

# Centrale banken verstoren prijsvorming geldmarkt

Wereldwijd injecteren centrale banken op grote schaal extra liquiditeiten in de geldmarkt om een ordelijk marktverloop te garanderen. Maar de acties van de centrale banken verstoren de prijsvorming op de geldmarkt, met als hoger doel om steun te verlenen aan probleembanken.

Marktprijzen vervullen een cruciale rol in het economisch verkeer, omdat ze alle relevante informatie over vraag en aanbod samenvatten en prikkelen tot efficiënt gedrag. In financiële markten speelt risico een belangrijke rol in de prijsvorming. Van een goed werkende financiële markt mag men verwachten dat het risico van financiële titels adequaat wordt geprijsd. Zo ook van de geldmarkt. De geldmarkt kent een belangrijk onderscheid tussen de markt voor interbancaire deposito's zonder onderpand en de markt voor *repurchase agreements*. Een *repurchase agreement* (repo) is een financieel instrument waarbij effecten worden verkocht met de bijbehorende afspraak dat deze op een later tijdstip worden teruggekocht. Economisch gezien verschilt een repo niet van een kortetermijngeldlening op basis van onderpand. Bij private interbancaire repo's worden vrijwel uitsluitend staatsobligaties als onderpand geaccepteerd. De dekking met hoogwaardig onderpand reduceert het debiteurenrisico en daarmee ook het systeemrisico.

Wanneer banken volledig worden geweerd in de interbancaire markt, kunnen ze altijd nog hun toevlucht nemen tot de marginale beleningsfaciliteit, tegen een rente van vijf procent.

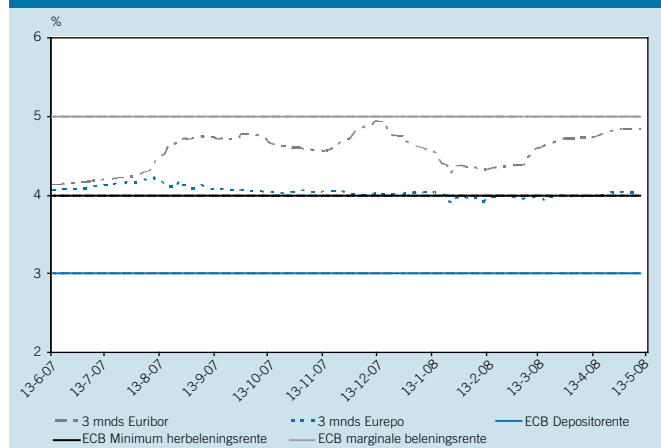
Op deze wijze zou de geldmarkt kunnen doen wat elke goed functionerende markt doet: informatie verschaffen en prikkels geven. De marge tussen de rente op interbancaire deposito's zonder onderpand en de repo-rente maakt zichtbaar hoe het bankwezen zelf denkt over de ernst van de kredietcrisis en genereert daarmee relevante informatie. De hogere kosten van liquiditeit zonder onderpand prikkelen banken tot een prudent risicomanagement. De hogere rente moedigt banken die eenmaal in de problemen zijn aan tot een snelle herkapitalisatie en herstructurering van de kredietportefeuille.

Het mag niet zo zijn van centrale banken. Zij hebben het afgelopen jaar regelmatig ingegrepen met grootschalige liquiditeitsinjecties tegen lage rentetarieven. De officiële toelichting van de ECB luidt dat zij op deze wijze een ordelijk verloop in de geldmarkt wil bewerkstelligen. Met ordelijk verloop bedoelt de ECB dat de rente op interbancaire deposito's zonder onderpand niet te veel moet afwijken van de ECB-herfinancieringsrente. De informatiewaarde van de marge tussen de twee rentestanden neemt zo echter af. Vragers van liquiditeit trekken zich terug uit de interbancaire markt en nemen hun toevlucht tot centrale banken. Aangezien het de meest risicovolle banken betreft, geeft de marge vervolgens een onderschatting van het debiteurenrisico en dus van de ernst van de solvabiliteitsproblemen. De handelswijze van de centrale banken verhoogt tevens het morele risico, door risicovol gedrag van banken te accommoderen.

Waarschijnlijk maken centrale banken zich oprecht zorgen over de stabiliteit van banken en zoeken ze naar wegen om steun te verlenen en tijd te kopen. Rentesubsidies voor probleembanken worden dan verpakt als liquiditeitsinjecties in een zogenaamd wanordelijke geldmarkt, om te voorkomen dat het vertrouwen in banken wordt aangetast. Op deze wijze worden liquiditeits- en solvabiliteitssteun echter op een intransparante manier vermengd. Een centrale bank heeft natuurlijk als taak om banken liquiditeit te verstrekken, maar een versoepeling van de kredietvoorwaarden komt feitelijk neer op overheidssteun. Beslissingen daarover horen thuis bij de politiek, niet bij een centrale bank, die gemakkelijk in de verleiding kan komen om de gevolgen van falend toezicht weg te poetsen. Recentelijk hebben centrale bankiers de banken opgeroepen om openheid van zaken te geven over hun kredietproblemen. Maar juist hun eigen liquiditeitsverstrekking stelt banken in staat om af te wachten tot de kredietcrisis op miraculeuze wijze overwaait. Intussen ontbreekt een exit-strategie. In de Europese context, met tientallen nationale financiële toezichthouders aan de vergader tafel, zal het vinden hiervan de grootste uitdaging in de korte historie van de EMU worden.

Figuur 1

De Europese geldmarkt.



Figuur 1 geeft het verloop van de driemaandse rentestanden in de twee geldmarktsegmenten sinds de uitbraak van de kredietcrisis. Sinds juli 2007 is de marge tussen de rente op interbancaire deposito's zonder onderpand en de interbancaire repo-rente sterk gestegen en niet meer teruggekeerd naar zijn oude niveau, ondanks de interventies van de ECB. Daarentegen bleef de interbancaire repo-rente dicht bij de minimum herbeleningsrente van de ECB. Banken met een overschot aan liquide middelen zijn nog steeds bereid om deze tegen een rente van vier procent uit te lenen, mits er hoogwaardig onderpand wordt geboden. Banken die in het verleden een prudent risicomanagement hebben gevoerd en voldoende veilig onderpand in huis hebben, kunnen gemakkelijk aan liquide middelen komen. Banken die zichzelf hebben blootgesteld aan een hoger liquiditeitsrisico betalen vanzelfsprekend een hogere rente.

IVO ARNOLD

Hoogleraar aan de Nyenrode Business Universiteit en opleidingsdirecteur aan de Erasmus School of Economics.