

**Rabobank**

## ECB in actie: centraal bankieren in aanhoudend roerige tijden

*De ECB heeft sinds het uitbreken van de euro-crisis op het oog voor ruim €1200 mrd aan onconventionele maatregelen genomen. In dit Themabericht leggen wij uit hoe dit vooralsnog niet heeft geleid tot een explosie van de hoeveelheid geld in het economische verkeer. De (inflatie-)risico's op de langere termijn worden in Themabericht 2012/05 besproken.*

### **Aanhoudend roerige tijden**

Normaliter verstrekt de ECB elke woensdag de benodigde liquiditeit aan het bankwezen. Deze zogenaamde herfinancieringsoperaties voert ze uit met veilingen (*tenders*) van leningen met een looptijd van 1 week. Banken kunnen aangeven hoeveel ze zouden willen lenen (tegen verstrekking van voldoende kredietwaardig onderpand) en tegen welke rente. De biedingen worden tot een door de ECB als wenselijk ingeschat bedrag voldaan. In normale tijden wordt er minder geld toegewezen dan de banken aanvragen. De middelen worden verstrekt aan de banken die de hoogste rentes boden.

Toen de ECB op 9 augustus 2007 de eurozone geldmarkt ondersteunde met een tussentijdse 1-dags liquiditeitsinjectie van €94,8 mrd, onderstreepte dat de ernst van de situatie die als gevolg van de subprime kredietcrisis was ontstaan.<sup>1</sup> Inmiddels zijn we via een banken- en economische crisis in een Europese schulden-crisis beland. De situatie van onderling wantrouwen tussen banken zoals we die in 2007 kende, ontwikkelde zich in Europa tot een situatie waarin het vertrouwen in complete bankensystemen onder druk staat.

De conventionele monetaire beleidsopties, namelijk het doorvoeren van beleidsrenteverlagingen, waren feitelijk al sinds begin 2009 uitgeput. Om de financiële en economische onze-

kerheid desondanks te bestrijden, nam de ECB steeds omvangrijkere, onconventionele maatregelen. Naast een toenemende omvang van de liquiditeitssteun, heeft de ECB sinds de zomer van 2007 ook voor steeds langere periodes middelen beschikbaar gesteld aan de banken. In 2007 beperkte de buitengewone leningen zich nog tot een maximale looptijd van 3 maanden. In 2008 werden voor het eerst leningen met een looptijd van 6 maanden verstrekt en in 2009 werd dit opgerekt tot 1 jaar. In december 2011 en februari 2012 verstrekte de ECB zelfs 3-jaars leningen. Bovendien is in oktober 2008 het systeem van beperkte toekenning aan de hoogste bidders losgelaten. Sindsdien wordt alle gevraagde financiering toegekend tegen een vooraf vastgestelde rente. De onderpandseisen die hierop van toepassing zijn, werden ook al een aantal keer versoepeld. Sinds het uitbreken van de Europese schulden-crisis in het voorjaar van 2010 is aan de onconventionele maatregelen de aankoop van staatsobligaties toegevoegd.

De aankoop van ruim €210 mrd aan eurozone staatsobligaties en de injectie van ruim €1000 mrd aan 3-jaars geld in het eurozone bankwezen roept veel vragen op. De meeste zijn ruwweg te vatten onder de noemers 'hoeveel extra geld stroomt hierdoor nou eigenlijk door het systeem?' en 'hoe groot zijn de inflatierisico's als gevolg hiervan?' Het restant van dit Themabericht is gericht op de eerste vraag. In *Themabericht 2012/05* wordt specifiek ingegaan op de inflatierisico's op de langere termijn.

### **De maatschappelijke geldhoeveelheid**

Zowel de reguliere als de onconventionele liquiditeitsverstrekking van de ECB voorziet in de behoefte aan contant geld en verstrekt de vereiste reserves die banken bij de ECB moeten aanhouden. Dit vormt de basis (in jargon daarom ook basisgeld genoemd) van waaruit

<sup>1</sup> Zie T. Legierse (2007), "ECB in actie: centraal bankieren in roerige tijden," *Rabobank Themabericht 2007/29*, oktober 2007

