



Quantitative easing



Jan Vermaut,
Member of the editorial board

ABSTRACT

This is a report of the conference on 'Quantitative Easing', organised by Het Financieel Forum West-Vlaanderen, which took place on April 2nd, 2019 in Kortrijk.

Op 2 april organiseerde het Financieel Forum West-Vlaanderen een infoavond over 'Quantitative Easing' in de KULAK te Kortrijk. In een tot de nok gevulde zaal gaven Luc Aucremanne, chief adviseur monetair beleid aan de NBB & lid van het Monetary Policy Committee van de ECB, Jan De Wit, Chief Front en lid van het Investment Committee van de NBB en lid van het Market Operations Committee van de ECB en Peter Vanden Houte, chief economist ING België en chief economist euro area van ING Groep toelichting over het monetaire beleid dat de ECB sinds eind 2014 gevoerd heeft.



Luc Aucremanne steekt van wal met een schets van het macrobeeld over de ECB-strategie en het kader van de Quantitative Easing.

Wat is Quantitative Easing?

De naam Quantitative Easing (QE) verwijst naar de verhoging van de hoeveelheid centrale bankgeld dat in omloop is en dat de vorm aanneemt van hogere tegoeden in de rekening courant van de banken bij de centrale bank. Die hogere tegoeden zijn het gevolg van de verkoop van activa. De banken krijgen zo extra reserves wat de kredietverlening van de banken aan de economie vergemakkelijkt. Dit aspect wordt ook het gebruik van de zogenaamde “geldpers” genoemd. Toch is QE meer bekend onder zijn aspect van massale opkoop van financiële activa via vier programma’s : het eerste en grootste, Asset Purchase Program (APP) van overheidsobligaties, en daarnaast ook drie programma’s van bedrijfsobligaties.

Voor de overbrenging van de monetaire stimulus blijkt nu de aankoop van de activa veel belangrijker dan de geldpers op zich. Door die aankopen wordt de vraag immers verhoogd en zal de prijs ervan stijgen, en bijgevolg de rente ervan dalen. Die rentedaling is net wat de ECB, de centrale bank van het eurosysteem, wil bereiken. Daarenboven verspreidt de rentedaling zich naar andere activaklassen. Naast de daling van de rente op zich vormt ook het signaal van de centrale bank dat ze actief is en blijft, ook als de economische omstandigheden moeilijk zijn, een tweede maar niet minder belangrijk element van QE.

Waarom QE?

De reden waarom de ECB tot QE heeft besloten, heeft te maken met de zeer speciale economische omstandigheden waarin de eurozone zich in de tweede helft van 2014 bevond: de beleidsrente was tot nul gezakt, dus het klassieke instrument, nl. het verder verlagen van de beleidsrente was bijna niet verder mogelijk, maar toch was het, na de double dip (de bankencrisis van 2008 en overheidsschuldencrisis van 2011-2012) noodzakelijk om op te treden. De groei was erg laag en de onderbenutting van het productiepotentieel en de werkloosheid lagen erg hoog met als gevolg dat de inflatie erg laag was, en dat ook de inflatieverwachtingen naar beneden gingen. Als de inflatie verder daalt, terwijl de rente dat niet verder doet, stijgt in feite de reële rente, wat maakt dat ontleners geconfronteerd worden met een reële terugbetalingslast dan deze waarop ze



gerekend hadden op het ogenblik dat ze hun leningen waren aangegaan. Als de ECB in die omstandigheden niets had gedaan, had ze in feite haar eigen beleid geboycot. Om een deflatoire spiraal te vermijden, heeft de ECB haar beleid gewijzigd tot de combinatie van langetermijn-funding van de banken, QE en *forward guidance*, of het expliciet stellen dat de lage rente nog lang zal worden aangehouden.

Waarom een inflatie van 2 procent?

Een inflatie van onder maar dichtbij de 2 procent is nodig. Het vormt niet zomaar het mandaat waar de ECB aan moet beantwoorden, het is ook economisch wenselijk. Wanneer de inflatie lager ligt dan die 2 procent, krijg je een onvoorziene herverdeling van inkomsten van ontleners naar beleggers en dat schaadt het vertrouwen in de toekomst. Daarnaast vergemakkelijkt een lage maar toch positieve inflatie de aanpassing van lonen en prijzen in de economie, want zo worden loonaanpassingen in minder competitieve sectoren of jobs mogelijk zonder dat het in nominale termen zichtbaar hoeft te worden. En een derde argument voor een lage maar toch positieve inflatie ligt in het feit dat de rente dan ook iets hoger zal zijn, een soort inflatiebuffer in de rente dus, wat het beleid van de centrale bank gemakkelijker maakt. Als de markt ervan overtuigd is dat de inflatie twee procent zal bedragen, dan bevat de nominale een inflatiecomponent zodat, bij een volgende recessie, de rente voldoende naar omlaag kan worden gebracht om de economie weer aan te zwingelen.

