

# Het abc van de kwantitatieve versoepeling of een inleiding over de aankopen van activa door centrale banken

N. Cordemans  
M. Deroose  
M. Kasongo Kashama  
A. Stevens<sup>(\*)</sup>

## Inleiding

Op 22 januari 2015 kondigde de Raad van Bestuur van de Europese Centrale Bank (ECB) de start aan van een 'uitgebreid programma voor de aankoop van activa'. Via dat programma wilde ze maandelijks voor € 60 miljard effecten van de overheidssector en de private sector van het eurogebied aankopen. Op 10 maart 2016 werden de maandelijkse aankopen opgetrokken tot € 80 miljard en werd er aangekondigd dat ook, voor het eerst, bedrijfsobligaties van de niet-financiële sector zouden worden gekocht.

Dergelijke activa-aankopen maken deel uit van een zogeheten 'niet-conventioneel' monetair beleid en staan dus los van de wijzigingen in de beleidsrentes; ze worden 'kwantitatieve versoepeling' genoemd omdat ze leiden tot een verruiming van de beschikbare geldhoeveelheid. Ze blijken uitermate geschikt in een omgeving van lage inflatie, wanneer de beleidsrentes hun ondergrens naderen en het traditioneel monetair beleid dus niet veel speelruimte meer heeft. Ze hebben evenwel hetzelfde doel: het drukken van de reële financieringskosten om de economische bedrijvigheid te stimuleren en de prijsstabiliteit – de primaire

doelstelling van het monetair beleid in het eurogebied – te handhaven.

In dit artikel wordt meer bepaald getracht uit te leggen waarom een centrale bank een programma voor het aankopen van activa invoert, en op welke wijze dat bijdraagt aan haar doelstelling van prijsstabiliteit. Het artikel bestaat uit twee duidelijk onderscheiden hoofdstukken. Uitgaande van de situatie in het eurogebied worden in het eerste hoofdstuk de doelstellingen en de werking van het traditioneel monetair beleid samengevat; daarbij wordt ingegaan op de eventuele verstoringen van dat beleid en op de grenzen ervan. In het tweede hoofdstuk wordt de kwantitatieve versoepeling toegelicht die de centrale bank uitdrukkelijk in staat stelt die grenzen te verleggen. Zonder exhaustief te willen zijn, wordt in dit hoofdstuk getracht de voornaamste mechanismen uit te leggen van een programma voor de aankoop van activa. Daarbij wordt vooral nagegaan op welke wijze een dergelijk programma de reële financieringsvoorwaarden in de economie en de geldcreatie beïnvloedt. Daarna wordt besproken welke gevolgen de activa-aankopen hebben voor de overheidsfinanciën en voor de liquiditeit in het bankwezen.

## 1. 'Traditioneel' versus 'niet-conventioneel' monetair beleid

In het eurogebied is de hoofddoelstelling van het monetair beleid het stabiel houden van de prijzen. Prijsstabiliteit werd

(\*) De auteurs danken Jef Boeckx voor zijn waardevolle opmerkingen en suggesties.

(1) Eenvoudigheidshalve worden de termen Europese Centrale Bank (ECB) en Eurosysteem in dit artikel als gelijkwaardig beschouwd. Daarbij zij echter opgemerkt dat het Eurosysteem bestaat uit de ECB en alle nationale centrale banken van de landen van het eurogebied. Hoewel de monetairbeleidsbeslissingen worden genomen door de Raad van Bestuur van de ECB, worden ze uitgevoerd op het niveau van het Eurosysteem.

door de Raad van Bestuur van de ECB gedefinieerd als een inflatiegraad van minder dan, maar dicht bij 2% op middellange termijn. Dat peil wordt beschouwd als passend om een duurzame economische groei te bevorderen en om zich te wapenen tegen het deflatierisico, dus tegen een algemene daling van het prijspeil. De door de ECB genomen monetairbeleidsmaatregelen beogen die doelstelling te realiseren met inachtneming van de macro-economische en financiële vooruitzichten voor het eurogebied.

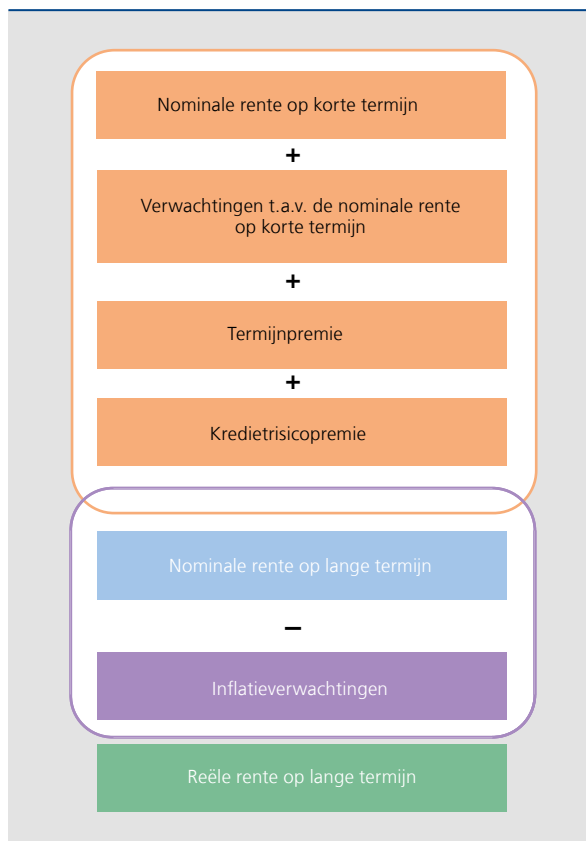
Afhankelijk van de situatie tracht de ECB de economische bedrijvigheid te ondersteunen of af te remmen via een aanpassing van de financieringsvoorwaarden voor de huishoudens, de ondernemingen en de overheid. Met haar monetairbeleidskoers beoogt ze concreet de reële lange rentes te sturen – dat zijn de nominale rentetarieven na aftrek van de inflatieverwachtingen –, op basis waarvan de economische subjecten hun consumptie-, spaar- en investeringsbeslissingen nemen. Haar maatregelen worden gestuurd door de macro-economische context, maar ook door de financiële omgeving, de financiële structuur van de economie en de beschikbare bewegingsruimte voor elk monetairbeleidsinstrument.

