



Centraal Planbureau

ECB-beleid  
helpt groei

*Weg naar normalisering  
niet zonder hobbels*



# Onderweg naar normaal monetair beleid

CPB Policy Brief | 2017/07  
Adam Elbourne  
Bert Smid

# Samenvatting

2

De vraag is niet meer óf, maar wanneer en hoe het onconventionele monetaire beleid wordt afgebouwd. Afbouw van het onconventionele beleid zal de Europese economieën raken, net zoals de opbouw een stimulans heeft gegeven. Empirische analyses laten zien dat het onconventionele monetaire beleid van de ECB de afgelopen jaren heeft geleid tot lagere rentes op lange-termijn overheidsobligaties en hogere aandelenkoersen in het eurogebied. Ook lijken er positieve effecten te zijn op bbp en in mindere mate op inflatie. Als spiegelbeeld hiervan zal de afbouw waarschijnlijk leiden tot hogere rente en lagere groei en inflatie. Deze effecten zullen het grootst zijn in landen met gezonde banken, de landen die ook het meest hebben geprofiteerd.

Nederland heeft een goede Ausgangssituatie voor de afbouw van het onconventionele ECB-beleid. De Nederlandse overheidsfinanciën staan er goed voor, net als het bankwezen. Voor pensioenfondsen en verzekeraars zal een hogere rente per saldo voordelig uitpakken. Voor huishoudens en bedrijven met hoge schulden kan de renteverhoging nadelig zijn.

Versterking van de economie en verbetering van de overheidsfinanciën helpt overheden om de afbouwfase van onconventioneel monetair beleid goed door te komen en goed voorbereid te zijn op mogelijke nieuwe economische tegenvallers. Dit geldt vooral voor de landen die er relatief minder goed voorstaan. Voor deze landen is er wel een afruil tussen prudent budgettair beleid om de toekomstige afbouw op te kunnen vangen en de effecten op economische groei op korte termijn. Door het versterken van de financiële sector kunnen deze landen op korte termijn alsnog meer profiteren van

het ruime monetaire beleid en zijn zij op langere termijn beter in staat om economische tegenslagen op te vangen.

Het kan blijken dat meer risicodeling in de EMU noodzakelijk is om te overleven als muntunie. De eurocrisis kan weer herleven; het vraagstuk van de houdbaarheid van overheidsschulden kan weer de kop op steken. De kans op een nieuwe eurocrisis is wel verminderd doordat onder druk van de financiële crisis de institutionele vormgeving van de Economische en Monetaire Unie is verbeterd. Belangrijke stappen zijn gezet in de vorming van een bankenunie. Er is meer risicodeling mogelijk via een hogere begroting van de Europese unie, waarbij meer posten worden gefinancierd op Europees niveau. Maar meer risicodeling is niet zonder problemen: het kan landen verleiden tot het nemen van grotere risico's en het vraagt maatschappelijk en politiek draagvlak dat zich niet eenvoudig laat organiseren.

3

# 1 Inleiding

In de afgelopen jaren heeft de ECB op grote schaal onconventioneel monetair beleid toegepast. Door de financiële crisis daalde de productie, de inflatie werd zelfs even negatief en de kerninflatie bleef lang rond de 1% per jaar. De beleidsrente bereikte al snel een heel laag niveau. De ECB zette onconventioneel monetair beleid in, dat werkt via de balans van de centrale bank.<sup>1</sup> In het voorjaar van 2017 is de omvang van de balans van het Eurosysteem opgelopen tot bijna 40% van het bbp van het eurogebied. Ook de samenstelling van de balans is aanzienlijk veranderd.

Het onconventionele monetaire beleid had meerdere doelstellingen. Na het uitbreken van de financiële crisis had de financiële sector dringende behoefte aan liquiditeit. De ECB heeft hiervoor meerdere LTRO-programma's beschikbaar gesteld (zie tekstkader voor een toelichting bij de verschillende ECB-programma's). OMT werden in 2012 mogelijk gemaakt om speculatie op het uittreden uit de euro te voorkomen. Het is de uitwerking van de bekend geworden uitspraak van ECB-president Draghi dat hij alles zou doen om de euro te redden ("whatever it takes"). In de jaren erna bleef de kerninflatie laag, maar kon het conventionele rente-instrument niet of nauwelijks meer worden ingezet. De aankoopprogramma's van obligaties moesten helpen om de inflatie weer naar de doelstelling van dicht bij maar beneden de 2% per jaar te brengen.

Mede onder invloed van het ruime monetaire beleid is anno 2017 het eurogebied in rustiger vaarwater gekomen. De economische groei is stabiel, de inflatie is

gestegen (hoewel de kerninflatie nog steeds slechts ongeveer 1% per jaar is) en de spreiding in rentes op overheidsobligaties van de eurolanden is laag. Een belangrijke vraag is wat de bijdrage van het ECB-beleid is geweest in dit economische herstel.

Het is tijd om na te denken over het verkrappen van het monetaire beleid en de gevolgen daarvan voor de Europese economie en de nationale overheden. Op een zeker moment zal de ECB haar balans weer willen verkorten. Wanneer zal de afbouw starten en welke economische effecten kunnen we dan verwachten? Wat zijn de effecten per land en welke risico's zijn er verder voor de monetaire unie? Wat kunnen nationale beleidsmakers doen om zich voor te bereiden op de afbouw van het onconventionele monetaire beleid?

<sup>1</sup> Een andere vorm van onconventioneel monetair beleid is forward guidance; uitspraken van de centrale bank over de verwachte ontwikkeling van de beleidsrente.

# 2

## De effecten van het onconventionele monetaire beleid op de Europese economie

De financiële crisis en de nasleep daarvan hebben grote en langdurige effecten gehad op de economische groei en de inflatie in Europa (zie figuur 2.1). In 2009 daalde het bruto binnenlands product (bbp) van het eurogebied met ongeveer 5%. De overheidsfinanciën van veel landen verslechterden en de overheidsschulden stegen. In de jaren erna ontstond de eurocrisis. Verschillende eurolanden probeerden hun overheidssaldo weer te verbeteren, wat de economie verder vertraagde. In 2012 en 2013 was er opnieuw een recessie in het eurogebied. Vanaf 2014 herstelde de economische groei, maar de kerninflatie daalde naar een niveau van rond de 1% per jaar.

Bij de beleidsreactie op de crisis heeft het monetaire beleid van de ECB noodgedwongen een hoofdrol gespeeld. Het eurogebied is qua institutionele vormgeving een monetaire unie en geen volledige fiscale unie. Een langdurige budgettaire impuls op geaggregeerd niveau ter bestrijding van de crisis bleek daarom niet te realiseren. Ook het op centraal niveau aanpakken van de problemen in het Europese bankwezen stuitte op dit probleem.<sup>2</sup>

De ECB heeft zowel conventioneel als onconventioneel beleid ingezet in de afgelopen jaren (zie figuur 2.2). Vanaf 2008 had de financiële sector dringend behoefte aan liquiditeit. Daarvoor heeft de ECB meerdere LTRO-programma's verlengd en vergroot. Om de economie te ondersteunen en de inflatie op peil te houden na de financiële crisis werd in eerste instantie het belangrijkste conventionele instrument van de ECB ingezet: de basisherfinancierings-

rente. Deze werd in het voorjaar van 2009 verlaagd tot 1%, werd even verhoogd in 2011 en kwam eind 2013 dicht bij de nul. Daarna was er weinig ruimte om deze rente nog verder te verlagen.