Heeft QE gewerkt?

Het herstel in het eurogebied is sinds begin 2015 aanzienlijk versneld: de werkloosheid is van boven de 12 naar 8 procent gedaald, en de loonstijgingen beginnen te versnellen. Uiteindelijk zal dat druk op de prijzen geven, en zullen de inflatie en ook de inflatieverwachtingen stijgen.

Het feit dat het QE-beleid onderweg nog wat gekalibreerd moest worden, van 60 miljard per maand naar 80, vooraleer de netto-aankopen konden worden afgebouwd, had te maken met de moeilijker omstandigheden die zich in de loop van 2015 aandienden: zwakkere groei in China, een lage olieprijs en heel veel volatiliteit op de financiële markten.

De netto-aankopen zijn nu afgebouwd, maar de hele voorraad aan opgekocht papier wordt wel stelselmatig geherinvesteerd wanneer het op vervaldag komt, zodat de neerwaartse



druk op de rente aanwezig blijft. QE heeft het tij gekeerd, maar het beleid van de ECB blijft voorlopig gekenmerkt door de drie beroemde trefwoorden van ECB-voorzitter Draghi: *patience, persistence & prudence*.

QE in de praktijk: de NBB treedt op op de financiële markten

Jan De Wit licht toe hoe de implementatie van het QE-beleid ook een actieve aanwezigheid op de financiële markten van de centrale banken die lid zijn van het eurosysteem noodzakelijk maakt. Geheel in de geest van het ondertussen al twintig jaar bestaande eurosysteem van centrale banken werden de maatregelen ook gedecentraliseerd uitgevoerd. In totaal werd over een periode van 4 jaar voor 2.595 miljard aan financiële activa aangekocht via 210.000 individuele transacties, waarvan 12.000 in België.

Er zijn vier verschillende programma's waarvan de aankoop van overheidseffecten, het Public Sector Purchase Program (PSPP) met 85% het grootste was. Aan dit PSPP hebben alle nationale centrale banken (NCB's) van het eurosysteem deelgenomen, op hun eigen balans en voor eigen risico, en waarbij elk probeert zoveel mogelijk marktneutraal op te treden. Voor België betekent dit dat de NBB 60 à 70 miljard OLO's op zijn balans heeft staan. Daarnaast zijn er drie programma's gericht op ondernemingen, voor bedrijfsobligaties, voor *covered bonds* en voor *asset backed securities*. Voor deze drie laatste programma's is er een taakverdeling gebeurd onder de NCB's van het eurosysteem.

Het lijkt een beetje paradoxaal, maar nu het belang van Brussel als financiële marktplaats, door het slinkende belang van de lokale marktzalen, de laatste 10 jaar klappen heeft gekregen, heeft de centrale bank in feite zijn activiteit kunnen opvoeren. De expertise van de NBB is toegenomen, en de bank krijgt erkenning voor zijn aanpak, zowel wat de overheidsobligaties als de financiële activa van ondernemingen betreft. Die expertise werd opgebouwd over de verschillende aanpassingen aan de QE-programma's heen. Zo werd de definitie van overheid uitgebreid, van enkel federale naar ook regionale en supranationale instellingen, en andere maturiteiten, korte termijnbonds en aankopen onder de depositorente, wat voor een aantal andere landen toch wel de implementeerbaarheid heeft bevorderd.

Het Corporate Sector Purchase Program (CSPP) is het eerste aankoopprogramma van financiële activa voor bedrijven. In tegenstelling tot overheidsobligaties zijn bedrijfsobligaties zeer heterogeen en zijn de activa ook veel minder liquide. Daarom werd binnen het eurosysteem gekozen voor een uitvoering met zes agenten, met name de vier



grote landen en daarnaast de centrale banken van Finland en België. Zo komt het dat de NBB 9 regio's heeft *gecovered* waaronder Portugal, Luxemburg en een deel van Nederland. De NBB, zelf goed voor 3,5% van het kapitaal in het eurosysteem, heeft voor het CSPP ongeveer 40 miljard op balans genomen, of zo'n 22% van het totaal. Waar overheidsobligaties voor eigen rekening werden aangekocht, werd voor bedrijfsobligaties gekozen voor risicodeling.

