van deze programma's is om de economische groei te stimuleren, en daarmee de inflatie te sturen naar dichtbij maar onder de twee procent.

Op 30 april heeft de ECB twee maatregelen aangekondigd om de gunstige financieringscondities voor bedrijven en huishoudens in stand te houden (tabel 1). De maatregelen werden van kracht met de leenoperaties van 18 juni. Ten eerste worden de reeds lopende driejarige, gerichte leenoperaties voor banken (TLTRO-III) tegen een lagere rente aangeboden. Dit volgt op een eerdere versoepeling van het maximale gebruik en de beprijzing in maart (Lagarde, 2020). Onder de voorwaarde dat banken hun leningenboek aan bedrijven niet inkrimpen, is de beprijzing tijdelijk zeer aantrekkelijk: voor een periode van een jaar bedraagt de rente –1,0 procent, gevolgd door –0,5 procent in de resterende twee jaar. Met deze prijsprikkel beoogt de ECB te voorkomen dat de banken in deze onzekere tijden minder gaan uitlenen.

Banken hebben in juni met 1.308 miljard euro op grote schaal gebruikgemaakt van deze TLTRO-operatie. 760 miljard euro daarvan betrof het verlengen van aflopende financiering, waaronder de driemaandsleningen uit maart. Na deze operatie staat er in totaal voor 1.570 miljard euro aan TLTRO-leningen uit. Door de gunstige beprijzing heeft een brede groep van banken, waaronder banken die eerder geen of weinig interesse toonden, deelgenomen aan TLTRO-III. De brede deelname, ook door Nederlandse banken, draagt er aan bij dat de gunstige voorwaarden van de operaties in de kredietverlening in het hele eurogebied doorwerken.

Ten tweede is er een nieuwe faciliteit geïntroduceerd waarbij banken tot medio 2021 de mogelijkheid krijgen om te lenen tegen een rente van –0,25 procent. Deze zogeheten PELTRO-faciliteit is daarmee minder gunstig geprijsd dan de TLTRO-III; banken ontvangen geen korting voor het in stand houden van kredietverlening. Desalniettemin biedt deze faciliteit een liquiditeitsvangnet voor banken die niet of niet meer aan TLTRO-III kunnen deelnemen. Banken hebben zich in juni voor een beperkt bedrag ingeschreven op deze faciliteit (vijftien miljard euro).

Zoeken naar evenwicht

Banken worden door de coronacrisis geconfronteerd met een sterk toegenomen onzekerheid en slechtere economische vooruitzichten. Door banken onder aantrekkelijke voorwaarden langerlopende financiering aan te bieden, beoogt de ECB te voorkomen dat ze uitleenrentes sterk laten stijgen of kredietverlening terugschroeven – en hiermee dus het economisch herstel remmen.

Met het versoepelen van TLTRO-III-voorwaarden heeft de ECB het evenwicht gezocht tussen enerzijds de noodzaak om proactief te handelen, gezien de uitzonderlijke omstandigheden, en anderzijds de mogelijke ongewenste neveneffecten van de operaties (Schnabel, 2020). Zo zorgt de grotere intermediaire rol van de centrale bank voor minder marktwerking: alle banken kunnen immers onder dezelfde aantrekkelijke voorwaarden financiering krijgen.

Het voor langere termijn uitschakelen van marktdiscipline kan de prikkel tot hervormingen in de bancaire sector verminderen, en zo banken op den duur afhankelijk maken van centrale bankfinanciering. Het risico dat banken zich niet langer kunnen financieren zonder centralebankfaciliteiten neemt toe bij langere looptijden van de leenfaciliteiten. De effectiviteit van het instrument is uiteindelijk ook afhankelijk van de bereidheid tot kredietverlening door banken, en de vraag naar krediet van bedrijven.

Bij de vormgeving is er geprobeerd om de nadelen te beperken. Zo is PELTRO alleen beschikbaar tot september 2021, en geldt de uitzonderlijk gunstige beprijzing van de TLTRO-III-operaties slechts tijdelijk – tot juni 2021. Daarna stijgt de rente die banken betalen. Daarmee keren de prikkels om marktfinanciering op te halen geleidelijk weer terug. Bovendien zijn het maximale leenbedrag en het leentarief gekoppeld aan de mate waarin banken krediet verlenen aan bedrijven. Hiermee worden banken gestimuleerd om de gunstige financieringscondities door te geven aan de reële economie. Bij een breed gebruik voor andere doeleinden wordt de lening duurder.

Tot besluit

Gedurende de acute crisisfase heeft de ECB in het verlengde van de klassieke *lender of last resort*-functie gereageerd met de ruimhartige liquiditeitsverstrekking aan banken, om zodoende een liquiditeitscrisis te voorkomen en zo bij te dragen aan het stabiliseren van financieringsmarkten.

Tegen de achtergrond van de buitengewone economische omstandigheden beoogt de ECB daarnaast om, met het versoepelen van de langerlopende leningen aan banken, de kredietverlening en gunstige financieringscondities voor bedrijven in stand te houden, en zo het economisch herstel te ondersteunen. Aldus zijn de maatregelen gericht op het doorwerken van het ruime monetaire beleid naar de reële economie, en dragen ze bij aan het streven van de ECB naar inflatie van dichtbij maar onder de twee procent.

Overkoepelend heeft de ECB met de maatregelen een evenwicht gezocht tussen enerzijds de noodzaak om bij te dragen aan het opvangen van de economische schok door proactief in actie te komen en anderzijds de mogelijke ongewenste bijeffecten, onder meer door de buitengewone maatregelen slechts tijdelijk van kracht te laten zijn.

Literatuur

- Bats, J., J.W. van den End en J. Thoolen (2018) *Revisiting the central bank's lender of last resort function*. DNB Occasional Studies, 16-4.
- CGFS (2019) *Unconventional monetary policy tools: a cross-country analysis*, CGFS Paper, 63. Te vinden op www.bis.org.
- ECB (2020) *The euro area bank lending survey: second quarter of 2020*. ECB-publicatie te vinden op www.ecb.europa.eu.
- Knot, K.H.W. (2020) *Entering and exiting the frozen-state economy*. Virtuele presentatie voor de Danske Bank over de economische impact van de coronacrisis. 21 april, Amsterdam. Te vinden op www.dnb.nl.
- Lagarde, C.M.O. (2020) *Introductory Statement*. Persconferentie ECB. 12 maart, Frankfurt am Main. Te vinden op www.ecb.europa.eu.
- Lane, P.R. (2020) *The market stabilisation role of the pandemic emergency purchase programme*. Blog op www.ecb.europa.eu, 22 juni.
- Schnabel, I. (2020) *The ECB's policy in the COVID-19 crisis: a medium-term perspective*. Virtuele presentatie bij het online seminar van de Florence School of Banking & Finance. 10 juni, Frankfurt am Main. Te vinden op www.ecb.europa.eu.
- Tucker, P. (2014) *The lender of last resort and modern central banking: principles and reconstruction*. BIS Paper, 79. Te vinden op www.bis.org.