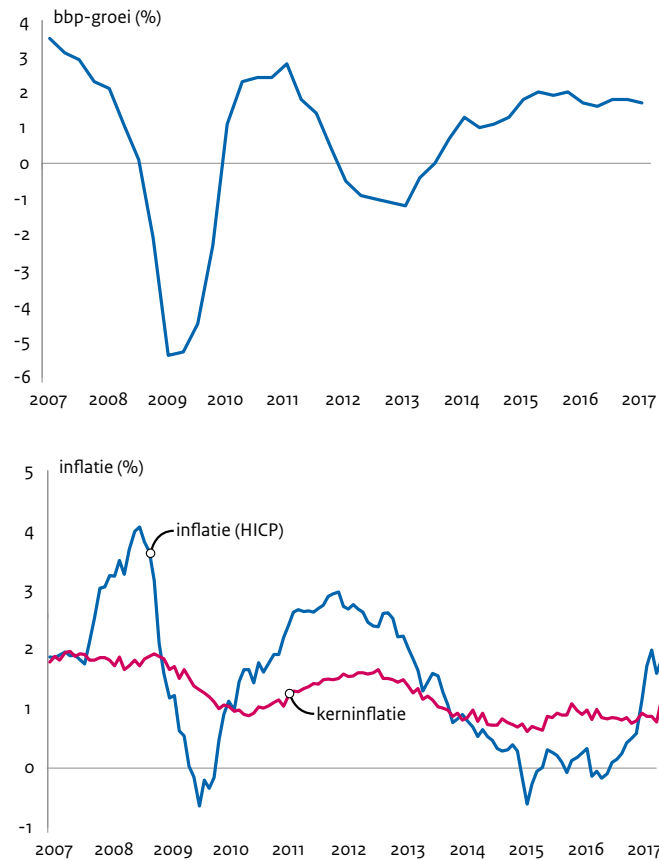
In de zomer van 2012 beloofde ECB-president Draghi dat hij alles binnen het ECB-mandaat zou doen om de euro te redden (*"whatever it takes"*). Het OMT-programma werd geïntroduceerd om speculatie op het uitreden van landen uit de euro te voorkomen.

Vanaf 2015 startte de ECB met kwantitatieve verruiming (APP): het aankopen van (langlopende) obligaties van overheden en in een latere fase ook van bedrijven om de inflatie weer naar de doelstelling van dicht bij maar beneden de 2% per jaar te brengen. De balans van het Eurosysteem nam toe van iets meer dan 1000 miljard euro voor de crisis tot meer dan 4000 miljard euro in het voorjaar van 2017. Dat is gelijk aan bijna 40% van het bbp van het eurogebied.

Het ECB-beleid heeft geleid tot een vergroting van de balans en een verlaging van de beleidsrente, zie figuur 2.2. In de figuur zijn enkele belangrijke aankondigingen van onconventioneel monetair beleid getekend. De beleidsrente is scherp gedaald in 2008 en 2009 en daarna geleidelijk naar o gebracht. De balans is vanaf de start van de financiële crisis in omvang toegenomen, in eerste aanleg door de liquiditeitssteun aan banken en daarna door verschillende aankoopprogramma's. De schaduwrente is een indicator van monetair beleid, die laat zien wat de beleidsrente zou zijn geweest als er geen ondergrens zou zijn. De inschatting

<sup>2</sup> Herkapitalisatie van banken door nationale overheden werd wel gestuurd door EU-regels ter voorkoming van staatssteun.

Figuur 2.1 Bruto binnenlands product en inflatie in het eurogebied, 2007-2017



Bron: Eurostat, ECB

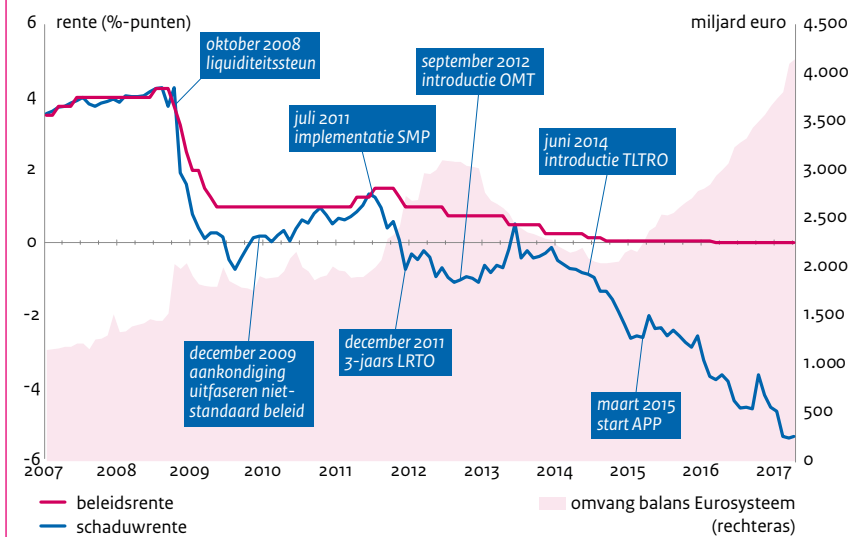
is gebaseerd op prijzen op de financiële markten, die zich direct aanpassen aan nieuwe informatie (Wu en Xia, 2016). In normale tijden ligt de schaduwrente heel dicht bij de beleidsrente. Figuur 2.2 laat zien dat de schaduwrente in het eurogebied sinds de start van de aankoopprogramma's sterk gedaald is en nu ongeveer 5%-punt onder de beleidsrente ligt.

### Het onconventionele monetaire beleid bereikt via de banken de reële economie

Het onconventionele ECB-beleid grijpt voornamelijk aan op de commerciële banken. De herfinancieringsprogramma's (LTRO en TLTRO, zie tekstkader) zijn leningen voor banken tegen allerlei

onderpand, met als doel de liquiditeitspositie van banken te verbeteren en de kredietverlening door banken te verhogen. In het aankoopprogramma (APP) koopt het Eurosysteem maandelijks ongeveer 60 miljard euro aan obligaties op, voornamelijk overheidsobligaties maar ook obligaties uitgegeven door bedrijven. De hogere vraag naar obligaties verhoogt de prijs ervan en verbetert daarmee de balans van banken. Het zorgt tevens voor meer liquiditeit in het bankensysteem en het vergroot de prikkel voor banken om uit te lenen, zeker nu ze een negatief rendement maken op deposito's bij het Eurosysteem. Het aankopen van obligaties haalt risico's van de balans van de banken (en andere verkopen-de partijen).

Figuur 2.2 Indicatoren van ECB-beleid



Bron: ECB, Wu en Xia (2016)

## ECB-programma's voor onconventioneel monetair beleid

De ECB heeft verschillende programma's opgestart met onconventioneel monetair beleid. De belangrijkste programma's zijn:

Vanaf 2009 zijn de looptijden van de **LTRO** (*longer-term refinancing operations*) verlengd en de toewijzing werd volledig. Commerciële banken kregen voor een langere periode liquiditeit tegen onderpand. De periode varieerde in de eerste programma's van drie maanden tot een jaar, in het laatste programma (december 2011) was het drie jaar. LTROs vergrootten de balans van de ECB.

In 2010 startte de ECB met het **SMP** (*securities market programme*). In dit programma werden obligaties opgekocht van geselecteerde landen of private partijen in delen van de markt met grote spanningen, die daardoor de monetaire transmissie bemoeilijkten. De aankopen werden gesteriliseerd, zodat de balans niet groter werd. In het voorjaar van 2017 is het uitstaande bedrag nog 98 miljard euro.

