



EUROPESE CENTRALE BANK

7 oktober 2002

OPENBARE RAADPLEGING

MAATREGELEN TER VERBETERING VAN DE DOELMATIGHEID VAN HET OPERATIONELE KADER VOOR HET MONETAIRE BELEID

I. SAMENVATTING

Algemeen wordt erkend dat het operationele kader voor het monetaire beleid van het Eurosysteem¹ sinds de invoering van de euro in 1999 goed heeft gefunctioneerd. Vanwege de middelingsbepaling in het stelsel van reserveverplichtingen en de kwaliteit van de door het Eurosysteem opgestelde ramingen van de liquiditeitsbehoefte, is er weinig aanleiding geweest om “fine-tuning”-transacties te verrichten. Tevens hebben kredietinstellingen slechts een beperkt beroep gedaan op de permanente faciliteiten, waaruit blijkt dat de geldmarkt efficiënt heeft gewerkt. Verder wijst de kleine en vrij stabiele marge tussen de vaste of minimale inschrijvingsrente voor de basis-herfinancieringstransacties en de korte geldmarktrente er op dat de ECB in staat is de korte rente te beïnvloeden.

Ondanks deze in het algemeen positieve beoordeling, zijn enkele mogelijke maatregelen onderzocht met het oogmerk de doelmatigheid van het operationele kader verder te verbeteren.

Er zijn drie veranderingen die ter overweging voorliggen:

- (1) Verandering van aanvangstijdstip van de reserve-aanhoudingsperiode, opdat deze altijd begint op de verrekeningsdatum van de basis-herfinancieringstransactie volgend op de vergadering van de Raad van Bestuur waarin de bespreking van het monetaire beleid op de agenda staat, waardoor, als regel, het doorvoeren van een renteverandering voor de permanente faciliteiten zou samenvallen met het begin van een nieuwe reserve-aanhoudingsperiode.
- (2) Verkorting van de looptijd van de basis-herfinancieringstransacties (MRO's) van twee weken naar één week.
- (3) Opschorting van de langerlopende herfinancieringstransacties (LTRO's).

¹ Het Eurosysteem bestaat uit de Europese Centrale Bank (ECB) en de 12 nationale centrale banken van het eurogebied.

Opgemerkt dient te worden dat de voorgestelde maatregelen van technische aard zijn en betrekking hebben op de operationele tenuitvoerlegging van het monetaire beleid. De verandering van de aanhoudingsperioden zou op zijn vroegst vanaf 2004 worden geëffectueerd, gezien de verwachte aanloopperiode bij zowel kredietinstellingen als de nationale centrale banken.

Deze openbare raadpleging richt zich tot alle kredietinstellingen in het eurogebied, alsmede tot verenigingen van banken en financiële-marktpartijen. Reacties kunnen aan de ECB of aan één van de nationale centrale banken worden toegestuurd. Contactadressen staan vermeld op de relevante website.

2. DE HUIDIGE OPZET VAN HET OPERATIONELE KADER WAT BETREFT DE BOVENGENOEMDE ELEMENTEN

2.1 De reserve-aanhoudingsperiode en het stelsel van reserveverplichtingen

De ECB verlangt van kredietinstellingen dat zij minimumreserves aanhouden op rekeningen bij de nationale centrale banken, binnen het kader van het stelsel van reserveverplichtingen van het Eurosysteem. De voorwaarden van dit stelsel van reserveverplichtingen zijn in het hele eurogebied gelijk. De belangrijkste functie van het stelsel van reserveverplichtingen is het stabiliseren van de geldmarktrente en het scheppen danwel vergroten van een structureel liquiditeitstekort.

De omvang van de door elke kredietinstelling aan te houden minimumreserves wordt bepaald aan de hand van haar reservebasis. Het stelsel van reserveverplichtingen van het Eurosysteem stelt tegenpartijen in staat gebruik te maken van een middelingsfaciliteit, hetgeen betekent dat de bepaling of een tegenpartij aan de reserveverplichting heeft voldaan geschiedt op basis van het gemiddelde van de aan het eind van iedere kalenderdag aangehouden bedragen op de reserverekening, gedurende een aanhoudingsperiode van één maand. Over de door instellingen verplicht aangehouden reserves wordt rente vergoed tegen de rentevoet voor de basis-herfinancieringstransacties van het Eurosysteem.

Sinds januari 1999 bedraagt de reserve-aanhoudingsperiode één maand, telkens beginnend op de 24e kalenderdag van elke maand en eindigend op de 23e kalenderdag van de daaropvolgende maand, ongeacht of TARGET op deze dagen geopend is of niet. Bijgevolg kunnen de begin- en einddata vallen in een weekend of op een dag waarop TARGET niet geopend is.