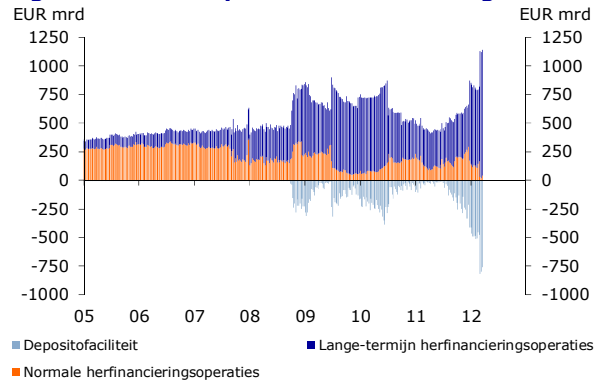
het bankwezen geld (betaalmiddelen) kan creëren voor bedrijven en huishoudens. De resulterende maatschappelijke geldhoeveelheid is de hoeveelheid middelen die in brede zin kan worden ingezet om goederen en diensten aan te schaffen en zo (op termijn) opwaartse druk op de inflatie kan verzorgen. Zij bestaat naast geld in omloop bijvoorbeeld ook uit rekening courant tegoeden en kortlopend schuld papier dat snel kan worden omgezet in geld. Afhankelijk van hoe snel de geldhoeveelheid ingezet kan worden om transacties te betalen, wordt gesproken over de geldhoeveelheid in enge zin (M1), of ruimere zin (M2/M3).

De impact van de onconventionele maatregelen van de ECB op het normale economische verkeer hangt af van de mate waarin de vergroting van de basisgeldhoeveelheid doorvloeit naar de maatschappelijke geldhoeveelheden. De verhouding tussen de bredere geldbegrippen en basisgeld wordt ook wel de geldmultiplator genoemd en deze wordt voor de drie gangbare maatschappelijke geldhoeveelheden getoond in figuur 1b. Uit de figuur is af te lezen dat de geldmultiplator (sterk) daalt tijdens de onconventionele ingrepen van de ECB. De totale maatschappelijke geldhoeveelheid blijft vrijwel onveranderd (figuur 1c).<sup>2</sup> In de volgende paragrafen leggen we uit hoe deze ingrepen momenteel worden geneutraliseerd voor wat betreft hun impact op de maatschappelijke geldhoeveelheid.

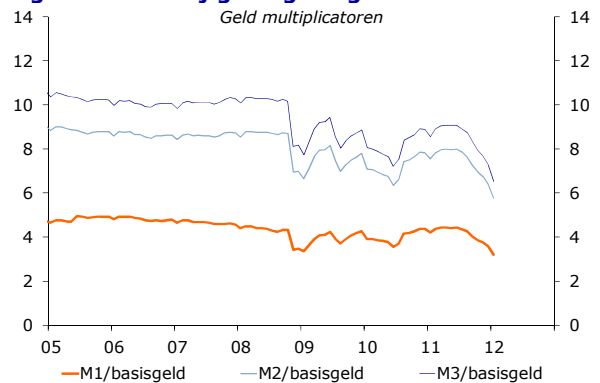
Merk op dat, hoewel we niet weten wat er zou zijn gebeurd in afwezigheid van de onconventionele ECB ingrepen, het sterke vermoeden bestaat dat in dat geval de geldschepping van het bankensysteem ernstig zou zijn geschaad.

<sup>2</sup> In economische zin daalt de geldmultiplator als de voorkeur voor chartaal geld bij de consument en/of de liquiditeitsvoorkeur van de banken toeneemt. Dat laatste is momenteel in elk geval relevant, waarmee de ECB met haar ingrepen tot dusver slechts de impact van een kleinere geldmultiplator op de totale maatschappelijke geldhoeveelheid compenseert. Zie bijvoorbeeld ook H. Visser & L. van Goor (1997), *Inleiding tot het geld- en bankwezen.*

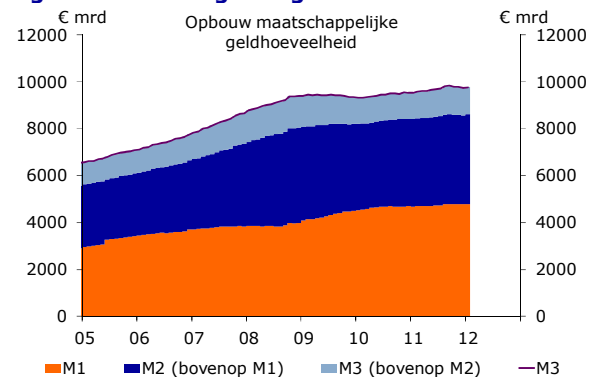
**Figuur 1a: ECB liquiditeitsverstrekking ...**



**Figuur 1b: ... bij geringere geldcreatie ...**



**Figuur 1c: ... vergroot geldhoeveelheid niet**



Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

**Box 1: Geldhoeveelheid van eng naar ruim**

**Basisgeld:** reserves van banken bij de ECB en geld (munten en bankbiljetten) in omloop  
**M1:** geld in omloop en direct opvraagbare rekening courant tegoeden  
**M2:** M1 plus deposito's met looptijd tot 2 jaar.  
**M3:** M2 plus repo-transacties, geldmarktfondsen en schuld papier met looptijd tot 2 jaar.