In augustus 2012 kondigde de ECB de **OMT** (*Outright Monetary Transactions*) aan. Voor landen die in een steunprogramma bij het EFSF of ESM zitten en aan de eisen voldoen, zal de ECB (in principe onbeperkt) staatsobligaties kopen wanneer de marktrente te hoog is. Ook deze aankopen zullen worden gesteriliseerd. Tot nu toe is de OMT nog niet ingezet. OMT richten zich op redenominatie-risico's die de monetaire transmissie belemmeren (wisselkoersrisico als

staatsobligatie omgezet wordt in andere valuta na het verlaten van de euro).

In 2014 werd het **TLTRO** (*targeted LTRO*) opgestart. Net als de LTROs is het programma gericht op het verstrekken van liquiditeit aan banken. Het programma is *targeted*, omdat het deel dat banken kunnen lenen gerelateerd is aan hun leningen aan niet-financiële bedrijven en huishoudens. Ook de TLTRO-programma's vergroten de balans van de ECB.

In het **APP** (*asset purchase programme*) koopt het Eurosysteem verschillende financiële titels op met als doel het verhogen van de inflatie. Het bekendste en grootste onderdeel is het **PSPP** (*public sector purchase programme*), waarin overheidsobligaties worden opgekocht (kwantitatieve verruiming). Deze obligaties staan op de balansen van de nationale centrale banken. De ECB koopt obligaties van Europese instituten. Tot en met het voorjaar van 2017 is ongeveer 1500 miljard euro aan overheidsobligaties opgekocht. Een ander omvangrijk onderdeel is het **CSPP** (*corporate sector purchase programme*) waarin de ECB bedrijfsobligaties aankoopt. Niet alle bedrijfsobligaties komen in aanmerking voor het aankoopprogramma, zo moeten ze minstens een BBB-*risicowaardering* hebben en niet uitgegeven zijn door een kredietinstelling. In het voorjaar van 2017 staat de teller op 85 miljard euro.

Het Eurosysteem bestaat uit de Europese Centrale Bank (ECB) en de

nationale centrale banken van landen die de euro hebben ingevoerd. Het beleid wordt bepaald door de raad van bestuur van de ECB. De uitvoering en, belangrijker, het risico van het beleid liggen niet altijd bij de ECB. Het belangrijkste voorbeeld is kwantitatieve verruiming; De Nederlandsche Bank koopt Nederlandse overheidsobligaties en die staan op de balans van DNB. DNB en daarmee de Nederlandse overheid lopen geen direct risico op overheidsobligaties die andere nationale banken kopen. Wel is DNB aandeelhouder van de ECB en deelt daarmee in de risico's op de ECB-balans.

Het onconventionele beleid kan via een aantal kanalen de reële economie bereiken.<sup>3</sup> We noemen hier de belangrijkste. Kwantitatieve verruiming is een signaal dat de beleidsrente nog geruime tijd laag zal blijven en heeft daarmee een drukkend effect op de lange rente (*signalling channel*). Het aankoopprogramma drijft de prijzen van obligaties op en maakt daarmee de bestaande portefeuilles van banken meer waard. Ook het vereiste rendement op langjarige obligaties daalt (*portfolio rebalancing channel*). Deze twee kanalen zorgen via een verlaging van de kapitaalkosten voor een economische stimulans in de vorm van extra kredietverlening en daarmee hogere investeringen en consumptie. De lagere rente verlaagt de rentekosten voor overheden, de budgettaire ruimte zouden ze kunnen aanwenden voor

andere uitgaven. Een ander kanaal is via een daling van de wisselkoers; de goedkopere euro heeft effecten op de handel met landen buiten het eurogebied. Tot slot kan het aankoopbeleid het vertrouwen en de verwachtingen van bedrijven en consumenten beïnvloeden (*confidence channel*). Deze kanalen zijn in theorie belangrijk – minder duidelijk is welk kanaal in de praktijk de grootste invloed heeft gehad.

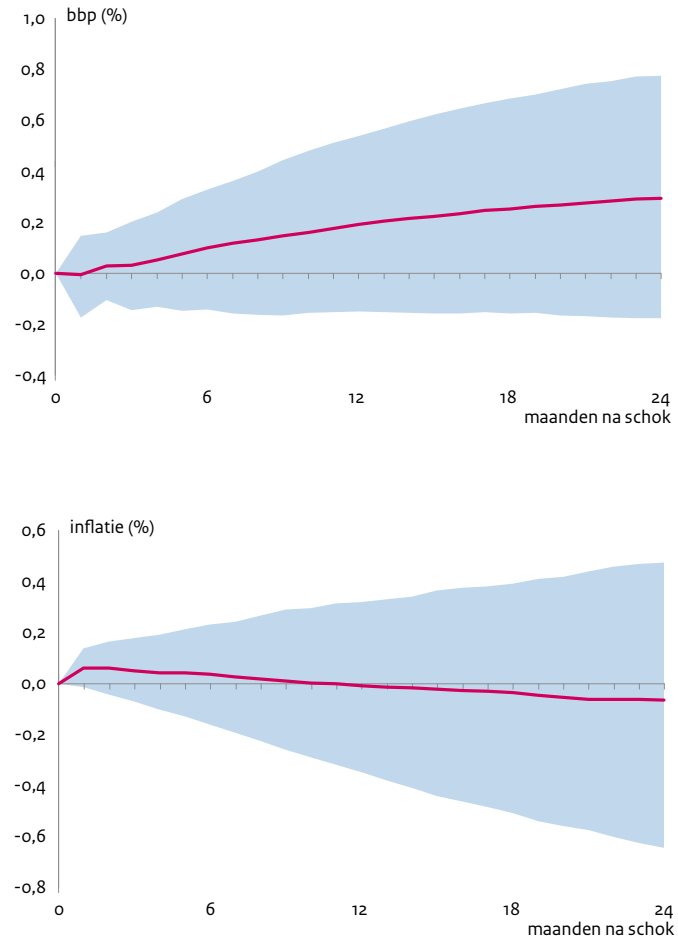
### Het onconventionele monetaire beleid heeft de Europese economische groei verhoogd

Het onconventionele beleid heeft volgens onze analyses mogelijk geleid tot een toename van de economische groei in het eurogebied, maar niet tot hogere inflatie. Figuur 2.3 laat de effecten op bbp en prijsniveau zien van een tijdelijke monetaire verruiming die de schaduwrente met 100 basispunten verlaagt. De productie komt na twee jaar ongeveer 0,3% hoger uit. Het effect op het prijsniveau is verwaarloosbaar, met eerst een kleine toename en daarna een zeer lichte afname van de inflatie. Een onverwachte daling van de schaduwrente met 300 basispunten (de daling sinds de aankondiging van kwantitatieve verruiming, zie figuur 2.2) leidt tot een effect op het bbp van ongeveer 1%.

Deze effecten op groei en inflatie volgen uit een empirische analyse met een structureel VAR-model voor het eurogebied. Dit model bevat de schaduwrente als indicator voor het monetaire beleid. Het model schat de effecten van de schaduwrente op productie, inflatie, rentespreads, stress in het financiële systeem en aandelenkoersen.

<sup>3</sup> Zie Andrade e.a. (2016) voor een overzicht van de verschillende kanalen voor de werking van kwantitatieve verruiming.