#### TRADITIONEEL MONETAIR BELEID

In normale tijden reageert de ECB op schokken die de economie van het eurogebied treffen door haar beleidsrentes aan te passen, dat zijn de rentes waartegen ze de commerciële banken leningen op korte termijn verstrekt en waartegen ze de deposito's die deze banken bij haar aanhouden, vergoedt. Zodoende probeert ze de algemene financieringsvoorwaarden in de economie te beïnvloeden teneinde de bedrijvigheid dichterbij de buurt van het evenwichtspeil te brengen en de inflatie nauwer te laten aansluiten bij haar doelstelling.

Tijdens een recessie, bijvoorbeeld, wanneer de productie tot onder het potentiële niveau daalt en de inflatie zich onder de doelstelling bevindt, verlaagt de ECB haar beleidsrentes. Die verlaging uit zich rechtstreeks in de geldmarktrentes, waartegen de banken onderling liquiditeiten op korte termijn uitwisselen. Ze wordt voor een deel ook weerspiegeld in de langerlopende rentes, die het resultaat zijn van de verwachtingen ten aanzien van de toekomstige kortetermijnrentes<sup>(1)</sup>, alsook van premies: bijvoorbeeld een termijnpremie, die de onzekerheid over

**GRAFIEK 1** DE COMPONENTEN VAN DE REËLE RENTE OP LANGE TERMIJN



het verloop van de korte rentes tijdens de beschouwde periode compenseert, en een kredietrisicopremie, die het wanbetalingsrisico van de debiteur compenseert. Voor zover de inflatieverwachtingen stevig verankerd blijven – op een niveau in de buurt van de definitie van prijsstabiliteit – werkt de verlaging van de nominale langetermijnrente ten slotte volledig door in de reële rente op langere termijn.

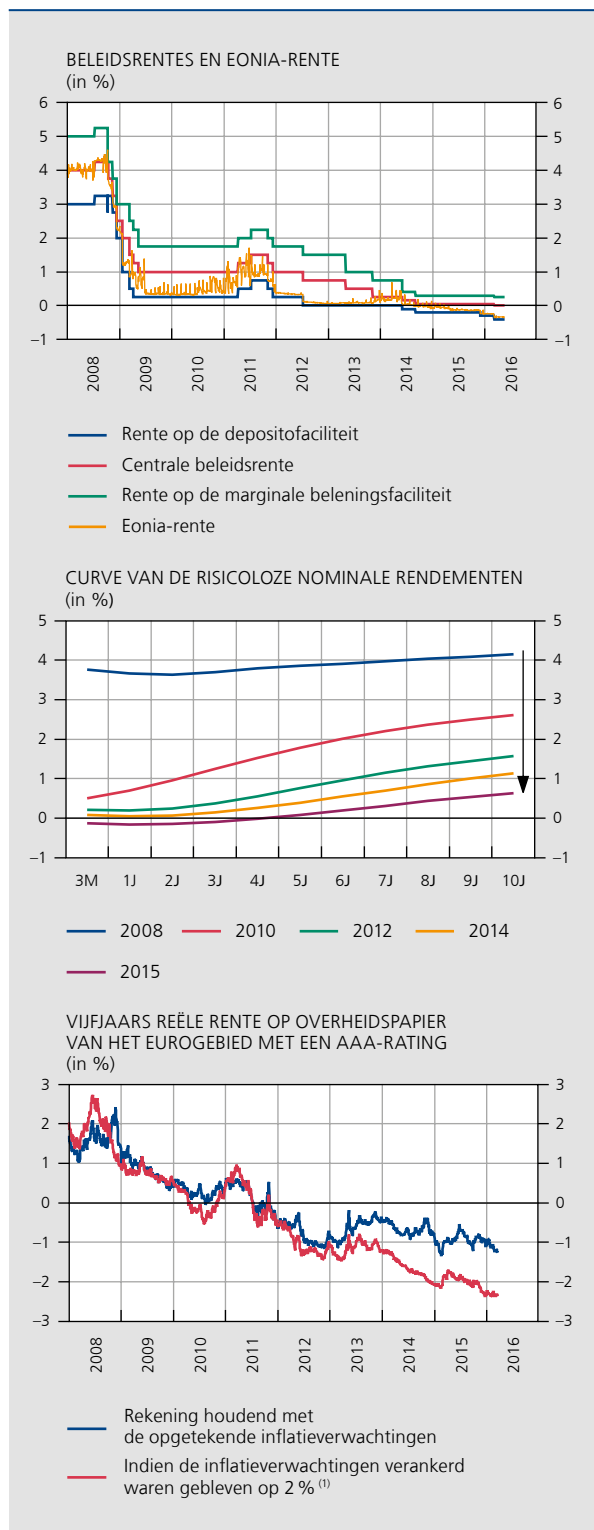
De centrale bank kan aldus de effectieve financieringsvoorwaarden van de verschillende economische subjecten alleen maar indirect beïnvloeden via een aanpassing van haar beleidsrentes. Bovendien speelt de stabiliteit van de inflatieverwachtingen duidelijk een centrale rol bij het sturen van de reële rentes. In dit opzicht is het interessant vast te stellen (zie grafiek 2) dat er sinds 2013 een verschil bestaat tussen de vijfjaars reële rente op overheidseffecten en diezelfde rente mochten de inflatieverwachtingen verankerd zijn gebleven op 2%<sup>(2)</sup>.

