

**Rabobank**

## ECB in actie: inflatierisico's op de langere termijn hanteerbaar

*Sinds het uitbreken van de eurocrisis heeft de ECB onconventionele maatregelen van ongekende omvang genomen. Vooral nog heeft dit nog niet geleid tot een explosie van de geldhoeveelheid. In dit Themabericht leggen we uit dat ook de inflatierisico's op de langere termijn in principe goed te beteugelen zijn.*

### **Noodzakelijke onconventionele ingrepen**

In normale tijden bestaat het monetaire beleid vooral uit het vaststellen van de optimale beleidsrente. Via de interbancaire geldmarktrente wordt dan –in combinatie met verwachtingen over de toekomstige korte rente– de gehele rentestructuur beïnvloed. En langs dat kanaal beïnvloedt het monetaire beleid de ontwikkeling van de economische activiteit en de inflatie. Stabiliteit van deze laatste grootheid op een niveau van 'dichtbij, maar lager dan 2%' is het beleidsdoel van de ECB.

Met het uitbreken van de internationale kredietcrisis, de hierop volgende banken- en economische crisis en de momenteel actieve eurocrisis heeft de centrale bank zich echter beïndrukt van een hele waslijst aan onconventionele ingrepen. Leningen aan het eurozone bankwezen werden met steeds langere looptijden verstrekt, de kwaliteitseisen aan het vereiste onderpand zijn een aantal keren versoepeld, bij veilingen van de leningen is in plaats onvolledige toewijzing aan de hoogste bidders nu sprake van volledige toewijzing. Daarnaast heeft de ECB obligatiemarkten ondersteund door zelf als koper van obligaties op te treden. Themabericht 2012/04 legt uit hoe dit alles voornamelijk niet heeft geleid tot een explosie van de geldhoeveelheid.

In dit Themabericht bekijken we de inflatierisico's op de langere termijn. Die kleven met name aan de aankoop van staatsobligaties van de eurolanden en de verstrekking van 3-jaars

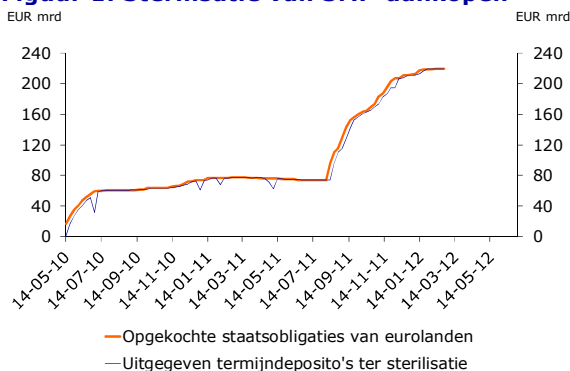
financiering aan het eurozone bankwezen. De neutralisatie van de impact op de geldhoeveelheid zoals die momenteel plaatsvindt, is namelijk op termijn niet gegarandeerd. Bovendien zijn de ingrepen ongekend omvangrijk.

### **Aankopen van staatsobligaties**

Om wanordelijk functionerende staatsobligatiemarkten van een aantal zwakke of kwetsbare eurolanden te ondersteunen, heeft de ECB onder haar *Securities Market Programme* (SMP) in de loop der tijd een aanzienlijke hoeveelheid van deze stukken opgekocht. De aankopen worden momenteel wekelijks actief geneutraliseerd (in vakjargon: gesteriliseerd). De ECB doet dit door termijndeposito's aan te bieden aan de banken, die langs deze weg middelen bij de ECB voor langere tijd kunnen stallen. Hiermee wordt het extra geld dat met de obligatie aankoop in omloop werd gebracht, weer tijdelijk uit het economisch verkeer gehaald (figuur 1). Momenteel en voor de nabije toekomst zal dit afdoende zijn om de aankopen van staatsobligaties door de ECB volledig te neutraliseren voor wat betreft hun impact op de maatschappelijke geldhoeveelheid. Er bestaat immers een situatie van excessieve liquiditeit in het Europese bankensysteem, terwijl banken elkaar tegelijkertijd nog altijd onvoldoende vertrouwen om overtollige middelen aan elkaar uit te lenen zoals dat in de normale tijden van voor de financiële crisis gebeurde. Enorme hoeveelheden overtollige liquiditeiten worden derhalve dagelijks bij de ECB op de deposito-faciliteit gestort, op het moment van schrijven ligt dat bedrag rond €800 mrd (figuur 2). Die faciliteit is veilig, maar kent een prijskaartje, aangezien de rente  $\frac{3}{4}$  procent lager ligt dan het percentage waartegen de ECB de grote hoeveelheden leningen aan de banken verstrekt. Een termijndeposito van de ECB biedt in dat opzicht een minder liquide, maar even veilig en beter renderend alternatief,

waardoor de ECB de momenteel de aangekochte staatsobligaties (€213,5 mrd) moeiteloos kan steriliseren.