**Figuur 2.3** Gecumuleerde effecten op bbp en prijsniveau na een verlaging van de schaduwrente met 100 basispunten



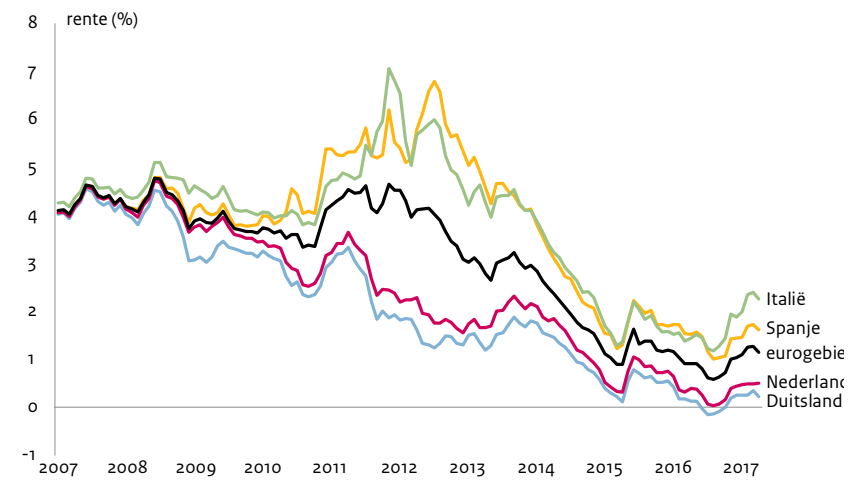
Bron: Elbourne, Ji en Duijndam (2017). De rode lijn is de mediane schatting en het blauwe gebied geeft het 16<sup>e</sup> en 84<sup>e</sup> percentiel aan, zoals gebruikelijk in deze literatuur.

Identificatie van het onconventionele monetaire beleid gebeurt op basis van onverwachte veranderingen in de schaduwrente. Het model is geschat met maanddata voor de periode 2009-2016.

Studies van anderen bevestigen het beeld dat het onconventionele monetaire beleid in het eurogebied een positief effect heeft gehad op de productie (tabel 2.1). Ze vinden daarbij ook effecten op inflatie, hoewel die minder groot zijn dan de effecten op

productie. De feitelijke impuls is aanzienlijk forser geweest dan gesimuleerde impulsen. Er zijn grote verschillen tussen de geschatte effecten in de studies; een 1% grotere balans van het Eurosysteem (gemiddeld 20 miljard euro) levert 0,02% tot 0,15% meer bbp (2 tot 16 miljard euro) op. Sinds het uitbreken van de crisis is de balans verdrievoudigd. Het is echter moeilijk om het totale effect te becijferen, omdat de geïdentificeerde schokken tijdelijk en onverwacht zijn, en elkaar overlappen.

**Figuur 2.4** Lange rente op overheidsobligaties



Bron: ECB



Studies die wel het totale effect proberen in te schatten vinden behoorlijke effecten. De ECB schat dat het totale effect van hun beleid op het bbp tot en met 2018 in totaal 1,5% is, en dat het de inflatie in zowel 2016 als 2017 met een half procentpunt heeft verhoogd en in 2015 heeft voorkomen dat de inflatie negatief werd (ECB, 2016). Andrade e.a. (2016) gebruiken een DSGE-

model en vinden dat het aankoopprogramma de inflatie met 0,4 %-punt heeft verhoogd en het bbp met 1,1%. Boeckx e.a. (2017) vinden dat de driejarige LTRO-programma's het bbp in het eurogebied met 1,2% verhoogd hebben en de inflatie met 1,3% in 2012. Overigens had gecoördineerd begrotingsbeleid op een directere wijze het bbp kunnen verhogen.

Tabel 2.1 Effecten op Europese productie en inflatie van tijdelijke schokken

Paper	Periode	Tijdelijke schok	Effecten	Opmerkingen
Gambacorta e.a. (2014)	2008-2011	3% grotere ECB balans	Productie; 0,06% – 0,15% Prijzen: 0,06% – 0,11%	Euro onderdeel van panel van landen
Boeckx e.a. (2017)	2007-2014	1.5% stijging van ECB assets	Productie en prijzen: 0,1%	
Burriel en Galesi (2016)	2007-2015	1% stijging van ECB assets	Productie 0,1% en prijzen 0,05%	Globale VAR, meerdere landen
Haldane e.a. (2016)	2009-2015	1% stijging van ECB assets	Geen significante effecten, vaak onverwacht teken	Vier verschillende modellen
Wieladek en Garcia Pascual (2016)	2012-2016	1% stijging van ECB assets	Productie: 0,07% – 0,15% Prijzen: 0,05% – 0,1%	Als Haldane maar andere periode
Damjanovic en Masten (2016)	1996-2013	100 bp daling van schaduw-rente	Productie: 0,7% Prijzen: 0,2%	Geen vermelding van structurele breuk crisis

Het effect van de aankondiging dat de ECB alle middelen binnen haar mandaat zal aangrijpen om de euro te redden ("whatever it takes") is veel moeilijker te becijferen. Er is een brede consensus dat deze uitspraak een groot effect heeft gehad en mogelijk een verdere escalatie van de eurocrisis en een deflatoire spiraal heeft voorkomen door beïnvloeding van verwachtingen. Altavilla e.a. (2016) laten zien dat de aankondiging van OMT een effect heeft gehad van 2%-punt op de rente op 2-jarige overheidsobligaties van Italië en Spanje.

### Lagere lange rente door onconventioneel monetair beleid

Naast de effecten op inflatie en groei, heeft het onconventionele monetaire beleid ook directe effecten op financiële markten. Empirische studies voor het eurogebied laten zien dat het aankoopprogramma heeft geleid tot lagere rentes en hogere aandelenkoersen via beïnvloeding van risicopremies en verwachtingen over de toekomstige rente (Borio en Zabaï, 2016). Het grootste effect treedt al op bij de aankondiging van het nieuwe beleid. Andrade e.a. (2016) vatten 24

studies samen die het effect van de aankondiging van nieuwe kwantitatieve verruiming schatten. Voor een stijging van de balans van de centrale bank met 10% bbp is het mediane effect op de lange rente 53 basispunten. Voor het eurogebied vinden ze 43 basispunten, met een variatie van 27 tot 64 basispunten.

Overigens verklaart het monetaire beleid slechts een deel van de gerealiseerde rentedaling. De rentes op overheidsobligaties zijn sinds 2012 gedaald en de verschillen tussen landen zijn afgenomen (zie figuur 2.4). Vooral de lange overheidsrentes van Italië en Spanje zijn fors lager dan in 2012. Het aankoopprogramma van 20% bbp in het eurogebied verklaart ongeveer 1%-punt van de rentedaling. De rest van de rentedaling heeft andere oorzaken, die zowel structureel van aard kunnen zijn als ook het gevolg kunnen zijn van vertrouwenseffecten vanuit het bredere onconventionele monetaire beleid.<sup>4</sup>

<sup>4</sup> Zie Ciocytte e.a. (2016) en CPB (2017b).



# 3

## Banken zijn belangrijk voor de transmissie van het ECB-beleid

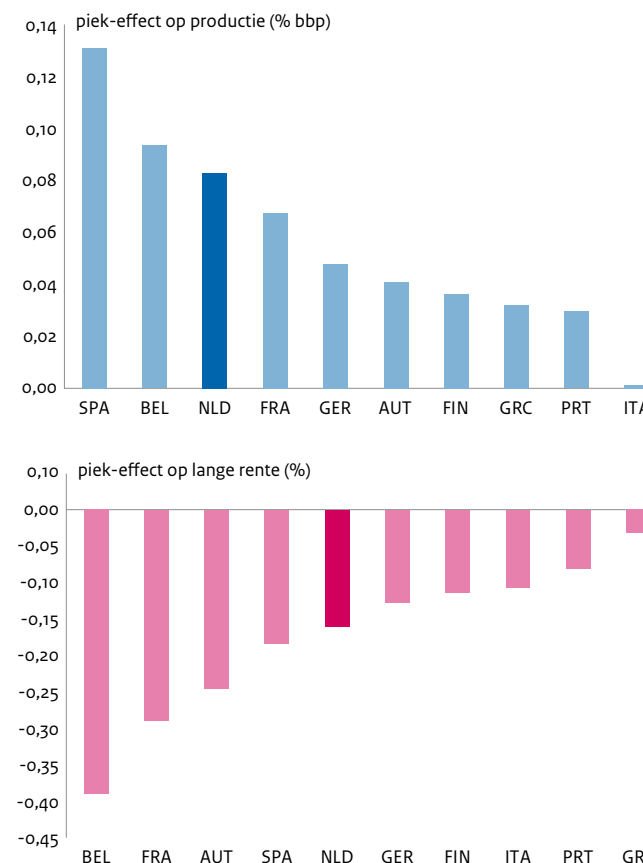
### Effecten op bbp en overheidsrente in Europese landen