Vóór in 2007-2008 de economische en financiële crisis uitbrak, bestond de effectieve monetairbeleidsvoering in het eurogebied uitsluitend in het aanpassen van de beleidsrentes van de ECB en in de goede transmissie van de aldus uitgezonden signalen naar de langere reële rente. De grote recessie heeft het Eurosysteem er niet alleen toe

(1) De verwachtingen ten aanzien van de toekomstige nominale kortetermijnrentes hangen op hun beurt af van, enerzijds, de macro-economische vooruitzichten en, anderzijds, de verwachte reacties van de centrale bank daarop. Bij een heldere en welbegrepen reactiefunctie van deze laatste reageren de langetermijnrentes op macro-economische schokken en spelen aldus een stabiliserende rol.

(2) Er zij opgemerkt dat de maatstaven van inflatieverwachtingen die gebaseerd zijn op financiële instrumenten, risico- en/of liquiditeitspremies omvatten. Om die reden zijn ze minder stabiel dan de uit enquêtegegevens afgeleide verwachtingen.

**GRAFIEK 2** MACRO-ECONOMISCHE STABILITEIT STAAT CENTRAAL IN HET MONETAIR BELEID



Bronnen: ECB, Thomson Reuters Datastream.

(1) De rode lijn is louter mechanisch opgebouwd op basis van de werkelijk vastgestelde nominale rente. Waren de inflatieverwachtingen verankerd gebleven op 2%, dan mag echter redelijkerwijs worden verondersteld dat ook de nominale rente verschillend zou zijn geweest.

genoopt de beleidsrentes drastisch te verlagen, maar ook tal van andere monetairbeleidsmaatregelen te nemen.

### PROBLEMEN MET DE TRANSMISSIE VAN HET MONETAIR BELEID

Wanneer er op de verschillende segmenten van de financiële markten algemeen vertrouwen heerst, ondervindt de monetairbeleidstransmissie geen hinder: de markrentes voor verschillende looptijden en de bancaire rentes weerspiegelen adequaat de via de beleidsrentes gegeven impulsen. In geval van sterke financiële instabiliteit en grote onzekerheid, zoals na het faillissement van de bank Lehmann Brothers op 15 september 2008, kan de monetairbeleidstransmissie evenwel ernstig worden verstoord. Zoals blijkt uit grafiek 3, uit zich dat in een forse verhoging van de risicopremies.

In een dergelijke situatie dient de centrale bank bijzondere maatregelen te nemen om de effecten van haar traditioneel monetair beleid te vrijwaren. Om haar doelstelling van prijsstabiliteit te realiseren, is het immers van essentieel belang dat ze de economische bedrijvigheid kan blijven stimuleren door haar invloed op de algemene financieringsvoorwaarden in de economie te handhaven en door de bancaire kredietstromen aan huishoudens en ondernemingen te beschermen. Dat geldt vooral voor het eurogebied, waar bankfinanciering een dominerende positie inneemt.

Uit dat oogpunt heeft de ECB tussen 2008 en 2012 een hele reeks 'niet-conventionele' maatregelen genomen<sup>(1)</sup>. Zo nam ze in een context van groot wederzijds wantrouwen tussen de banken – dat bleek uit een duidelijke stijging van de risicopremies en, derhalve, van hun financieringskosten – vanaf het najaar van 2008 maatregelen om de liquiditeitsverstrekking uit te breiden en te vergemakkelijken. Ze fungeerde zodoende als kredietverlener in laatste instantie ter ondersteuning van het bankkrediet aan de economie. Als reactie op de overheidsschuldencrisis, die vooral tussen 2010 en 2012 woedde, ondersteunde de ECB bovendien de waarde van de overheidseffecten in de zwaarst getroffen landen. Ze probeerde aldus in het hele eurogebied financieringsvoorwaarden te handhaven die in overeenstemming waren met de macro-economische situatie en met haar resoluut accommoderende monetairbeleidskoers.

De maatregelen die werden genomen om een goede transmissie van het monetair beleid<sup>(2)</sup> van het

(1) Meer bepaald in het kader van het 'beleid van verruimde kredietondersteuning', waarmee de ECB in 2009 een aanvang maakte. Voor meer informatie ter zake, zie Boeckx (2012).