**Figuur 1: Sterilisatie van SMP-aankopen**



Bron: Reuters EcoWin

Op termijn zal dat echter niet het geval blijven. Op enig moment zal namelijk herstel van vertrouwen in en binnen het Europese bankensysteem plaatsvinden. Op dat moment kunnen banken de door de ECB aangeboden termijndeposito's minder aantrekkelijk gaan vinden dan alternatieve toepassingen van die middelen, bijvoorbeeld het weer onderling uitlenen, aankopen van waardepapier in de markt, of inzetten ten behoeve van extra kredietverlening. En dit alles zonder dat de ECB daar controle over heeft, zodat hiermee mogelijk het behalen van het inflatiedoel bemoeilijkt wordt.

De ECB kan er dan uiteraard voor kiezen om de voorwaarden van de aangeboden termijndeposito's te verbeteren, concreet door er een hogere rente op te gaan vergoeden. Of zij kan ervoor kiezen om haar portefeuille met staatsobligaties af te gaan bouwen. Dat laatste herbergt een risico, aangezien grootschalige verkopen van staatsobligaties de betreffende obligatiemarkten in beroering kunnen brengen; de prijzen onder druk zetten en de rendementen omhoog stuwten. Wat bij een dergelijk gedwongen afbouw van de staatsobligatieportefeuille uiteraard meezit, is het gegeven dat de algemene situatie in economie en markten op dat moment een stuk is verbeterd, zodat het afstoten van (delen van) de obligatieportefeuille in elk geval enigszins door de markt geabsor-

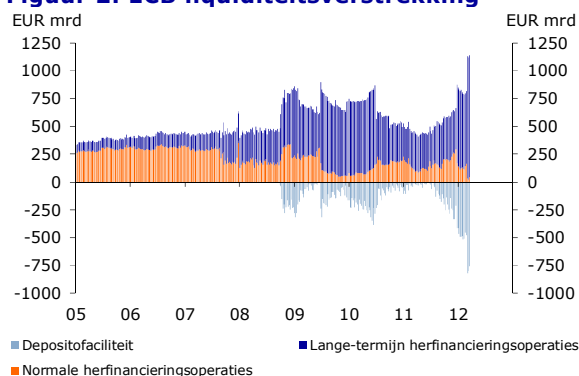
beerd zou moeten kunnen worden. Het is echter niet gezegd dat het vertrouwen in de leningen van de kwetsbare eurozone landen van nu even snel herstelt als het vertrouwen in het eurozone bankwezen als geheel.

De ECB heeft echter nog altijd een troefkaart in handen in de vorm van de kasreserveverplichting, de fractie van de uitzettingen die banken bij de centrale bank moeten aanhouden. Door deze te verhogen op het moment dat de verstrekte leningen niet meer vrijwillig geneutraliseerd worden, kan de ECB deze neutralisatie in feite afdwingen. Anders dan bij de hierboven besproken maatregelen, kleven er aan verhoging van de kasreserveverplichting geen ongewenste bijwerkingen; een geldoverschot in wording wordt ermee in de kern aangepakt en in de kiem gesmoord.

### Liquiditeitsverstrekking aan bankwezen

In december 2011 en februari 2012 verstrekte de ECB in een tweetal veilingen (*tenders*) voor een totaalbedrag van €1.018 mrd aan 3-jaars leningen aan het eurozone bankwezen (figuur 2). Hiermee reageerde de ECB op de vicieuze cirkel die was ontstaan, waarin zorgen over de kredietwaardigheid van eurozone overheden en die van nationale bankensystemen elkaar versterkten (zie *Themabericht 2012/04* voor meer detail). Aan deze –noodzakelijke– ingrepen kleven op de langere termijn twee risico's.

**Figuur 2: ECB liquiditeitsverstrekking**



Bron: Reuters EcoWin

Het eerste risico is dat de algemene financieel-economische situatie binnen drie jaar aanmer-

kelijk verbetert, waarmee de banken bovenop de door de ECB verstrekte financiering op eigen kracht extra financiering kunnen aantrekken en die gezamenlijk gaan inzetten voor het verstrekken van extra kredieten. De neutralisatie geschiedt momenteel op vrijwillige basis en op initiatief van de banken –door afstorting van overtollige liquiditeit op de depositofaciliteit van de ECB– en is daarmee in principe op dagbasis terug te draaien door de banken.