De ECB richt het beleid op het gehele eurogebied, niet op specifieke landen. Toch kunnen de resultaten van het beleid wel degelijk verschillen per land, als de transmissiekanalen in het ene land sterker zijn dan het andere. Figuur 3.1 laat per land het maximale effect zien op het bruto binnenlands product (bbp) en de rente op 10-jaars overheidsobligaties in reactie op een verlaging van de schaduwrente met 100 basispunten. Dit volgt uit een empirische analyse, waarin het effect van een onverwachte verandering in de

schaduwrente (de geïdentificeerde schokken van het model in paragraaf 2) op het bbp, inflatie en de lange rente in elke lidstaat wordt geschat.

De effecten op bbp zijn het grootst voor Spanje en relatief klein voor Portugal, Italië en Griekenland. Het grootste effect op de overheidsrente is te zien in België, Frankrijk en Oostenrijk; landen met relatief hoge overheidsschulden die niet deelnemen aan een ESFS of ESM-programma. Griekenland en Portugal hebben de kleinste effecten van schokken in onconventioneel monetair

Figuur 3.1 Piek-effect als reactie van bbp (links) en lange rente (rechts) op tijdelijke 100 basispunten daling van de schaduwrente



Bron: Elbourne e.a. (2017)

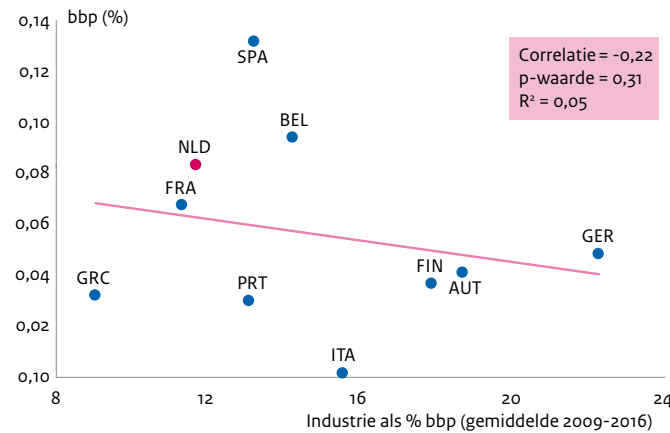
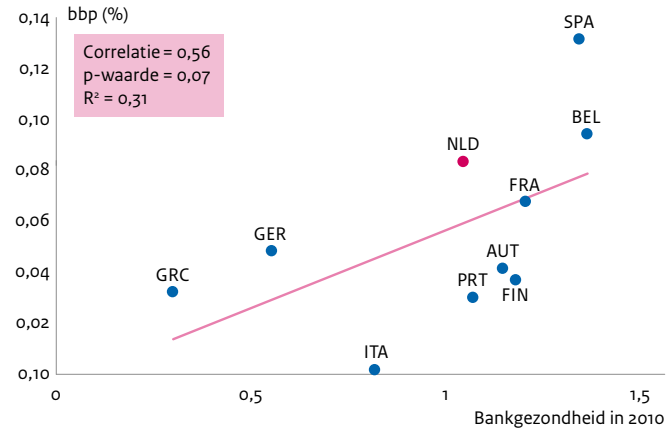
beleid.<sup>5</sup> Dit suggereert dat hun rentevoeten vooral worden beïnvloed door de programma's waaronder ze vallen. Landen met een gezonder bankwezen lijken meer te profiteren van het onconventionele

monetaire beleid. Dit volgt uit een volgende empirische stap, waarin de effecten op bbp en rente wordt gecorreleerd met een indicator voor de gezondheid van banken<sup>6</sup> (zie figuur 3.2). Zowel in landen met een hoge overheids-

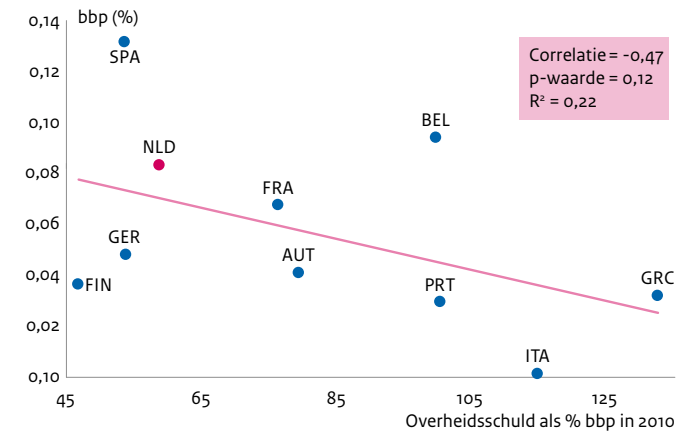
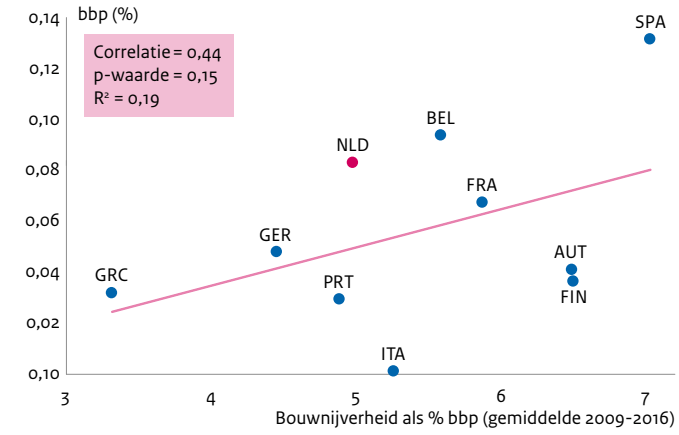
<sup>5</sup> Ierland is hier niet meegenomen omdat de resultaten niet robuust bleken.

<sup>6</sup> We hebben een indicator geconstrueerd voor de gezondheid van banken in een land, die het gemiddelde is van het aandeel probleemleningen, het rendement op de activa en het rendement op eigen vermogen.

Figuur 3.2 Samenhang tussen effect op bbp en economische variabelen



Figuur 3.2 (vervolg) Samenhang tussen effect op bbp en economische variabelen



Bron: Elbourne e.a. (2017). Bankgezondheid is een indicator op basis van non-performing loans, rendement op activa en rendement op eigen vermogen.

schuld die voornamelijk in handen is van lokale banken, als in landen met zwakke banken, leidt een monetaire impuls tot een relatief klein bbp-effect. In normale tijden geven de banken de ontwikkelingen op de financiële markten door via de rente op krediet. In bijzondere tijden werkt dit transmissiekanaal minder goed, vooral bij

banken met een zwakke financiële positie. Andere studies bevestigen dat landen met gezonde banken (hoge kapitaalratio) grotere bbp-effecten van onconventioneel monetair beleid hebben ervaren dan landen met zwakke banken (Boeckx e.a., 2017, Burriel en Galesi, 2016 en Wieladek en Garcia Pascual, 2016).