Daarnaast is er een programma van aankoop van *covered bonds* en tenslotte het ABSPP, een programma voor asset backed securities dat, ondanks het feit dat dit het kleinste programma van de vier was, wel het meeste bloed, zweet en tranen heeft gekost om dit op te zetten. In het eerste jaar van dit programma werd geopteerd voor uitvoering via vier externe partijen. Nadien was door de governance zoveel knowhow verworven dat de implementatie door de Banque de France samen met de NBB werd overgenomen. Dat heeft dan weer gemaakt dat de NBB goed geplaatst was om de lancering van de Belgische ABS-markt door Belfius mee te helpen omkaderen.

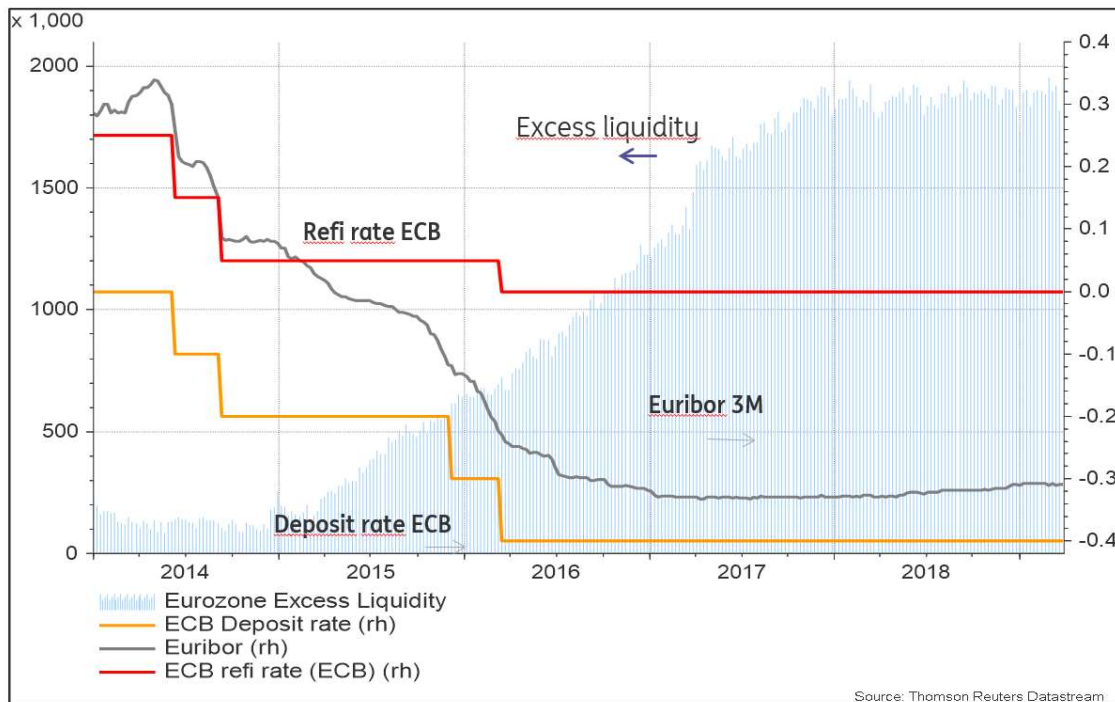
In het PSPP werd eind vorig jaar beslist tot het afbouwen van de netto-aankopen. Toch dienen de obligaties die op vervaldag komen nog te worden geherinvesteerd, zodat het effect op de geldhoeveelheid aanwezig blijft. Ook voor deze vervangingsinvesteringen werd een zo neutraal mogelijke marktstrategie ontwikkeld. Hetzelfde geldt uiteraard ook voor de vervaldagen in de private programma's.

Als besluit kan gesteld worden dat de NBB zich op een geloofwaardige manier van haar opdracht in het kader van het ECB-beleid heeft gekweten, dat hierbij de nodige expertise werd opgebouwd en dat de bank zich daarvoor in de praktijk ook zelf als marktpartij op de financiële markten heeft moeten en kunnen opstellen.