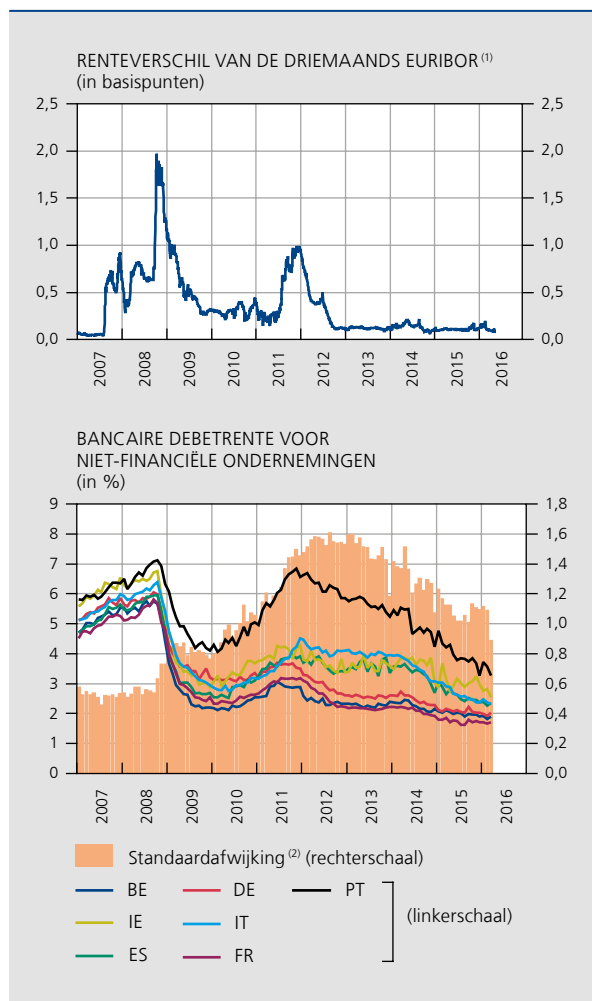
(2) Er zij opgemerkt dat de maatregelen die worden genomen om een goede monetairbeleidstransmissie te handhaven, niet noodzakelijk zonder gevolgen zijn voor de monetairbeleidskoers zelf. Zo biedt het Eurosysteem de banken waarborgen inzake financiering door hun liquiditeiten op langere termijn te verstrekken. Het is de bedoeling de banken op die manier in staat te stellen krediet te blijven verstrekken aan de reële economie, maar ook om de langere-termijn financieringsvoorwaarden op de markten te beïnvloeden.

Eurostelsysteem te verzekeren, werden weerspiegeld in zijn balans. Zo werd de omvang van die balans tussen september 2008 en juni 2014 vooral bepaald door het beroep van de banken op liquiditeiten van de centrale bank; dat beroep was op zijn beurt afhankelijk van de in het eurogebied heersende financiële spanningen. De omvang van de balans van het Eurostelsysteem werd echter ook beïnvloed, zij het in mindere mate, door zijn aankopen van specifieke activa, bedoeld om bepaalde segmenten van de financiële markten te ondersteunen<sup>(1)</sup>.

Vanaf juni 2014 heeft de ECB, tegen de achtergrond van een kalmere financiële omgeving maar ook van een nog

(1) Tussen september 2008 en juni 2014 werden twee programma's voor de aankoop van gedekte obligaties (covered bonds) goedgekeurd, alsook twee programma's voor de aankoop van overheidspapier: het Programma voor de effectenmarkten (Securities Markets Programme of SMP) en de outright monetaire transacties (OMT's). Voor meer informatie, zie ECB (2012).

**GRAFIEK 3** TRANSMISSIEPROBLEMEN IN HET MONETAIR BELEID

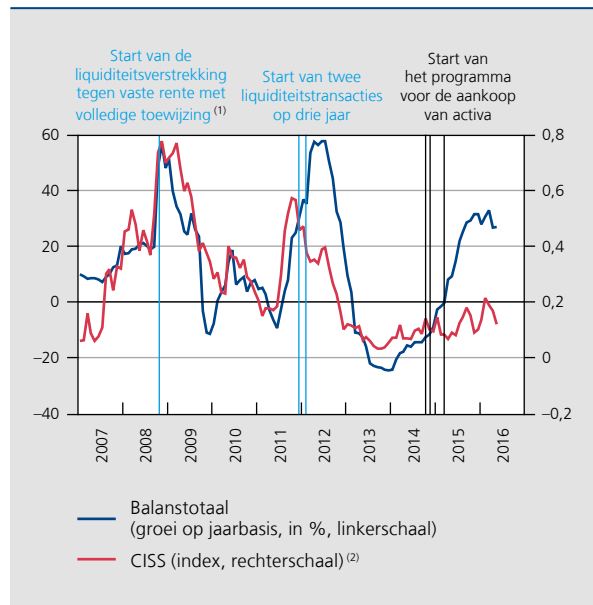


Bronnen: ECB, Thomson Reuters Datastream.

(1) Spread t.o.v. de driemaands swaprente (OIS).

(2) Standaardafwijking van de rentes voor de twaalf lidstaten van het eurogebied op 1 januari 2002.

**GRAFIEK 4** BALANS VAN HET EUROSYSTEEM EN FINANCIËLE SPANNINGEN



Bron: ECB.

(1) In normale tijden worden de liquiditeiten van het Eurostelsysteem aan de banksector verstrekt in de vorm van veilingen met een minimale inschrijvingsrente die wordt gelijkgesteld aan de centrale beleidsrente. In oktober 2008 besloot de Raad van Bestuur echter over te stappen op een procedure met vaste rente met volledige toewijzing.

(2) Composite Indicator of Systemic Stress: ex post indicator van het systeemrisico die gebaseerd is op een geheel van financiële gegevens.

steeds onzekere economische opleving, maatregelen genomen om de transmissie van haar monetair beleid niet alleen te handhaven maar zelfs te stimuleren. Dat doet ze vooral via de gerichte langerlopende herfinancieringstransacties (TLTRO's), die de banken ertoe aanzetten hun kredietverlening aan de reële economie te hervatten of uit te breiden.