2.2 De basis-herfinancieringstransacties

De basis-herfinancieringstransacties vormen de belangrijkste open-markttransacties van het Eurosysteem en zijn gericht op het afgeven van signalen omtrent de koers van het monetaire beleid, het sturen van de rente en het beheersen van de liquiditeitsverhoudingen in de markt. Aan het grootste deel van de liquiditeitsbehoefte van kredietinstellingen, gemiddeld 73,5% in de eerste drie jaar van de Monetaire Unie, is voldaan middels de reguliere basis-herfinancieringstransacties.

De hoofdkenmerken van deze transacties worden beschreven in Europese Centrale Bank (2002a).² In het kader van de huidige openbare raadpleging dient te worden benadrukt dat:

- de transacties op regelmatige basis, en wel wekelijks, worden uitgevoerd en doorgaans een looptijd hebben van twee weken, zodanig dat op elk moment sprake is van twee uitstaande transacties;
- deze transacties tot en met 27 juni 2000 werden uitgevoerd als vaste-rentetenders. Sindsdien worden ze uitgevoerd als variabele-rentetenders met een minimale inschrijvingsrente (zie Europese Centrale Bank (2000)³).

Tot medio september 2002 zijn er 191 MRO's uitgevoerd met een gemiddelde toewijzing van EUR 73 miljard. Het gemiddeld aantal kredietinstellingen dat inschreef op de MRO's bedroeg 578 en de gemiddelde absolute afwijking van dit gemiddelde was 196.

2.3 Langerlopende herfinancieringstransacties

Het Eurosysteem verricht tevens met een maandelijkse frequentie herfinancieringstransacties met een looptijd van drie maanden, die tot doel hebben de financiële sector te voorzien van aanvullende langerlopende herfinanciering. Op elk moment zijn er drie uitstaande transacties van dit type. Deze transacties vertegenwoordigden slechts een beperkt deel van het totale herfinancieringsvolume (26,1%). Het Eurosysteem gebruikt deze transacties doorgaans niet om signalen af te geven aan de markt en daarom wordt normaliter de door de markt gewenste rentevoet gehanteerd. In overeenstemming hiermee worden de langerlopende herfinancieringstransacties gewoonlijk uitgevoerd als variabele-rentetenders, waarbij de ECB op regelmatige basis het bedrag aangeeft dat bij de komende tenders zal worden toegewezen.

Een samenvatting van de operationele kenmerken van de langerlopende herfinancieringstransacties is opgenomen in Europese Centrale Bank (2002a).⁴

3. BEWEEGREDENEN VOOR VERANDERING VAN HET OPERATIONELE KADER

3.1 Verandering van het aanvangstijdstip van de reserve-aanhoudingsperiode

De Raad van Bestuur heeft op 8 november 2001 bekendgemaakt dat de koers van het monetaire beleid van de ECB en de noodzaak van een eventuele rentewijziging als regel uitsluitend tijdens de eerste vergadering van elke maand zullen worden beoordeeld, gewoonlijk op de eerste donderdag van de maand. Indien de Raad van Bestuur besluit de minimale inschrijvingsrente voor MRO's en de tarieven voor de permanente faciliteiten te wijzigen, worden de nieuwe tarieven onmiddellijk van kracht, d.w.z. zij worden toegepast op de eerstvolgende MRO die wordt aangekondigd, en op de permanente faciliteiten op de volgende dag. De data voor de komende vergaderingen van de Raad van Bestuur zijn te vinden op de website van de ECB.

² Zie de bibliografie aan het einde van het document.

³ Zie de bibliografie aan het einde van het document.

⁴ Zie de bibliografie aan het einde van het document.

Thans zijn de data waarop de Raad van Bestuur vergadert niet gekoppeld aan de begindata van reserve-aanhoudingsperiodes. Op basis van de hierboven voorgestelde veranderingen echter, zou er een zeer direct verband bestaan tussen deze data. De reserve-aanhoudingsperiode zou in dat geval altijd starten op de verrekeningsdatum van de basis-herfinancieringstransactie die volgt op de Raadsvergadering waarin de bespreking van het monetaire beleid op de agenda staat, waardoor, als regel, de invoering van veranderingen in de rentetarieven voor de permanente faciliteiten tevens in overeenstemming zou worden gebracht met de invoering van veranderingen in het tarief voor de basis-herfinancieringstransacties, d.w.z. aan het begin van elke nieuwe reserve-aanhoudingsperiode.