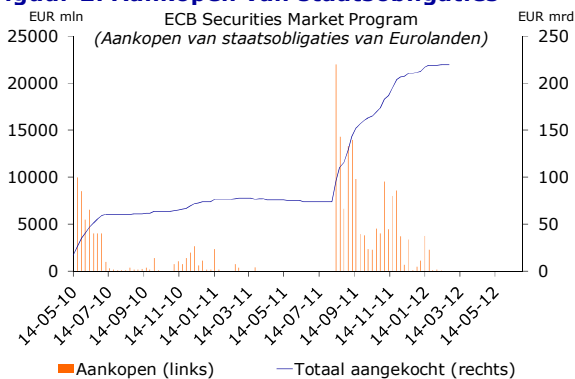
Bijgevolg zou de maatschappelijke geldhoeveelheid (sterk) zijn gedaald. Via de sterk verminderde mogelijkheid om goederen en diensten te kopen zou daarmee juist een concreet defla-

tierisico zijn ontstaan, zoals dat bijvoorbeeld tijdens de Grote Depressie van de jaren '30 materialiseerde.

### Aankopen van staatsobligaties

Onder het *Securities Market Programme* (SMP) –geïnstalleerd in mei 2010– koopt de ECB staatsobligaties van eurozone landen op als de betreffende obligatiemarkt ‘wanordelijk functioneert.’ Dat wil zeggen dat de prijsvorming naar mening van de ECB de intrinsieke waarde van deze obligaties niet meer weerspiegelt, maar vooral het gevolg is van paniekverkoop. De sterke verslechtering van de Griekse obligatiemarkt in het voorjaar van 2010, met besmetting naar die van Portugal en Ierland vormde de directe aanleiding voor deze ingrepen. Op het moment van schrijven heeft de ECB voor een totaalbedrag van €213,5 mrd aan staatsobligaties gekocht. Dit betreft de aankoopwaarde van deze obligaties. De nominale schuld die de ECB hiermee aankoopt van de betreffende landen ligt dus hoger, omdat de ECB per definitie aankoopt op momenten dat de prijs sterk onder druk staat. Dit impliceert *en passant* dat de ECB potentieel een forse koerswinst kan behalen met haar interventies.

**Figuur 2: Aankopen van staatsobligaties**



Bron: Reuters EcoWin

De ECB maakt niet bekend van welke landen het staatsobligaties aankoopt. Van het verloop van de aankopen over tijd is echter redelijk af te leiden om welke landen het moet zijn gegaan (figuur 2). De aankopen in het voorjaar van 2010 (€56 mrd) hadden betrekking op Griekenland. In het najaar van 2010 en begin

2011 (€17 mrd) betrof het vooral aankopen van Ierse en Portugese obligaties. Vanaf de zomer van 2011 raakten vooral de staatsobligatiemarkten van Italië en Spanje op drift en sindsdien werd voor nog eens €146,5 mrd aan staatspapier door de ECB opgekocht.

Op het moment van aankopen brengt de ECB extra geld in het economisch verkeer. Geld in het bezit van de centrale bank maakt namelijk geen deel uit van onze maatschappelijke geldhoeveelheid. Op het moment dat de ECB hier echter staatsobligaties mee afrekent, komt het wel in het economisch verkeer en kan het worden ingezet om goederen en diensten mee te kopen; de verkoper kan de verkoopopbrengsten namelijk vrij besteden. Aangezien het niet het doel is van de ECB om met haar obligatie-aankopen de geldhoeveelheid te vergroten, onderneemt zij compenserende acties. Zij biedt op wekelijkse basis termijndeposito's aan met dezelfde omvang van het bedrag aan aangekochte staatsobligaties, waarop banken middelen bij de ECB kunnen plaatsen. Zo onttrekt de ECB het bedrag aan aangekochte staatsobligaties dus weer aan de geldhoeveelheid. In jargon heet dat sterilisatie.

Per saldo vergroten de ECB-aankopen van eurozone staatsobligaties dus de geldhoeveelheid niet. Een risico op termijn ligt in het feit dat de sterilisatie door middel van het aanbieden van termijndeposito's op basis van vrijwilligheid geschied. Banken moeten dus bereid zijn om tegen een relatief lage rente geld uit te lenen aan de ECB. Op dit moment is dat geen probleem. Maar zodra de financieel-economische omstandigheden voldoende verbeteren, dan kan het lastiger worden voor de ECB om haar aankopen van staatsobligaties te steriliseren (zie ook *Themabericht 2012/05*).