#### EFFECTIEF BODEMPEIL VAN DE NOMINALE RENTE

Ongeacht de kwaliteit van de transmissie van het traditioneel monetair beleid naar de economische bedrijvigheid en de inflatie, heeft dit beleid zijn grenzen. Voor de beleidsrentes geldt immers een bodempeil: aangezien er papiergeld bestaat en er dus een niet-rentedragend beleggingsmiddel voorhanden is, kan een nominale rente niet zeer ver onder nul worden gebracht. Bij een lagere rente zou het immers voor de banken, en meer in het algemeen voor alle economische subjecten, verkieslijk worden charitaal geld aan te houden in de vorm van bankbiljetten, in plaats van giraal geld in de vorm van deposito's. Dat is het geval wanneer het bedrag van de (negatieve) rentetarieven uitstijgt boven de kosten die verbonden zijn aan het vervoer, de bewaring en het beheer van liquiditeiten op papier. De mogelijkheid voor de centrale bank om haar

monetair beleid te versoepelen via een verlaging van haar beleidsrentes, is dan ook beperkt<sup>(1)</sup>, en vanaf een bepaald niveau dient ze andere monetairbeleidsinstrumenten in te zetten om haar inflatiedoelstelling te realiseren.

Zoals in het Kader hieronder wordt aangetoond, is de centrale bank des te meer genoodzaakt andere middelen in te zetten om, in geval van negatieve schokken, de economie te stimuleren aangezien de markten de grenzen van het traditioneel monetair beleid kennen en derhalve kunnen anticiperen op de mogelijkheid dat de

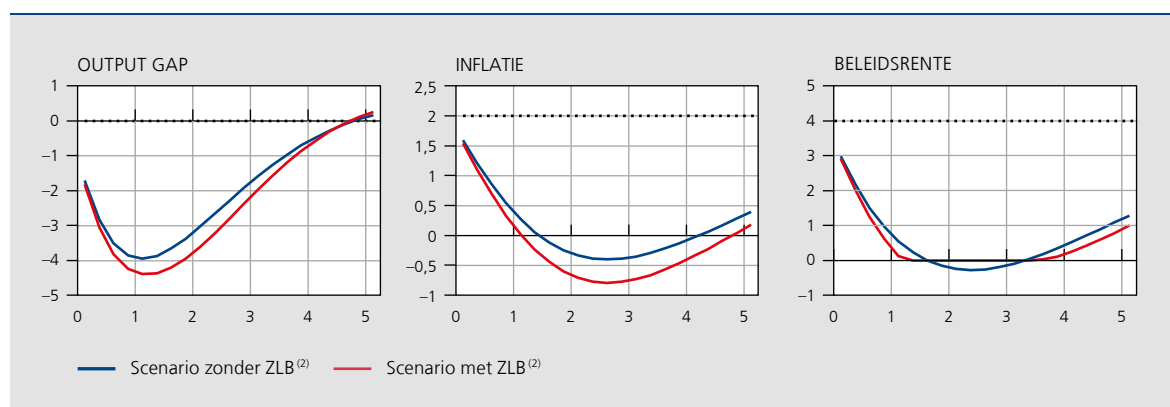
beleidsrentes hun bodempeil bereiken. In een dergelijke situatie wordt ervan uitgegaan dat de reële rente op lange termijn niet meer voldoende kan dalen om te zorgen voor de nodige stimulering van de economie, en dat de inflatie dus langzamer naar haar beoogde peil zal terugkeren. Leidt zulks tot een neerwaartse bijstelling van de inflatieverwachtingen, dan ontstaat het risico van een vicieuze cirkel waarbij de centrale bank steeds minder in staat blijkt de economische bedrijvigheid te stimuleren naarmate de inflatieverwachtingen afnemen en de reële rente derhalve oploopt. Om een dergelijk scenario te voorkomen, is het zinvol een contingentiebeleid te voeren, waarmee de centrale bank aankondigt dat ze gerichte maatregelen zal nemen mochten er zich specifieke omstandigheden voordoen.

(1) Er zij bovendien opgemerkt dat in sommige landen wettelijke limieten bestaan voor het verlagen van bepaalde rentes. Dat is met name het geval in België waar de rente op spaarboekjes niet onder de 0,11 % mag liggen (0,01 % voor de basisrente en 0,10 % voor de getrouwheidspremie).

## Kader 1 – Hoe bedreigt het bestaan van een bodempeil voor de beleidsrentes de stabiliserende functie van de centrale bank ?

De macro-economische gevolgen van een bodempeil voor de nominale rentes kunnen worden toegelicht aan de hand van het door De Graeve *et al.* (2014) ontwikkelde model. Op basis van gekalibreerde – namelijk kunstmatig gegenereerde, maar wel plausibele – gegevens toont dat model het verloop van een economie tijdens de vijf jaar volgend op een negatieve vraagschok die leidt tot een output gap van zowat 4% en die de inflatie onder zware neerwaartse druk plaatst. Er worden twee scenario's beschreven: in het eerste scenario kan de centrale bank haar beleidsrentes onbeperkt neerwaarts bijstellen. De markten anticiperen daarop, zodat ook de reële lange rente daalt. De bedrijvigheid wordt gestimuleerd en de economische groei gaat gepaard met een stijging van de inflatie. In het tweede scenario botst de nominale rente op een bodempeil, zodat de reële rente op lange termijn niet voldoende sterk kan dalen om de bedrijvigheid te stimuleren. De markten lopen daarop vooruit en verwachten derhalve een tragere terugkeer van de inflatie naar haar beoogde peil. In een dergelijk geval blijkt het monetair beleid restrictiever te zijn dan wenselijk is, met een diepere economische crisis en een langduriger zwakke inflatie tot gevolg.