De voorgestelde veranderingen zouden ertoe bijdragen dat geen verwachtingen ontstaan ten aanzien van rentewijzigingen gedurende de aanhoudingsperiode, waardoor de invloed van renteverwachtingen op het inschrijvingsgedrag van tegenpartijen in basis-herfinancieringstransacties afneemt. Voor periodes waarin een verlaging van de rente wordt verwacht, zou de kans op te lage inschrijvingen derhalve moeten afnemen. En voor periodes waarin een rentestijging wordt verwacht, zou tevens worden voorkomen dat de korte marktrente en de inschrijvingsrente voor MRO's aanzienlijk afwijken van de minimale inschrijvingsrente, waardoor een bron van ruis bij de indicatie van de monetaire-beleidskoers wordt weggenomen. De veranderingen zijn tevens een antwoord op de te hoge inschrijvingen die plaatsvonden onder de vaste-rentetenderprocedure.

De veranderingen zouden tevens bewerkstelligen dat de reserve-aanhoudingsperiode altijd begint op een dag waarop TARGET geopend is, en slechts zeer zelden eindigt op een dag waarop TARGET niet geopend is. In de huidige opzet wordt, wanneer een aanhoudingsperiode in het weekend begint, een beroep op permanente faciliteiten in de laatste aanhoudingsperiode overgedragen naar de nieuwe aanhoudingsperiode, waardoor kredietinstellingen onnodige kosten maken. Van januari 1999 tot en met augustus 2002 zijn er 43 aanhoudingsperiodes geweest, waarvan er 14 begonnen en 14 eindigden op een dag waarop TARGET niet geopend was.

De voorgestelde verandering zou leiden tot een gevarieerder duur van de reserve-aanhoudingsperiodes. Als 2003 als voorbeeld wordt genomen (in aanmerking nemend dat de mogelijke veranderingen pas na 2003 zouden worden geïmplementeerd), zou, indien de nieuwe procedures zouden worden toegepast, de duur van de reserve-aanhoudingsperiode variëren van 21 tot 37 dagen, zoals blijkt uit onderstaande Tabel I.

Tabel I: Reserve-aanhoudingsperiodes volgens de nieuwe procedures in 2003

Periode	Vergadering van Raad van Bestuur*	Begin	Einde	Duur in dagen
1 ^{ste}	9 januari	15 januari	11 februari	28
2 ^{de}	6 februari	12 februari	11 maart	28
3 ^{de}	6 maart	12 maart	8 april	28
4 ^{de}	3 april	9 april	13 mei	35
5 ^{de}	8 mei	14 mei	8 juni	26

6 ^{de}	5 juni	9 juni	15 juli	37
7 ^{de}	10 juli	16 juli	5 augustus	21
8 ^{ste}	31 juli	6 augustus	9 september	35
9 ^{de}	4 september	10 september	7 oktober	28
10 ^{de}	2 oktober	8 oktober	10 november	34
11 ^{de}	6 november	11 november	9 december	29

* Vergadering van de Raad van Bestuur waarin de beoordeling van de monetaire-beleidskoers op de agenda staat.

3.2 Verkorting van de looptijd van de basis-herfinancieringstransacties tot één week

Teneinde de effecten van verwachtingen van renteveranderingen op het inschrijvingsgedrag van tegenpartijen te verminderen, dienen MRO's niet door te lopen in de volgende reserve-aanhoudingsperiode. Dit zou enkel het geval zijn indien de aanhoudingsperiode begint op de verrekeningsdatum van de MRO en de looptijd van de MRO één week bedraagt. Het verkorten van de looptijd is dus complementair aan de verandering van het aanvangstijdstip van de reserve-aanhoudingsperiode.

Wat betreft de invloed op de beheersbaarheid van de korte marktrente, is er weinig verschil tussen een MRO-looptijd van één en van twee weken. Belangrijker voor de beheersbaarheid van de korte rente is de transactiefrequentie, die niet wordt beïnvloed door het verkorten van de looptijd.

Het verkorten van de looptijd van de MRO zou echter leiden tot een hogere herfinancieringsomzet van centrale banken. De toewijzingsbedragen in de MRO's zouden, bij onveranderd blijven van alle overige factoren, verdubbelen.