De ruimte voor de ECB om deze neutralisatie op alternatieve wijze voort te zetten, lijkt beperkt. Zo hebben banken hun kortlopende leningen van de ECB sterk afgebouwd in de aanloop naar de 3-jaars veilingen, van €291 mrd vlak voor de eerste 3-jaars veiling tot tot €60 mrd op het moment van schrijven (figuur 2). Via de (reguliere) wekelijkse veilingen van leningen is de ECB momenteel dus slechts in staat om €60 mrd 'terug te halen,' te neutraliseren, als zij merkt dat de 3-jaars leningen onwenselijk sterk doorwerken op de kredietverlening en langs dat kanaal de inflatiedoelstelling in gevaar brengen. Binnen de totale balans van de ECB zijn er nog andere alternatieven, maar de omvang van de verstrekte 3-jaars leningen beperkt ook daar de speelruimte.<sup>1</sup>

Het tweede risico betreft de vraag of de €1018 mrd aan financiering die de eurozone banken eind 2014 en begin 2015 ineens aan de ECB moeten terugbetalen, door de banken volledig kan worden geherfinancierd in de markt, ongeacht de algehele financieel-economische situatie. Hier doet zich het risico voor dat de monetaire transmissie –het doorwerken van het liquiditeitsbeleid naar de bredere kredietverlening aan huishoudens en bedrijven– sneller herstelt dan de bancaire financieringsmarkten. Hierdoor zou de ECB zich vanuit het oogpunt

<sup>1</sup> Renteverhoging door de ECB kan in het 2<sup>e</sup> en 3<sup>e</sup> jaar voortijdige terugbetaling van de verstrekte 3-jaars financiering uitlokken en dus worden ingezet ter ondersteuning van neutralisatie. Aangezien deze rente echter concurreert met de rente voor termijfinanciering aan banken, mogen hier evenmin wonderen van worden verwacht.

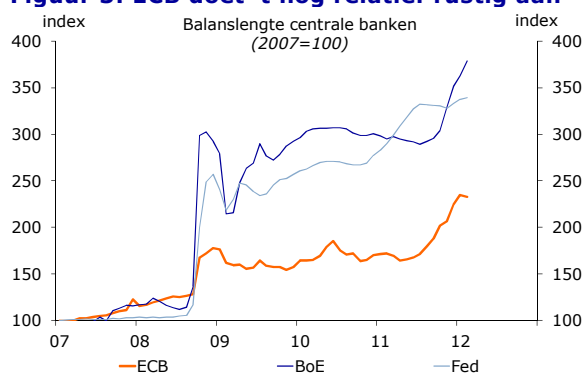
van stabiliteit van de bankensector gedwongen kunnen zien om de 3-jaars leningen deels door te rollen, ongeacht of de financieel-economische situatie wellicht al anders vereist.

Ook in dit geval kan de ECB een ongewenste toename van de geldhoeveelheid echter bestrijden door middel van verhoging van de verplichte kasreserves voor banken. De inflatierisico's lijken dus ook op de langere termijn goed hanteerbaar.

### Andere centrale banken deden nog meer

In de nauw verweven mondiale economie hoeven de grootste risico's niet eens van eigen makelij te zijn en dat geldt in dit geval ook voor de inflatierisico's. De Amerikaanse Fed en de Britse centrale bank (Bank of England, BoE) namen zo mogelijk nog omvangrijkere onconventionele maatregelen. Figuur 3 toont dit aan de hand van de ontwikkeling van de totale balanslengte van deze centrale banken. De Fed heeft voor vele honderden miljarden aan problematische obligaties opgekocht, waaronder voor \$1250 mrd aan gebundelde en herverpakte pakketjes van Amerikaanse hypotheekleningen. Daarnaast werd voor ruim \$600 mrd aan Amerikaanse staatsobligaties aangekocht. Dit alles om enerzijds disfunctionerende markten te ondersteunen en anderzijds om de (lange) rente voldoende te kunnen verlagen dat dit de economische activiteit zou ondersteunen.

**Figuur 3: ECB doet 't nog relatief rustig aan**



Bron: Reuters EcoWin

De BoE beoogt met haar kwantitatieve verruiming momenteel voor £325 mrd aan obligaties

op te kopen, vrijwel uitsluitend staatsobligaties. Van al het uitgegeven Britse staatspapier heeft de BoE inmiddels ongeveer één derde in haar bezit.<sup>2</sup> Het mag duidelijk zijn dat voor deze centrale banken de snelle omkeerbaarheid van de genomen maatregelen een inflatierisico kan vormen voor de langere termijn.