### HET BESTAAN VAN EEN BODEMPEIL VOOR DE BELEIDSRENTES BEDREIGT DE STABILISERENDE FUNCTIE VAN DE CENTRALE BANK



Bron: Degraeve *et al.* (2014).

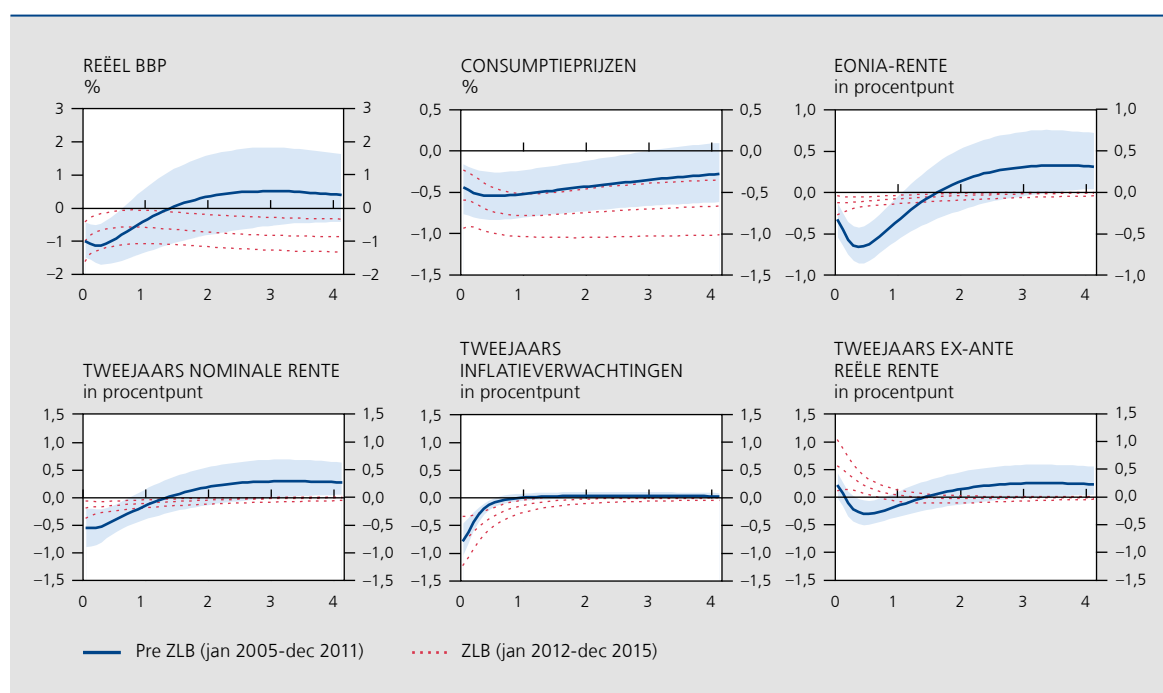
(1) De stippellijnen vertegenwoordigen de evenwichtsniveaus op lange termijn van de verschillende variabelen.

(2) ZLB: Zero Lower Bound, Engelse term voor het bodempeil van de nominale rentetarieven

De theoretische vaststelling dat de stabiliserende functie van de centrale bank in het gedrang komt door het bestaan van een bodempeil voor de nominale rentetarieven wordt bevestigd door de economische realiteit van het eurogebied. De grafieken hieronder illustreren de dynamische effecten van een negatieve vraagschok aan de hand van een model dat is geraamd op basis van reële gegevens. Deze grafieken tonen meer bepaald het verloop van het bbp, de consumptieprijzen, de nominale rente, de inflatieverwachtingen en, tot slot, de reële rente in de vier jaar na een eenmalige daling van het bbp met 1 % als gevolg van een vraagschok. Er worden telkens twee periodes onderscheiden: een eerste waarin de beleidsrentes nog voldoende ruimte hadden om te dalen – de pre-ZLB-periode – en een tweede periode waarin die bewegingsruimte fors verkleind is – de ZLB-periode. Het begin van deze laatste periode werd vastgelegd op januari 2012. Hoewel de rente sedertdien nog verder is gedaald, zijn de dalingen zeer beperkt gebleven qua omvang.

Anders dan in de eerste periode, is het neerwaarts verloop van de daggeldrente en de rente op twee jaar tijdens de meest recente periode beperkt gebleven. Terwijl die rentetarieven vóór 2012 aanzienlijk terugliepen als reactie op een negatieve vraagschok, nemen ze nog amper af in een context van rentes die hun bodempeil bereiken. Bijgevolg en in tegenstelling tot de voorgaande situatie, wordt de reële rente momenteel vooral bepaald door de inflatieverwachtingen.

#### DYNAMISCHE EFFECTEN VAN EEN NEGATIEVE VRAAGSCHOK IN HET EUROGEBIED<sup>(1)</sup>



Bron: NBB.