### Liquiditeitsverstrekking aan bankwezen

In december 2011 voerde de ECB een 3-jaars veiling uit met onbeperkte toewijzing, waarin €489 mrd aan financiering aan het eurozone bankwezen werd verstrekt. Eind februari volg-

de een tweede dergelijke veiling en werd nog eens €529 mrd verstrekt. Hiermee reageerde de ECB op de vicieuze cirkel waarin zorgen om de kredietwaardigheid van overheden leidden tot zorgen om de kredietwaardigheid van banken, wat via eventueel noodzakelijke staatssteun de zorgen rondom de kredietwaardigheid van de overheid weer vergrootte, enzovoort. De ECB koos er voor om deze vicieuze cirkel te doorbreken door middel van haar liquiditeitsbeleid in plaats van veel grootschaliger ondersteuning van de staatsobligatiemarkten. Hiermee heeft het vermoedelijk aan de Europese leiders het signaal willen afgeven dat ze als onafhankelijk centrale bank de bankier is van de banken en niet van de overheden. Daarnaast sloeg de ECB met deze 3-jaars veilingen twee vliegen in één klap, aangezien de verstrekking van middelen met een dergelijk lange looptijd de afnemende banken ook helpt om te voldoen aan de nieuwe Baselse eisen omtrent de stabiliteit van de financiering.<sup>3</sup>

De netto hoeveelheid liquiditeit die met beide veilingen het systeem invloede, ligt overigens aanmerkelijk lager dan de €1018 mrd die werd verstrekt. Tegenover de enorme bruto toename van liquiditeit die de ECB verstrekt aan het bankwezen (figuur 1a) staat namelijk het gegeven dat de ECB met haar aantrekkelijke rente feitelijk de rol van de interbancaire geldmarkt heeft overgenomen. Tussen banken onderling wordt nauwelijks meer liquiditeit verstrekt, waarbij overigens aanhoudend onderling wantrouwen ook een rol blijft spelen. Het wegvallen van de rol van de interbancaire geldmarkt is bijvoorbeeld af te lezen van de grote hoeveelheden overtollige middelen die door de overschotbanken in het systeem niet meer aan tekortbanken worden uitgeleend, maar worden geparkeerd op de depositofaciliteit van de ECB. Dit ondanks het feit dat banken op deze faciliteit een  $\frac{3}{4}$  procent lagere ren-

te ontvangen dan het tarief waartegen de ECB de middelen verstrekte. De ECB is nu het doorgeefluik geworden omdat het zelf de middelen verstrekt aan de tekortbanken in het systeem. Voorafgaand aan alle crises verstrekte de ECB in de eerste helft van 2007 per week gemiddeld zo'n €430 mrd aan liquiditeit aan het bankwezen. In diezelfde periode stalden banken gemiddeld per week €0,20 mrd op de depositofaciliteit. Sinds de effectuering van de tweede 3-jaars veiling ligt de ECB liquiditeitsverstrekking in zijn totaliteit rond €1130 mrd. Tegelijkertijd is het gebruik van de depositofaciliteit echter toegenomen tot gemiddeld €790 mrd per week. Als we liquiditeitsverstrekking door de ECB en afvloeiing via de depositofaciliteit met elkaar salderen, dan blijkt de netto liquiditeitssituatie momenteel dus zelfs nog krappert te zijn dan voorafgaand aan de crises. Hiermee willen we ons overigens niet blind tonen voor de risico's die er besloten liggen in de beperkte mate waarin de 3-jaars veilingen snel kunnen worden teruggedraaid zodra de situatie dat vereist (zie *Themabericht 2012/05*).

### Conclusie

*Vooralsnog hebben de buitengewoon omvangrijke ECB-ingrepen in de geld- en staatsobligatiemarkten van de eurozone niet geleid tot een toename van de geldhoeveelheid. De aankopen van staatsobligaties worden actief door de ECB gesteriliseerd. De liquiditeitsverstrekking aan het bankwezen vloeit vooralsnog terug in de ECB depositofaciliteit. Het onconventionele monetaire beleid van de ECB wordt echter wel lastiger terug te draaien wanneer de situatie dat vereist. De (beperkte) risico's die daarmee ontstaan op de langere termijn worden in Themabericht 2012/05 besproken.*

april 2012

Allard Bruinshoofd (030 – 216 3272)

W.A.Bruinshoofd@rn.rabobank.nl

[www.rabobank.com/economie](http://www.rabobank.com/economie)

<sup>3</sup> Zie voor toegankelijk overzicht van de nieuwe Baselse eisen N. Smolders (2011), "Basel III: stevig maar realistisch," *Rabobank Themabericht 2011/01*, januari 2011.