### Risico's beperkt op de korte termijn

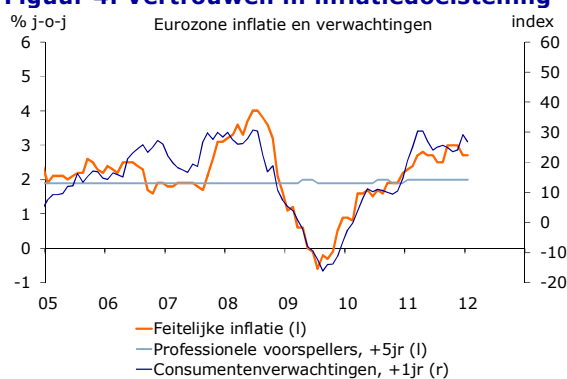
Op de korte termijn is er van oplopende prijsdruk in de economieën van de eurozone, VS, of VK nauwelijks sprake. De Grote Recessie van 2009 heeft grote gaten geslagen in de economische activiteit en het herstel van 2010 en 2011 was bij lange na niet voldoende om die te dichtten. Waar bijvoorbeeld de eurozone economie in de periode 1995-2007 in volumetermen jaarlijks met gemiddeld 2¼% groeide, werd het herstel na de Grote Recessie (4% krimp van de economische activiteit) gekenmerkt door schamele groeivoeten van 1¾% en 1½% in respectievelijk 2010 en 2011.<sup>3</sup>

De diepe recessie en het uitermate bescheiden herstel hebben de werkloosheid stevig laten oplopen, in de eurozone tot boven 10% in

2011 vanaf 7½% voorafgaand aan de Grote Recessie. De arbeidsmarkten zijn dus ruim en gegeven het verwachte economische herstel – mede het gevolg van aanhoudende benodigde bezuinigingen door overheden – zullen ze dat ook nog wel enige tijd blijven.<sup>4</sup> De loon- en prijsdruk die hier op korte termijn van uitgaat zal dan ook uitermate beperkt zijn.<sup>5</sup>

Vanuit die invalshoek is goed te begrijpen dat noch de feitelijke, noch de verwachte inflatie noemenswaardig is opgelopen, ondanks de ongekend ingrijpende onconventionele monetaire maatregelen van de ECB en haar collega centrale banken (figuur 4). Energieprijsontwikkelingen duwden de eurozone inflatie in 2008 ruimschoots boven de ECB doelstelling van 'dichtbij, maar lager dan 2%' en doen dat momenteel weer. De kort vooruitkijkende consumentenverwachtingen pikken dat op. Echter, de vijf jaar vooruitkijkende ECB-enquête onder professionele voorspellers geeft nog altijd aan dat de inflatieverwachtingen in de eurozone goed verankerd zijn op een niveau dat consistent is met de inflatiedoelstelling van de ECB.

**Figuur 4: Vertrouwen in inflatiedoelstelling**



Bron: Reuters EcoWin, Europese Centrale Bank

### Conclusie

*Vooralsnog hebben de buitengewoon omvangrijke ECB-ingrepen in de geld- en staatsobligatiemarkten van de eurozone niet geleid tot oplopende inflatie(verwachtingen). Mochten inflatierisico's nadrukkelijker gaan opspelen wanneer het economische herstel postvat, dan kan de ECB alsnog adequaat corrigeren. Zij kan een geldoverschot in wording uiteindelijk namelijk te allen tijde wegnemen door de kasreserveverplichting van de banken te verhogen.*

april 2012

Allard Bruinshoofd (030 – 216 3272)

W.A.Bruinshoofd@rn.rabobank.nl

www.rabobank.com/economie

<sup>2</sup> De Britse staatsschuld beslaat naast de uitgegeven staatsobligaties, bijvoorbeeld ook uit schulden van staatsbedrijven. Van de totale Britse staatsschuld heeft de BoE ongeveer een kwart in handen.

<sup>3</sup> De VS en het VK kenden in de periode 1995-2007 een gemiddeld hogere volumegroei van de economische activiteit (3%). Het herstel van de Grote Recessie (respectievelijk 2½% en 5% krimp) was in beide economieën echter ook zeer bescheiden. Alleen de VS slaagde erin om in hersteljaar 2010 de gemiddelde groei van voor de recessie te evenaren, al zakte ook hier de groei in 2011 al weer terug.

<sup>4</sup> Zie *Rabobank Economisch Kwartaalbericht*, maart 2012 op [www.rabobank.com/economie](http://www.rabobank.com/economie).

<sup>5</sup> In Themabericht 2010/32 'Op weg naar deflatie?' bespraken wij in deze context juist nog het deflatierisico.