(1) Afwijkingen ten opzichte van het langetermijngemiddelde. De gepresenteerde effecten werden geraamd op basis van een econometrisch vector-autoregressiemodel (VAR). De identificatie van exogene vraagschokken gebeurde door tekenrestricties op te leggen met betrekking tot de impacteffecten van deze schok.



Tijdens de voorgaande periode daalde de nominale rente duidelijk forsler dan de inflatieverwachtingen, zodat de reële rente terugliep en op die manier de economische bedrijvigheid stimuleerde; in de huidige context is dat niet langer het geval. Tijdens de recentere periode stijgt de reële rente immers omdat de inflatieverwachtingen als gevolg van de negatieve vraagschok sterker dalen dan de nominale rente. In die context is het traditioneel monetair beleid de facto restrictiever wat, in vergelijking met de pre-ZLB-periode, tot uiting komt in een trager herstel en een minder sterke inflatiedynamiek. Tegen de achtergrond van bodemrentes heeft een negatieve inflatieschok dan ook persistentere gevolgen, die mogelijk leiden tot een ontankering van de inflatieverwachtingen. Een dergelijk verschijnsel wordt toegelicht in grafiek 2 van dit artikel.

Ook de instrumenten waarmee de centrale bank de economische bedrijvigheid kan blijven stimuleren wanneer de beleidsrentes hun bodempeil naderen, maken deel uit van het zogenoemde 'niet-conventionele' monetairbeleidsarsenaal.

Een belangrijke maatregel in dit verband is de forward guidance, waarmee aanwijzingen worden verschaft over het toekomstig verloop van de beleidsrentes. Door mee te delen dat die rentetarieven gedurende een lange periode laag zullen blijven, kan de centrale bank bijvoorbeeld de verwachtingen ten aanzien van de korte rente beïnvloeden en de onzekerheid over het verloop ervan verkleinen. Op die manier kan ze de lange rente sterker drukken. De ECB verstrekt dergelijke indicaties sedert juli 2013, toen de Raad van Bestuur meedeelde dat hij voorzag dat 'de beleidsrentetarieven van de ECB gedurende een lange periode op hun huidig of op een lager peil zouden blijven'. De Raad stipte aan dat dit vooruitzicht gebaseerd was 'op de instandhouding van algehele gematigde vooruitzichten voor de inflatie, op de middellange termijn, rekening houdend met de breed gedragen zwakte van de reële economie en de futloze monetaire dynamiek'. Hoewel deze indicaties enigszins zijn aangepast, blijven ze actueel.

Een ander instrument is de zogeheten 'kwantitatieve versoepeling', wat betekent dat de centrale bank op de markten aanzienlijke hoeveelheden schuldbewijzen opkoopt om de waardering ervan te ondersteunen, derhalve de rendementen te drukken en de algemene financieringsvoorwaarden in de economie te versoepelen. Tegen de achtergrond van historisch lage beleidsrentes en een nieuwe verslechtering van de inflatievooruitzichten, begon de ECB met een dergelijk beleid op 22 januari 2015, toen de Raad van Bestuur aankondigde van start te gaan met een programma voor de aankoop van

private en overheidsschuldbewijzen voor een bedrag van € 60 miljard per maand<sup>(1)</sup>. Teneinde de terugkeer van de inflatie naar haar beoogde peil te versnellen, werden de maandelijkse aankopen in maart 2016 opgevoerd tot € 80 miljard en uitgebreid tot de bedrijfsobligaties van de niet-financiële sector<sup>(2)</sup>. Het voornemen is die aankopen te verrichten tot eind maart 2017 of langer indien nodig, en in elk geval tot de Raad van Bestuur in het beloop van de inflatie een duurzame verandering ziet die in overeenstemming is met zijn doelstelling inzake prijsstabiliteit.

De aankopen van activa – en meer bepaald de aankopen van overheidspapier die in maart 2015 van start gingen – hebben de monetairbeleidsvoering van het Eurosysteem ingrijpend gewijzigd. Ze betekenden de overgang van een 'relatief passief' naar een 'duidelijk actief' balansbeheer. Al met al kocht de ECB reeds voor ongeveer € 1 000 miljard effecten op, wat zou moeten bijdragen aan een totale verhoging van haar balans ten belope van meer dan € 1 800 miljard tegen maart 2017.

## 2. De aankopen van activa als monetairbeleidsinstrument

Dit tweede hoofdstuk is gewijd aan de mechanismen van de kwantitatieve versoepeling en aan de wijze waarop die versoepeling naar verwachting zal bijdragen aan de prijsstabiliteitsdoelstelling van de centrale bank. Vertrekkende uit de algemene filosofie van de aankopen van activa worden in dit hoofdstuk verscheidene essentiële vragen aangekaart over de werking en de gevolgen van dergelijke programma's.

### 2.1 Wat is de algemene filosofie achter de aankopen van activa?

De aankopen van activa beogen, net als de verlagingen van de beleidsrentes, een daling van de reële rendementen en, derhalve, een extra versoepeling van de financieringsvoorwaarden in de economie. Zo moeten ze de

(1) Het in januari 2015 door het Eurosysteem ingestelde uitgebreide programma voor de aankoop van activa (APP) omvat het derde programma voor de aankoop van in euro luidende gedekte obligaties (CBPP3) en het in november 2014 goedgekeurde programma voor de aankoop van asset-backed securities (ABSPP), alsook een aanzienlijk programma voor de aankoop van overheidsactiva (PSPP).