Effect van QE op de financiële markten

Peter Vanden Houte buigt zich over de vraag wat nu het effect is geweest van QE en wat we kunnen verwachten. Wat de geldmarkten en de kortetermijnrente betreft, is er alvast veel veranderd: waar het monetair beleid en het beheer van de liquiditeit in de markt vroeger vooral via de herfinancieringsrente of refi-rente verliep, en de depositofaciliteit omzeggens niet gebruikt werd, is door QE een overschot aan liquiditeit ontstaan (te zien als de blauwe balkjes op fig. 1), is depositorente veel belangrijker geworden en gaat de geldmarktrente zich veel meer daar naar toe oriënteren.

ECB houdt korte rente negatief

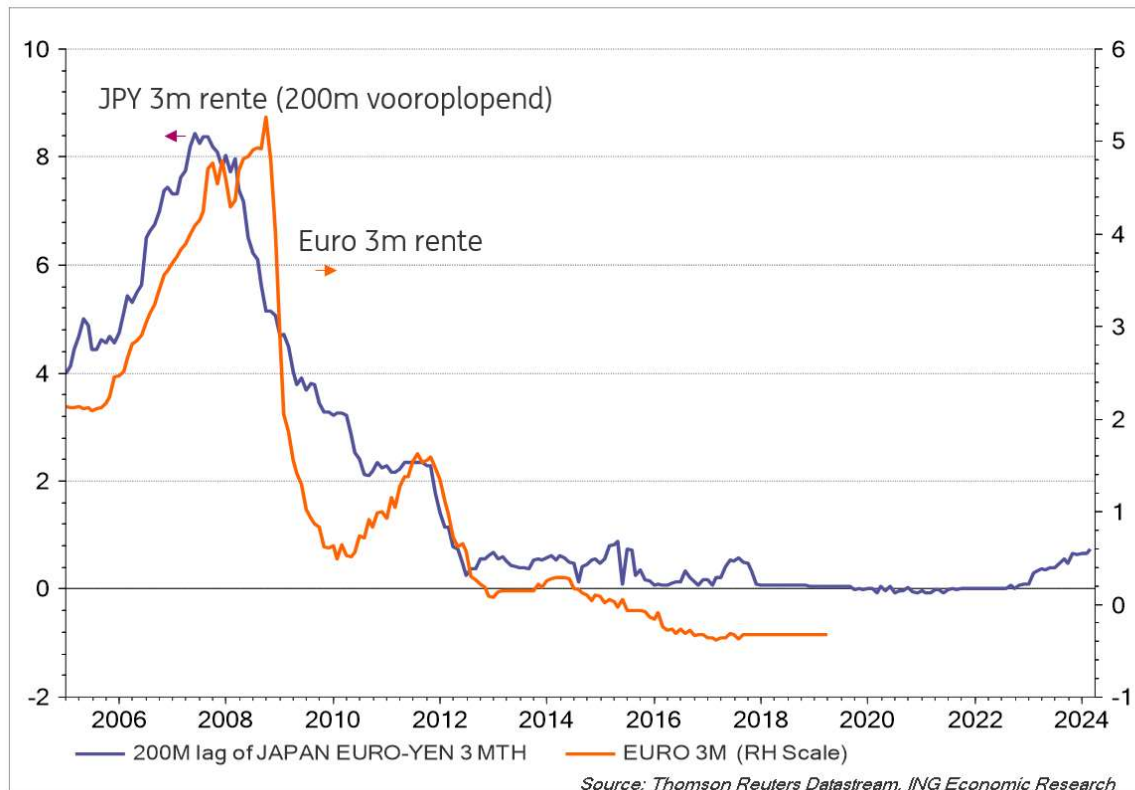


Figuur 1

Voor een antwoord op de vraag hoe lang dit nog zal duren, kunnen we terecht bij de ECB die verklaard heeft dat deze rentes niet voor het einde van 2019 gaan stijgen, en dat het teveel aan geldmassa voorlopig ook in omloop blijft.

Peter Vanden Houte suggereert dat de ECB niet alleen het Amerikaanse voorbeeld kan volgen maar er ook goed aan doet om naar Japan te kijken, aangezien de situatie in de eurozone al met al vergelijkbaar is met deze in het land van de rijzende zon: demografische vergrijzing, lage productiviteitswinsten. In vergelijking met de Japanse crises (beurscrash in 1989-1990, daarna vastgoedcrash) kan het herstel in Europa ook nog wat op zich laten wachten (fig.2).

Gaan we Japan achterna?