Onze resultaten suggereren ook dat er een verband is tussen het belang van de bouwsector en de bbp-effecten van onconventioneel monetair beleid. Dit kan samenhangen met de omvang van de hypotheekportefeuille (zie ook Wieladek en Garcia Pascual, 2016). We vinden geen verband tussen de effecten op productie en

het industrieaandeel. De industrie is kapitaalintensief en doet een groot beroep op externe financiering. Volgens Georgiades (2015) is het aandeel van de industrie in het bbp daarom een goede indicator voor de sterkte van het standaard rentekanaal.

# 4

## Terug naar normaal monetair beleid

### Een mogelijk afbouwscenario

Op een zeker moment zal de ECB haar balans weer willen verkorten.<sup>7</sup> Dat creëert meer beleidsruimte wanneer nieuwe negatieve schokken zich voordoen. Door het huidige beleid is er veel liquiditeit in het financiële systeem, maar voor normale tijden is die hoeveelheid te ruim. Het afbouwen van het onconventionele monetaire beleid van de ECB gaat naar verwachting vele jaren duren. Aangekochte obligaties zullen nog jaren op de balans van

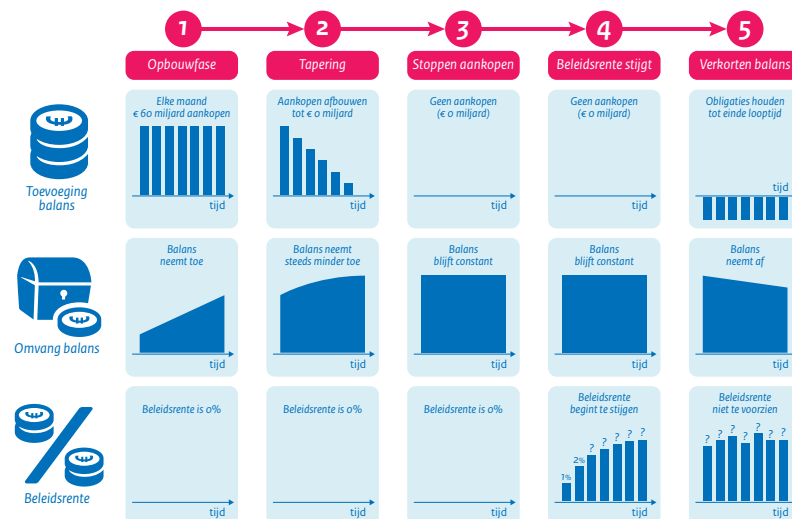
de centrale bank blijven staan. Hoe en wanneer de centrale bank precies gaat terugkeren naar normaal monetair beleid is onbekend. Hieronder schetsen we een mogelijk scenario, dat schematisch in figuur 4.1 is weergegeven.<sup>8</sup>

De ECB zal op enig moment zal aankondigen de netto aankopen af te bouwen of te beëindigen. Het huidige programma loopt tot en met het einde van 2017 (met maandelijkse aankopen ter waarde van 60

<sup>7</sup> Over de wenselijke omvang van de balans is discussie mogelijk. Greenwood e.a. (2016) betogen dat een grote balans van de centrale bank de financiële stabiliteit kan verhogen.

<sup>8</sup> Dit scenario is gebaseerd op eerdere communicatie van de ECB, de [formal guidance](#) van de Fed en de inschatting van het [IMF \(2013\)](#).

Figuur 4.1 Schematisch overzicht van verschillende fasen van kwantitatieve verruiming



miljard euro, waar deze eerder 80 miljard bedroegen), maar kan verlengd of uitgebreid worden wanneer de inflatie nog niet het gewenste pad heeft bereikt. Bij een gunstige ontwikkeling van de inflatie kunnen in 2018 de netto aankopen verder worden beperkt (*tapering*) of helemaal beëindigd. Wanneer de netto aankopen gestopt zijn, vervangt men nog wel de obligaties die het einde van hun looptijd bereiken. Daardoor blijft de omvang van de portefeuille constant. De Amerikaanse centrale bank (Fed) is in oktober 2014

gestopt met netto aankopen, maar nog niet begonnen met het afbouwen van de portefeuille.

De ECB heeft aangekondigd dat de beleidsrentes laag zullen blijven tot na het einde van de netto obligatie-aankopen. Hoe lang het zal duren voordat de beleidsrentes verhoogd worden, is ongewis en zal afhangen van de inflatie<sup>9</sup>. Het verkorten van de balans van het Eurosysteem zal mogelijk pas beginnen wanneer de beleidsrente is gestegen, naar Amerikaans voorbeeld. De

<sup>9</sup> Wel lijkt er discussie te zijn om de depositorente, de rente voor commerciële banken op hun reserves bij de ECB, nog voor het einde van het aankoopprogramma te verhogen. De rente is nu -0,4%, banken moeten dus betalen om hun geld bij de centrale bank te stallen.

Amerikaanse centrale bank geeft aan pas te starten met de verkorting van de balans wanneer de beleidsrente vergaand genormaliseerd is. In dit scenario houdt de ECB de obligaties aan tot het einde van hun looptijd, zoals ook nu al wordt gedaan bij de afwikkeling van eerdere aankoopprogramma's (bijvoorbeeld SMP).<sup>10</sup> Hierdoor is het afbouwproces goed te voorspellen voor de financiële markten, wat de onzekerheid beperkt. Het nadeel is dat de ontwikkeling van de obligatieportefeuille wordt bepaald door het toevallige patroon van de resterende looptijden en niet door economische omstandigheden. De gemiddelde resterende looptijd van de overheidsobligaties is nu ongeveer acht jaar. Naast het aankoopprogramma zijn er nog andere onderdelen van het onconventionele monetaire beleid, die eenvoudiger te stoppen zijn. De herfinancieringsoperaties (LTRO) hebben een vaste termijn van maximaal drie jaren, de TLTRO van vier jaren.

De communicatie van de centrale bank luistert nauw. Al in normale tijden speuren de financiële markten nauwgezet naar signalen over renteveranderingen. In de huidige tijden met een uitzonderlijk lage beleidsrente en een zeer omvangrijke obligatieportefeuille is de interesse extra groot. Uitspraken van leden van de raad van bestuur kunnen leiden tot bewegingen van rentes en wisselkoersen. De exit-strategie van de Europese Centrale Bank is nog niet zo expliciet gemaakt als die van de Amerikaanse centrale bank. Dat geeft de ECB meer flexibiliteit, maar vergroot ook de

onzekerheid op de financiële markten. Meer transparantie zou de onzekerheid kunnen wegnemen, maar vermindert ook de ruimte om adequaat te reageren op nieuwe ontwikkelingen.

### Effecten tijdens de afbouw kunnen anders zijn dan tijdens de opbouw

De effectiviteit van monetair beleid kan afhangen van de stand van de conjunctuur en financiële stress. Empirische studies vinden dat de effecten van monetair beleid kleiner zijn tijdens recessies, maar groter wanneer er stress is in het financiële systeem (verminderde liquiditeit en verhoogde rentespreads).<sup>11</sup> De invoering van het onconventionele monetaire beleid gebeurde op het moment dat er zowel een recessie als financiële stress was. De korte rente was laag en waren er zorgen over deflatie, groei en de gezondheid van Europese banken.

Het verkorten van de ECB-balans zal waarschijnlijk starten in gunstigere economische en financiële omstandigheden dan bij de introductie van het onconventionele beleid. Afbouw zal niet eerder starten dan wanneer de inflatie aan de ECB-doelstelling voldoet. De Nederlandse bankensector is beter gekapitaliseerd dan enkele jaren geleden, maar veel (Zuid-) Europese banken hebben nog steeds een hoog aantal problemleningen op de balans staan (CPB, 2017b).