3.3 Opschorting van langerlopende herfinancieringstransacties

Toen het operationele kader van het Eurosysteem voor het eerst werd besproken, werd besloten dat in een deel van de totale herfinancieringsbehoefte zou worden voorzien middels langerlopende herfinancieringstransacties, omdat deze een goed instrument vormen voor kleinere tegenpartijen, die geen of slechts beperkte toegang hebben tot de interbancaire markt, om voor een langere periode (d.w.z. drie maanden) liquiditeiten te verkrijgen. Bij LTRO's treedt de ECB op als 'prijznemer', en gebruikt deze transactie niet om de korte rente te sturen. Indien het aandeel van langerlopende transacties in het totaal van herfinancieringstransacties zeer groot zou zijn, zou dit een belemmering kunnen vormen voor de monetaire-beleidsvoering.

Er is sprake van een trendmatige daling van het aantal kredietinstellingen dat inschrijft op LTRO's. Het hoogste aantal inschrijvers op een LTRO bedroeg 466 in de eerste transactie op 13 januari 1999. Bij de laatste transactie, die van augustus 2002, werd het laagste aantal inschrijvers geregistreerd, slechts 158. In de eerste drie jaar van de Monetaire Unie, bedroeg het gemiddelde aantal inschrijvers 272. Neemt men alleen de transacties in 2001 en de eerste acht maanden van 2002, dan daalt het gemiddelde naar 197. Daaruit blijkt dat LTRO's maar voor een beperkt aantal kredietinstellingen een bron van herfinanciering vormen.

Gezien het hoge tempo van ontwikkelingen in de Europese financiële markten gedurende de afgelopen drie-en-een-half jaar, dient de vraag te worden gesteld of de langerlopende herfinancieringstransacties nog het doel dienen waarvoor ze oorspronkelijk bedoeld waren – het bieden van langerlopende herfinanciering aan kleinere tegenpartijen, die slechts beperkte toegang hebben tot de interbancaire markt. Zo niet, dan dient opschorting van dit type transactie te worden overwogen ten behoeve van een zo doelmatig mogelijke monetaire-beleidsvoering. Indien de LTRO's zouden worden opgeschort, zou het herfinancieringstekort worden opgevangen door de reguliere, wekelijkse MRO's.

3.4 Verband tussen de drie voorgestelde veranderingen

In Paragraaf 3.2 is het verband beschreven tussen het verkorten van de looptijd van MRO's en een verandering in de definitie van de reserve-aanhoudingsperiode.

Bovendien bestaat er een verband tussen het verkorten van de looptijd van MRO's en een mogelijke opschorting van LTRO's, aangezien beide leiden tot een afname van de gemiddelde looptijd van uitstaande open-markttransacties, en bijgevolg tot een verhoging van de herfinancieringsomzet van centrale banken.

4. PROCEDURELE AANGELEGENHEDEN

Alle kredietinstellingen in het eurogebied, alsmede alle verenigingen van banken en financiële-marktpartijen, worden gevraagd hun visie te geven op de hierboven voorgestelde veranderingen ten aanzien van het operationele kader.

Het Eurosysteem moedigt kredietinstellingen aan hun reacties waar mogelijk te coördineren via verenigingen. Benadrukt wordt dat de drie voorgestelde veranderingen onafhankelijk van elkaar kunnen worden becommentarieerd, en dat het mogelijk is een visie te geven op slechts één van de drie veranderingen. De reacties zullen in het algemeen niet worden gepubliceerd.

De in het Engels of de relevante officiële EU-taal opgestelde reacties kunnen worden toegezonden aan de Europese Centrale Bank op het onderstaande adres of aan de relevante nationale centrale bank:

European Central Bank

Secretariat Division

Kaiserstrasse 29

D-60311 Frankfurt am Main

Duitsland

Fax: +49 69 1344 6170

E-mail: ecb.secretariat@ecb.int

De deadline voor het inzenden van reacties is

29 november 2002

5. BIBLIOGRAFIE

Aanvullende informatie over het operationele kader kan worden gevonden in de volgende, op de website van de ECB beschikbare ECB-publicaties:

Europese Centrale Bank (2002a), “Het gemeenschappelijke monetaire beleid in het eurogebied: Algemene documentatie met betrekking tot de monetaire-beleidsinstrumenten en –procedures van het Eurosysteem”.

Europese Centrale Bank (2000), “De overgang op variabele-rentetenders bij de basisherfinancieringstransacties”, Maandbericht, juli 2000, pp. 35-40.

Europese Centrale Bank (2001), “Het inschrijvingsgedrag van de tegenpartijen bij de openmarkttransacties van het Eurosysteem”, Maandbericht, oktober 2001, pp. 55-67.

Europese Centrale Bank (2002b), “Het liquiditeitsbeheer van de ECB”, Maandbericht, mei 2002, pp. 41-53.