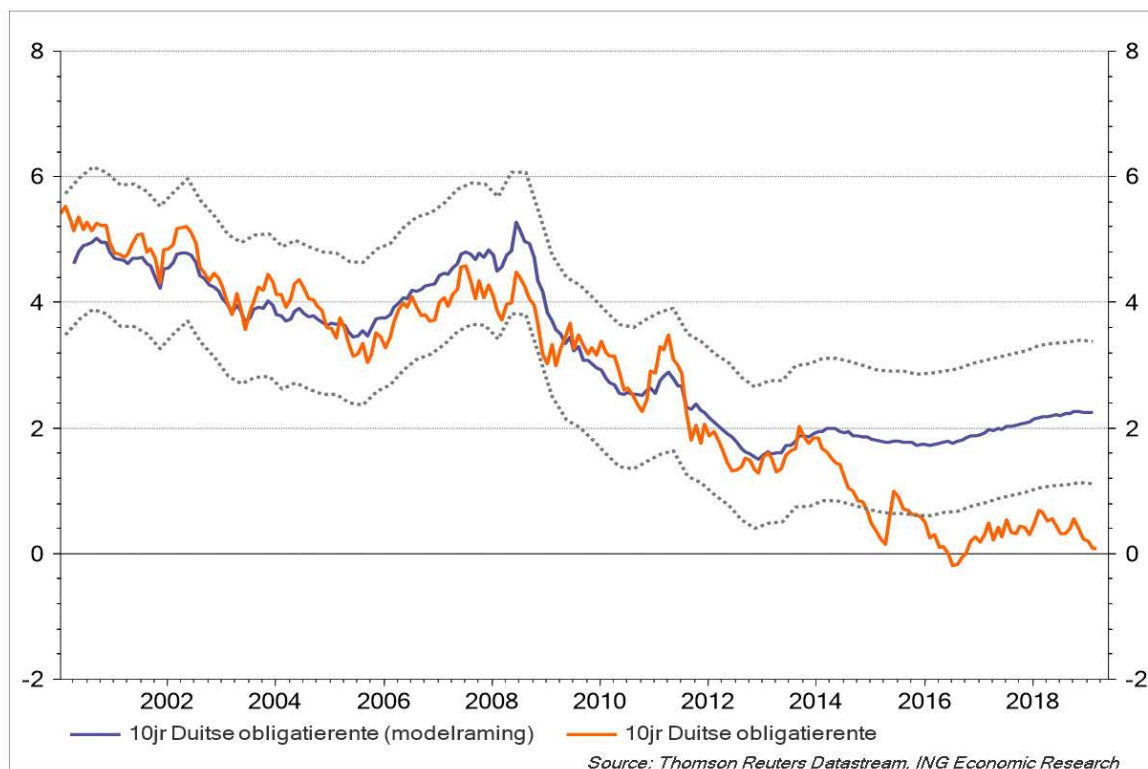
Figuur 2

De Amerikaanse economieprofessor Larry Summers heeft hierover onderzoek verricht en stelt dat het normale rentepeil in Europa in feite gewoon laag ligt en dat deze situatie nog een tijdje zal aanhouden. Het valt ook niet te verwachten dat de ECB de rente zal verhogen als de VS op het einde van de nu al 10 jaar durende expansie komen. Spaarders hoeven niet te hopen dat de rente op hun deposito's op spaarboekjes binnenkort weer omhoog zullen gaan.

Wat de langetermijnrente betreft, is de invloed van de centrale bank ook belangrijk. Wanneer een centrale bank aankondigt dat de korte rente laag blijft, dan heeft dit ook een neerwaarts effect op de langetermijnrente, maar in mindere mate, zodat de rentecurve wat

steiler wordt. Dit is nu niet het geval. Op fig. 3 zie je dat de kortetermijnrente lager is komen te liggen maar dat tegelijkertijd de rentecurve ook vlakker is geworden, net door QE en de forward guidance.