De omstandigheden zijn dus anders, maar net als bij de opbouw werken de stand van de conjunctuur en de financiële stress in

tegengestelde richting op effectiviteit. Bij een gunstige conjunctuur is de effectiviteit van monetaire verkrapping groter. De effectiviteit is kleiner, doordat de Europese banken er nu beter voor staan. Op basis van bovenstaande zien wij geen overtuigende redenen waarom de effecten in de afbouw-fase anders zullen zijn dan bij de introductie van het onconventionele beleid.

Wel kan door verwachtingsvorming in de markt de afbouw-fase anders uitpakken dan de opbouw-fase. De rol van de verwachtingen omtrent introductie versus de afbouw kunnen we niet goed inschatten. Een deel van het onconventionele monetaire beleid kwam als een verrassing (bijvoorbeeld de omvang van het aankoopprogramma en de OMT) en het programma werd ook enkele malen aangepast. Ook de bekendmaking van het precieze verloop van de afbouw zal verrassingen kunnen bevatten voor de markten. Immers, het afwickelen van de obligatieportefeuille gaat jaren duren, waarbij het niet te zeggen is hoe de conjunctuur en de financiële situatie zich zullen ontwikkelen. Door dergelijke ontwikkelingen kan het tijdpad van de afbouw onverwacht aangepast moeten worden.

### Er zijn ook risico's verbonden aan het verkorten van de balans

De reactie van financiële markten op de afbouw-fase is moeilijk te voorspellen. Toen de Fed in 2013 vrij onverwacht aangaf te overwegen om de aankopen van obligaties te verminderen, volgde een sterke reactie van de financiële markten. Daarentegen is het te verwachten dat het Eurosysteem op een zeker moment de obligatieportefeuille zal afbouwen. Minder bekend is wanneer en hoe dit zal gebeuren. Het gaat bovendien om grote bedragen. Het Eurosysteem zal aan het eind van het jaar voor bijna 2000

miljard euro aan overheidsobligaties op de balans hebben staan. De lange rente veranderde het meest bij de introductie van de aankoopprogramma's. Onbekend is of dit opnieuw gebeurt bij de aankondiging van het beëindigen van het onconventionele monetaire beleid.

De timing van de afbouw luistert nauw. Wanneer de ECB te vroeg start met het verminderen van de aankopen of het verkorten van de balans zou dit de economische opleving kunnen afbreken. Als de ECB te lang wacht met afbouwen is er het risico van oplopende inflatie. Banken kunnen op zoek gaan naar risicovolle beleggingen (*search for yield*), wat een risico is voor de financiële stabiliteit.

<sup>10</sup> Het is ook mogelijk dat de verkorting van de balans van het Eurosysteem conditioneel gemaakt wordt op economische omstandigheden. Dat is minder transparant maar geeft wel flexibiliteit.

<sup>11</sup> Zie bijvoorbeeld Balke (2000), Fry-Mckibbin en Zheng (2016) en Tenreiro en Thwaites (2016).

# 5

## Beleid tijdens de afbouwfase

De voorgaande paragrafen laten zien dat het onconventionele monetaire beleid van de ECB de afgelopen jaren heeft geleid tot lagere rentes op lange-termijn overheidsobligaties en hogere aandelenkoersen in het eurogebied. Ook lijken er positieve effecten te zijn op het bbp en in de inflatie. Tegelijkertijd is er een brede consensus dat de vastberadenheid van de ECB (“*whatever it takes*”), in de vorm van de OMT, een verdere escalatie van de eurocrisis voorkomen heeft. Het prijskaartje van het monetaire beleid bestaat uit monetaire condities die ver van een steady state (evenwicht op lange termijn) verwijderd zijn. De beleidsrente zit op de nullijn en zal daar naar verwachting nog wel even blijven en de balans van het Eurosysteem is sinds het uitbreken van de financiële crisis verdrievoudigd. De volgende uitdaging is een terugkeer naar

meer normale condities. Dat zal gevolgen hebben voor de economie en overheidsfinanciën van de landen in het eurogebied.

### Afbouw van onconventioneel monetair beleid beïnvloedt overheidsbegroting van landen

Op een zeker moment zal de ECB haar balans weer willen verkorten. Dat geeft meer beleidsruimte wanneer nieuwe negatieve schokken zich voordoen. Door het huidige beleid is er veel liquiditeit in het financiële systeem, die voor normale tijden te ruim is.

De afbouw van het onconventionele beleid zal het EMU-saldo van eurolanden negatief beïnvloeden, net zoals het verruimende beleid er een positieve invloed op heeft gehad. De afbouw zal een drukkend effect

hebben op het bruto binnenlands product (bbp) en daarmee op de belastinginkomsten. Daarnaast zal de lange rente op overheidsobligaties toenemen. Tot slot is het mogelijk dat centrale banken door koersverliezen op obligaties op enig moment minder dividenden gaan uitkeren.

Als tijdens de afbouwfase de Europese economie opnieuw in een recessie belandt, komt de ECB voor een lastige afweging te staan. Zolang de beleidsrente nog steeds laag is, blijft het aankoopprogramma van obligaties het belangrijkste instrument om de economie te stimuleren. Maar een goed voorspelbare verkorting van de balans voorkomt verrassingen voor de financiële markten. Deze markten zijn gebaat bij transparantie over de economische omstandigheden waarin de afbouw van de obligatieportefeuille zal worden aangepast.

Vanwege de mogelijk kleinere rol van de ECB bij een nieuwe recessie wordt het begrotingsbeleid van eurolanden nog belangrijker dan in normale tijden. Dit geldt met name wanneer de beleidsrente nog laag is. Het opvangen van negatieve schokken kan via automatische stabilisatoren of via actief begrotingsbeleid, maar beide vereisen budgettaire ruimte (Suyker, 2016).

### Nationale overheden kunnen zich beter voorbereiden op de afbouwfase

Versterking van de economie en verbetering van de overheidsfinanciën helpen overheden om de afbouwfase van onconventioneel monetair beleid goed door te komen en goed voorbereid te zijn op mogelijke nieuwe economische tegenvallers. Dit geldt met name voor de landen die er relatief

minder goed voorstaan. Vooral het niveau van de overheidsschuld en de situatie van banken verschilt per land. Dit kan bepalend zijn voor de gevolgen van de afbouw. Concreet betekent dit dat overheden prudent moeten omgaan met de budgettaire ruimte die bij de huidige gunstige economische groei ontstaat. Daarbij is er wel een afrijsel tussen budgettair beleid om de toekomstige afbouw op te kunnen vangen en de effecten op economische groei op korte termijn. Door het versterken van de bankensector kunnen landen op korte termijn alsnog meer profiteren van het ruime monetaire beleid. Bovendien zijn zij op langere termijn beter in staat om economische tegenslagen op te vangen.

Nederland heeft een goede uitgangssituatie voor de afbouw van het onconventionele ECB-beleid. De Nederlandse overheidsfinanciën staan er goed voor, net als het bankwezen. Wanneer de overheidsrente toeneemt, zal dit het EMU-saldo beïnvloeden, zij het dat de hogere rente alleen betaald hoeft te worden op nieuw uit te geven obligaties. Het ongunstige effect op de economie is voor Nederland wellicht groter dan voor een gemiddeld euroland (zie figuur 3.1), maar de huidige economische groei lijkt robuust. Voor pensioenfondsen en verzekeraars zal een hogere rente per saldo voordelig uitpakken (CPB, 2017a).<sup>12</sup> Voor huishoudens en bedrijven met hoge schulden zal de renteverhoging nadelig zijn.

