

2014-12-24

PERSCOMMUNIQUÉ

Effectiviteit en transmissie van de balansmaatregelen van de ECB

door Jef Boeckx, Maarten Dossche en Gert Peersman

NBB Working Paper No 275 - Research Series

In deze working paper worden de effecten geraamd van de niet-conventionele maatregelen die de ECB tussen 2008 en 2013 heeft genomen. Een inschatting van de macro-economische effecten van wijzigingen in de balans van de centrale bank is vandaag bijzonder relevant. In de zomer van 2014 kondigde de Raad van Bestuur van de ECB immers nieuwe niet-conventionele beleidsmaatregelen aan: naast de gerichte herfinancieringstransacties met een looptijd tot vier jaar werd ook gestart met de aankopen van gedekte obligaties en asset-backed securities. Die maatregelen beogen de omvang van de balans opnieuw naar het peil van begin 2012 te brengen. Hoewel het momenteel nog voorbarig is om de macro-economische impact van deze maatregelen te evalueren, helpt deze paper evenwel een beeld te schetsen van de impact die de beoogde uitbreiding van de balans op de economie van het eurogebied kan hebben.

Deze paper raamt een structureel vector-autoregressief model van de economie van het eurogebied over de periode 2008-2013, toen de centralebankbalans ook markante schommelingen liet optekenen. Aangezien de centrale bank tijdens het grootste gedeelte van die periode iedere vraag naar liquiditeiten volledig inwilligde, werden de veranderingen in de omvang van de balans evenwel voornamelijk gedreven door wijzigingen in de vraag naar centralebankfinanciering vanwege de banken, eerder dan door nieuwe maatregelen van de monetairbeleidsmakers. Om de impact van balansmaatregelen op de financiële voorwaarden en de macro-economie correct in te schatten, moet dan ook op een gepaste manier rekening worden gehouden met dit endogeen karakter van het verloop van de centralebankbalans. Tegen die achtergrond worden in deze paper exogene veranderingen in de grootte van de balans geïdentificeerd door een aantal intuïtieve beperkingen (zogenoemde 'nul'- en tekenrestricties) op te leggen met betrekking tot de impact van een dergelijke balansschok op de macro-economie en de spanningen in de financiële sector.

Het verloop van de balansschokken – en dus het gebruikte identificatieschema – is geloofwaardig aangezien het belangrijke beslissingen vat met betrekking tot de balans van de ECB, bijvoorbeeld de invoering van fixed-rate full allotment en de twee driejaars LTRO's. Na exogene stijgingen in de centralebankbalans groeit de economische bedrijvigheid sneller en trekt de inflatie aan, hoewel de impact daarvan tijdelijk is. Bovendien is het macro-economisch effect van een niet-conventioneel monetair beleid kwalitatief vergelijkbaar met dat van een traditioneel rentebeleid. Balansmaatregelen kunnen de macro-economie dus helpen stabiliseren, wat een interessante bevinding is tegen de achtergrond van de lage-inflatieomgeving die de nominale beleidsrente naar haar ondergrens heeft gebracht.

In de beschouwde periode verliep de transmissie van het niet-conventioneel monetair beleid van de ECB via de financiële markten en instellingen: na een expansieve schok in de balans stijgen de aandelenprijzen, daalt de lange rente en verkleinen de rentepremies op Europese overheidsobligaties ten opzichte van de Duitse Bund. Bovendien krimpen ook de CDS-spreads van de banken, versoepelen deze laatste hun kredietvoorwaarden en verlagen ze de rentetarieven op nieuwe leningen die zodoende sneller groeien.

In deze paper worden aanzienlijke verschillen vastgesteld in de transmissie van niet-conventioneel monetair beleid in de landen van het eurogebied. De economische bedrijvigheid groeit blijkbaar sterker in de landen die door de financiële crisis minder zwaar worden getroffen. Deze paradoxale bevinding kan ook anders worden geïnterpreteerd: de impact op het bbp in de diverse landen blijkt immers sterk gecorreleerd te zijn met de kapitalisatie van de banken in die landen. Het is inderdaad aannemelijk dat de transmissie van liquiditeitsondersteuning door de centrale bank naar nieuwe leningen aan de reële economie minder vlot verloopt in banken met een weinig solide solvabiliteitspositie. Wordt deze bevinding door verder onderzoek bevestigd, dan beklemtoont ze het belang van maatregelen die erop gericht zijn de solvabiliteitspositie van de banken te vrijwaren en te versterken. In dat opzicht zouden de succesvolle beëindiging van de Alomvattende Beoordeling (Comprehensive Assessment) en de kapitaalversterkende maatregelen die erop volgden, een goede transmissie van het monetair beleid – inclusief van maatregelen inzake de omvang en samenstelling van de centralebankbalans – moeten helpen vrijwaren.