Impact QE op Duitse LT-rente

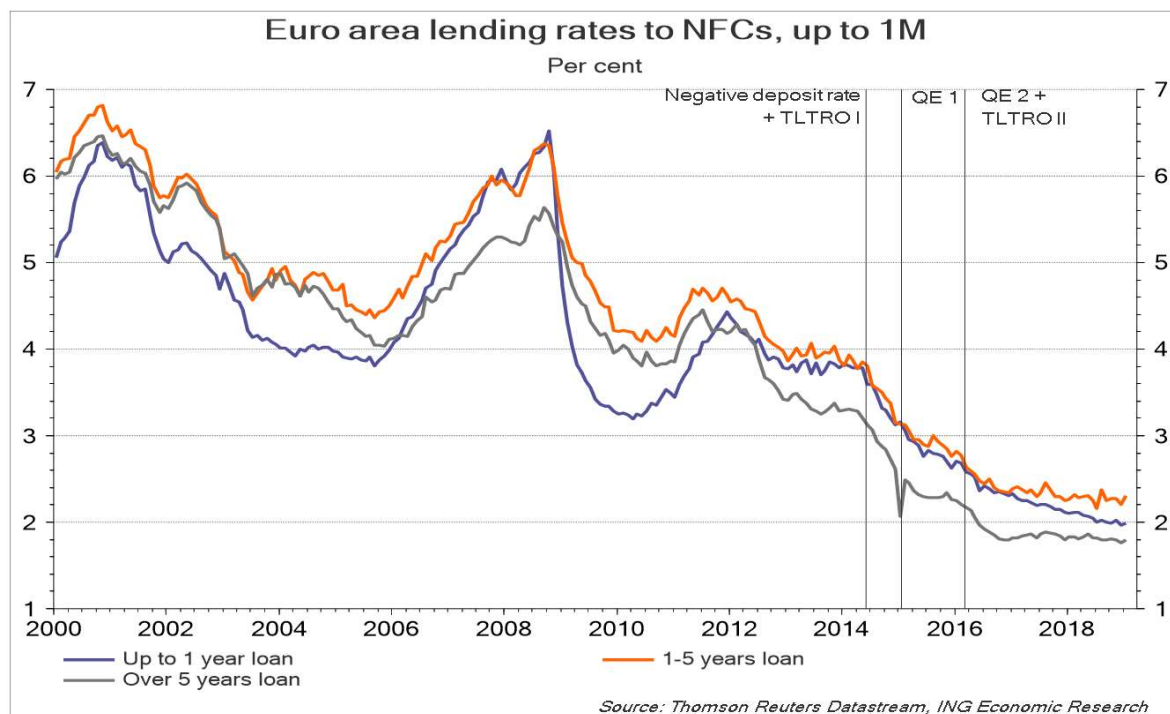


Figuur 3

Om in te schatten hoe groot dat effect is, kan je proberen het verband na te gaan tussen rente, inflatie en groei. Voor de Duitse rente zou dit betekenen dat je ongeveer een dik procent lager zit dan wat het zou geweest zijn zonder de ECB-interventies. Voor de hele eurozone ligt het effect op ongeveer 175bp, al zijn er per land verschillen. In Italië bijvoorbeeld is, wegens het nieuwe regeringsbeleid, dit effect nauwelijks nog aanwezig is.

Hoe ziet de toekomst van het QE-beleid er nu uit? De ECB heeft zelf al een poging ondernomen om het effect van verschillende termijnen van herinvesteren van de aangekochte activa te simuleren. In fig. 4 zie dat, als men nog 3 jaar zou doorgaan met te herinvesteren (zoals men in de VS gedaan heeft), dan kan je zien (groene lijn) dat het effect dat nu 100 bp bedraagt, in 2021 nog steeds ongeveer 85 bp zou bedragen. Dus als de ECB in de komende jaren de kortetermijnrente niet verhoogt, en de herinvesteringen nog 5 jaar aanhoudt, dan zal het neerwaarts effect op de langetermijnrente nog al die tijd blijven meespelen.