### Afbouw vraagt om een sterke monetaire unie

De eurocrisis kan weer herleven; het vraagstuk van de houdbaarheid van overheidsschulden kan weer de kop op

<sup>12</sup> Overigens is slechts een deel van de lagere (reken)rente het gevolg van het ECB-beleid (CPB, 2017b)

steken. Een aanleiding daarvoor kan een hogere rente zijn – mede door de afbouw van het onconventionele monetaire beleid. Het is denkbaar dat een aantal landen (banken en/of overheden) opnieuw in financiële moeilijkheden komt en een beroep moet doen op andere lidstaten. Vooral in landen met een hoge overheids-schuld zal de renteverhoging invloed hebben op het EMU-saldo. Van die landen kampt Italië ook nog met een zwakke bankensector.

Het risico bestaat dat lange termijn rentes tussen landen opnieuw gaan divergeren, mogelijk met speculatie en kapitaalvlucht als gevolg. Deze divergentie kan optreden als financiële markten in de afbouwfase reden zien om te twijfelen aan de bereidheid van de ECB om de euro ten koste van alles te steunen, of aan de bereidheid en capaciteit van landen om hun economie en beleid af te stemmen op de eisen die de monetaire unie stelt.

De kans op een nieuwe eurocrisis is wel verminderd, doordat onder druk van de financiële crisis de institutionele vormgeving van de Economische en Monetaire Unie is verbeterd. Het Europees Stabiliteitsmechanisme is opgericht; een fonds dat eurolanden met te hoge overheidsschulden financieel bijstaat, onder voorwaarde van het volgen van hervormingsprogramma's. De ECB zal indien nodig via de OMT obligaties aankopen van landen die in een ESM-programma zitten. Dat moet speculatie met overheidsschulden voorkomen. Tot slot is er gestart met een bankenunie, die uiteindelijk de wederzijdse afhankelijkheid tussen banken en overhe-

den moet doorbreken. Of dit voldoende is, is onduidelijk.

Het kan blijken dat meer risicodeling in de EMU noodzakelijk is om te overleven als muntunie.<sup>13</sup> Het is onduidelijk of de muntunie nu een echte *lender of last resort* (kredietverstrekker in laatste instantie) voor overheden heeft. Is de ECB bereid en in staat om voor een groot euroland ongelimiteerd obligaties aan te kopen volgens het OMT-programma? Dit is nog nooit getest. De bankenunie is ook nog niet compleet. Zo is er geen Europees depositogarantiestelsel en hebben overheidsobligaties op de balans van banken een nihil risicogewicht. Hierdoor wordt de wederzijdse afhankelijkheid van banken en overheden aangezwengeld. Er is ook meer risicodeling mogelijk via een hogere begroting van de Europese unie, waarbij meer posten worden gefinancierd op Europees niveau. Ook de introductie van Europese obligaties is een manier om risico's te delen in een monetaire unie.

Meer risicodeling is niet zonder problemen. Een potentieel probleem is moreel gevaar; wanneer landen weten dat ze steun ontvangen als hun schulden te hoog worden, is het mogelijk dat ze meer schulden aangaan dan ze zonder risicodeling gedaan zouden hebben. De kosten van te hoge schulden worden immers verlaagd door risicodeling. Een ander probleem is hoe om te gaan met schulden uit het verleden. Een gezamenlijke garantie voor de huidige schulden betekent impliciet dat landen met lage overheidsschulden betalen voor landen met hoge overheidsschulden. Het invoeren van de garantie voor nieuwe schulden beperkt in eerste instantie het nut ervan.

Het delen van meer risico's in Europa ligt bovendien politiek gevoelig. De economische problemen (moreel gevaar en schulden uit het verleden) zijn wellicht te adresseren met de juiste vormgeving. Maar het draagvlak om meer samen te werken in Europa lijkt af te nemen, getuige de toenemende populariteit van eurosceptische partijen. Wanneer de politieke wil om meer risico's te delen ontbreekt, zal in geval van nood toch weer naar de ECB worden gekeken.

<sup>13</sup> Zie Van Beers e.a. (2014) voor een empirische analyse die de risicodeling in het eurogebied vergelijkt met die in de Verenigde Staten.

# Literatuur

Altavilla, C., D. Giannone en M. Lenza, 2016, The Financial And Macroeconomic Effects Of OMT Announcements, *International Journal of Central Banking*, vol. 12, nr. 3, pag. 29-57

Andrade, P., J. Breckenfelder, F. De Fiore, P. Karadi en O. Tristani, 2016, The ECB's asset purchase programme: an early assessment, ECB Working paper no 1956

Balke, N. S., 2000, Credit and Economic Activity: Credit Regimes and Nonlinear Propagation of Shocks, *Review of Economics and Statistics*, vol. 82, nr. 2, pag. 344-349.

Beers, N. van, M. Bijlsma en G. Zwart, 2014, Cross-Country Insurance Mechanisms in Currency Unions: An Empirical Assessment, CPB Achtergronddocument

Boeckx, J., M. Dossche en G. Peersman, 2017, Effectiveness and Transmission of the ECB's Balance Sheet Policies

Burriel, P., en A. Galesi, 2016, Uncovering The Heterogeneous Effects Of ECB Unconventional Monetary Policies Across Euro Area Countries, Banco de Espana Working paper nr. 1631

Ciocyte, O., S. Muns en M. Lever, 2016, Determinants of long-term interest rates, CPB achtergronddocument

CPB, 2017a, Effecten van bodem in rekenrente voor pensioenfondsen, CPB Notitie, 30 januari 2017

CPB, 2017b, CPB Risicorapportage Financiële Markten 2016, CPB Notitie, 6 juni 2017

Damjanović, M., en I. Masten, 2016, Shadow short rate and monetary policy in the Euro area, *Empirica*, vol. 43, pag. 279-298.

ECB, 2016, The ECB's monetary policy response to disinflationary pressures, speech by Peter Praet, 7 april 2016.

Elbourne A., K. Ji en S. Duijndam, 2017, The effects of unconventional monetary policy in the euro area, CPB discussion paper (forthcoming)

Fry-Mckibbin, R., en J. Zheng, 2016, Effects of the US monetary policy shocks during financial crises—a threshold vector autoregression approach, *Applied Economics*, vol. 48, nr. 59, pag. 5802-5823.

Gambacorta, L., B. Hofmann en G. Peersman, 2014, The Effectiveness of Unconventional Monetary Policy at the Zero Lower Bound: A Cross-Country Analysis, *Journal of Money, Credit and Banking*, vol 46, nr 4, pag. 615-42.

Greenwood, R., S.G. Hanson en J.C. Stein, 2017, The Federal Reserve's Balance Sheet as a Financial-Stability Tool, Economic Symposium Conference Proceedings (Federal Reserve Bank of Kansas City)

Haldane, A.G., M. Roberts-Sklar, T. Wieladek en C. Young, 2016, QE: the story so far, Bank of England Staff Working Paper nr. 624

Suyker, W., 2016, Opties voor begrotingsbeleid, CPB Policy brief 2016/02.

Tenreiro, S., en G. Thwaites, 2016, Pushing on a String: US Monetary Policy Is Less Powerful in Recessions." *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 8, nr. 4, pag. 43-74.

Wieladek, T., en A. Garcia Pascual, 2016, The European Central Bank's QE: A New Hope, CESifo Working paper no. 5946

Wu, J.C., en F.D. Xia, 2016, Measuring the Macroeconomic Impact of Monetary Policy at the Zero Lower Bound, *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol. 48, nr 2-3, pag 253-291.





Dit is een uitgave van:

Centraal Planbureau  
Postbus 80510 | 2508 GM Den Haag  
T (088) 984 60 00

Juni 2017