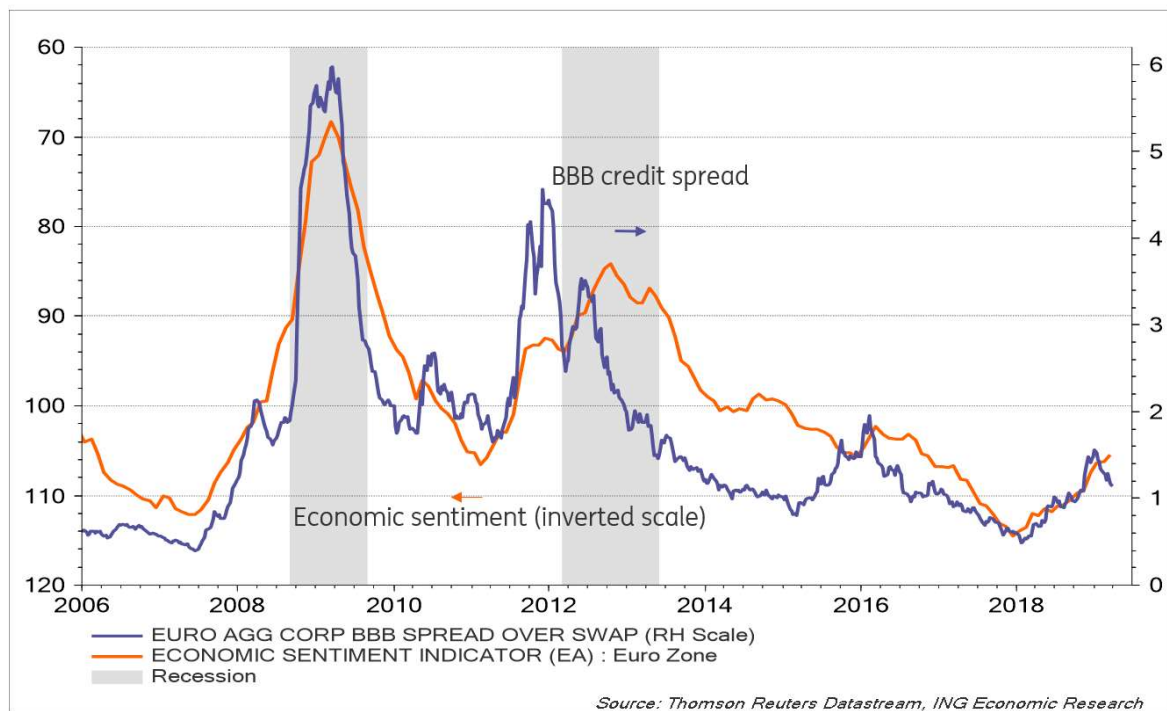
Impact op bankkredietrente



Figuur 4

In fig. 5 zie je de evolutie van de kredietsspreads (wat bedrijven dus moeten bijbetalen bovenop de overheidsrente om te ontlenen). Je kan zien dat de spreads al aan het dalen zijn van vooraleer de ECB haar drie programma's bedrijfsobligaties is gestart. De conjunctuur speelt daar voor een stuk in mee. Wanneer je beide met elkaar vergelijkt (met een aangepaste schaal weliswaar) dan zie je dat een slechtere conjunctuur kredietsspreads doet stijgen en betere conjunctuur deze doet dalen.

Impact op credit spreads



Figuur 5

De invloed van zowel de ECB als van de conjunctuur doen zich dus gelden. Het is ook zo dat QE niet enkel de grote bedrijven bevoordeligt, zoals je soms in de pers kan lezen. Integendeel, het blijkt dat de kredietsspreads met 25 tot 30 basispunten gedaald zijn, en dit geldt voor alle bedrijven en niet enkel deze van wie de ECB papier heeft opgekocht. Het is

zelfs zo dat die lagere rente ook doorwerkt in de banktarieven: omdat bedrijven zich goedkoper kunnen financieren op de obligatiemarkt, kunnen zij ook goedkoper gaan ontlenen.

Ook de wisselkoersen tenslotte hebben het effect van QE ondervonden. Het is wel zo dat alle G20-landen onderling de afspraak hebben gemaakt om de eigen munt niet actief ten nadele van de handelspartners te gaan manipuleren. Het ligt dus internationaal niet zo goed om te gaan stellen dat je centrale bankpolitiek ervoor gezorgd heeft dat de wisselkoers gedaald is. Het effect kun je ook niet zomaar berekenen want ook andere landen, zoals de VS, nemen soms onconventionele maatregelen, maar een kleine oefening leert toch (fig. 6) dat de relatieve stijging van de ECB-balans tegenover deze van de Fed enigszins samenvalt met een daling van de wisselkoers, al spelen nog heel veel andere factoren hierin mee.

Relatief groeiende balans => zwakkere euro?



Figuur 6



Als besluit stelt Peter Vanden Houte dat QE dus inderdaad heel wat effecten op de financiële markten teweegbrengt, en dat de impact van QE waarschijnlijk nog een tijdje zal blijven duren. Korte én lange rente liggen lager dan zonder QE, de rentecurve blijft vlak, voor de kredietspreads blijft de evolutie van de conjunctuur van belang, en dus ook van de bedrijfswinsten.

Vragen

Een toehoorder wil weten waarom niets gezegd werd over de hoge overheidsschulden in de eurolanden. Die hebben er toch alle belang bij dat de intresten laag blijven?

Luc Aucremanne geeft toe dat de overheidsschulden zich op een hoog niveau bevinden, onder meer als gevolg van de verschillende crises, en dat de overheid inderdaad baar heeft bij een lage rente maar de focus van het monetair beleid van de ECB ligt niet op de overheidsschuld maar wel op het uitvoeren van haar mandaat, met name de inflatie onder maar dicht bij 2 procent. Een massaal optreden van de ECB is ook noodzakelijk om het gewenste effect op de rente en inflatie te bereiken en dat kan alleen wanneer de overheidsfondsen mee opgekocht worden. De ABS-markt en andere markten van private ondernemingen zijn niet groot genoeg daarvoor.

Een andere toehoorder vindt dat de inflatie omhoog moet om de schuld te laten ontwaarden en zo de toekomstige generaties te sparen.

Luc Aucremanne benadrukt nogmaals dat het niet de bedoeling is de waarde van de overheidsschuld te laten ontwaarden door inflatie. Het is integendeel de bedoeling om de inflatie terug te brengen en tot houden op 2 procent om te vermijden dat schuldenaars ex post meer moeten gaan betalen dan wat ze oorspronkelijk, bij het aangaan van hun schuld, voor oog hadden.

Een derde toehoorder vraagt zich af of de ECB niet aan over-shooting gedaan heeft nu al dat geld op de rekening courant van de banken bij de ECB blijft staan en niet gebruikt wordt om kredieten te geven.



Luc Aucremanne licht toe dat het effect van QE er in bestaat dat de rente gedrukt wordt. Dat geld op de rekening courant staat bijna onvermijdelijk daar vermits er teveel aan liquiditeit gecreëerd werd in de eurozone. Zo werkt het mechanisme van de overtollige liquiditeit, maar het woordje “overtollig” moet in zijn juiste context begrepen worden: het is niet overtollig omdat het niet zou werken, het is overtollig omdat er teveel aan liquiditeiten in het systeem is, en dat is nodig om de korte rente zo laag mogelijk te krijgen.

Vervolgens vraagt iemand of het dan niet de bedoeling is om al dat geld waarover de banken beschikken, in de economie te stoppen?

Peter Vanden Houte verduidelijkt dat dit een veel gehoord misverstand is, dat al die liquiditeit daar maar staat niets te doen. Banken hebben immers geen liquiditeit van de centrale bank nodig om kredieten toe te staan. Kredietverschaffing door banken hangt af van twee zaken: de financiële gezondheid van de bank zelf en de kredietvraag. Als er vraag is naar krediet dan is de kans groter dat bedrijven kredieten krijgen naarmate de rente lager is.

Luc Aucremanne herinnert eraan dat van in het begin van de avond gezegd werd dat de geldpers niet het belangrijkste element van QE is. Het gaat erom de rente naar beneden te brengen en zo de financieringsvoorwaarden te beïnvloeden.

Een volgende toehoorder vraagt wat de ECB zal doen bij de volgende crisis?

Luc Aucremanne hoopt dat die er niet zo snel komt, en dat dat maar gebeurt wanneer we uit de huidige situatie zijn, zodat de centrale bank weer voldoende conventionele munitie heeft, met andere woorden, dat de rente dan voldoende omhoog is gegaan, zodat men ze weer kan verlagen. Te snel de rente opnieuw verhogen zal echter niet helpen want dat kan juist een nieuwe crisis in gang zetten.

De laatste vraagsteller wil weten waarom er een verschil bestaat tussen het mandaat van de ECB en dat van de FED. Het mandaat van de ECB spreekt enkel van inflatie maar in de feiten gaat ze ook de groei ondersteunen, terwijl dat bij de FED expliciet zo is. Is er dan nog wel een verschil?



Peter Vanden Houte bevestigt dat de FED zowel lage werkloosheid als lage inflatie moet nastreven, naast financiële stabiliteit, terwijl de ECB eerst prijsstabiliteit moet nastreven maar daar staat ook bij dat de ECB ook de andere doelstellingen van de Europese Unie moet nastreven als die prijsstabiliteit verzekerd is.

Voor Luc Aucremanne is dat expliciete vernoemen van volledige tewerkstelling in de praktijk niet zo verschillend want zowel als een economie het slecht doen als wanneer ze oververhit raakt, is er een link. Voor de ECB is prijsstabiliteit een primaire doelstelling, maar wordt de economie in het oog gehouden van zodra de primaire doelstelling gerealiseerd wordt en in de praktijk is er dus weinig afruil tussen reële en monetaire doelstellingen. De beleidswijzigingen sinds 2015 zijn er net gekomen omdat de internationale context gewijzigd is: meer protectionisme, groeivertraging in China, de onzekerheden rond Brexit spelen allemaal mee in het economisch sentiment en de ECB moet daar rekening mee houden.