(2) In het kader van een programma voor de aankoop van activa van de bedrijfssector (CSPP).

geaggregeerde vraag ondersteunen en het inflatieverloop in overeenstemming brengen met de prijsstabiliteit zoals die door de centrale bank wordt gedefinieerd. Ze zijn bewust gericht op het stimuleren van de consumptie en van de investeringen ten koste van het sparen, dit teneinde de economische bedrijvigheid te ondersteunen. De spillovereffecten van deze maatregelen beschermen tegen het risico van seculaire stagnatie, dat is een situatie waarin de economische groei nihil of futloos blijft omdat het traditioneel monetair beleid niet werkt<sup>(1)</sup>.

## 2.2 Op welke types van activa richt de centrale bank zich?

Met een beleid van kwantitatieve versoepeling richt de centrale bank zich doorgaans op hoogwaardige – namelijk weinig risicovolle – activa op lange termijn, waarvan de markt zowel ruim als liquide is. De centrale bank wil immers niet in de eerste plaats de kredietrisicopremies drukken, maar meer in het algemeen de verschillende componenten van de reële lange rente beïnvloeden. Ze mikt bovendien op langlopende effecten, omdat beslissingen inzake consumptie en investeringen op die termijn worden genomen. Door zich te richten op grote en liquide markten kunnen, tot slot, voldoende activa worden aangekocht om de financieringsvoorwaarden in de economie als geheel te beïnvloeden, zonder de werking van de markten te verstoren.

Het door het Eurosysteem via het programma voor de aankoop van activa aangekochte schuld papier bestaat voor het overgrote deel uit overheidseffecten die worden uitgegeven door overheden van de landen van het eurogebied of door Europese supranationale instellingen. Op 27 mei 2016 beliep het totaal aangekochte bedrag aan overheidspapier bijna € 800 miljard, voor een algemeen totaal van ongeveer € 1000 miljard. De gemiddelde looptijd van de aangehouden overheidseffecten bedroeg circa acht jaar.

## 2.3 Hoe beïnvloedt de aankoop van activa de financieringsvoorwaarden?

Via haar aankopen van activa, is de centrale bank in staat zowel de 'risicoloze' nominale rendementscurve als de kredietrisicopremies te drukken. Door tevens de inflatieverwachtingen te ondersteunen, oefent ze een

(1) Voor meer informatie over seculaire stagnatie, zie Boeckx *et al.* (2015).

(2) Dit deel gebruikt voornamelijk de resultaten van de event studie van Altavilla *et al.* (2015) die de impact van het APP van de ECB op een brede waaier van activa onderzoekt. Deze studie houdt rekening met verwachtingseffecten: bovenop dat van de feitelijke aankondiging op 22 januari 2015, houdt ze ook rekening met verklaringen over een mogelijk APP afgelegd tussen 1 september 2014 en 22 januari 2015. De studie houdt evenwel geen rekening met aankondigingen van recente verlengingen (in december 2015 en maart 2016). De resultaten in de grafieken zijn die van gecontroleerde event studies voor een event window van een dag. Door te controleren voor de publicatie van andere macro-economische gegevens, kan in principe het effect van het APP precies worden geïsoleerd.

neerwaarts effect uit op de reële langetermijnrente. Hieronder wordt getracht om, in overeenstemming met het in grafiek 1 weergegeven schema, precies toe te lichten hoe de diverse componenten van deze rente worden beïnvloed<sup>(2)</sup>.

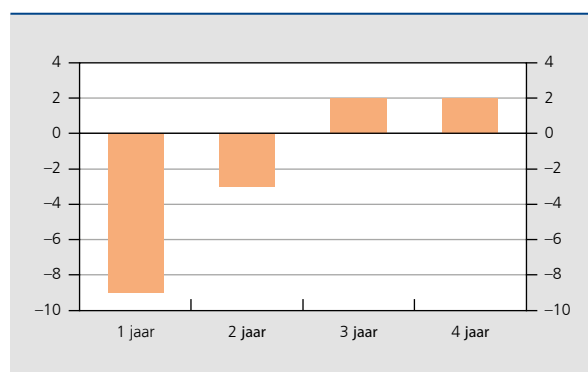
## VERWACHTINGEN TEN AANZIEN VAN DE NOMINALE KORTETERMIJNRENTE

Door langlopende activa te kopen, geeft de centrale bank aan dat ze mogelijk bereid is haar beleidsrentes gedurende lange tijd laag te houden.

Een beleid van kwantitatieve versoepeling brengt de centrale bank er immers toe op de actiefzijde van haar balans aanzienlijke hoeveelheden langlopende effecten met een vast en veeleer laag rendement op te bouwen, want die effecten impliceren relatief weinig risico en ze werden verworven tijdens een periode van lage rente. Ze worden op de passiefzijde van de balans gefinancierd met reserves van de banken, vergoed tegen de rente op de depositofaciliteit. In een dergelijke situatie zou een abrupte rentestijging de financiële lasten van de centrale bank doen toenemen, zonder dat haar inkomsten een identiek verloop te zien zouden geven.

Door met korte-termijnverplichtingen gefinancierde langlopende effecten aan te houden, is de centrale bank blootgesteld aan een transformatierisico dat haar ervan weerhoudt haar kortetermijnrente op te trekken. Is die situatie geloofwaardig, dan kan ze de renteverwachtingen en, derhalve, de nominale langetermijnrente drukken. Bovendien impliceert de lange periode van ruime bankliquiditeit als gevolg van een programma voor de aankoop

**GRAFIEK 5** WIJZIGING VAN DE RISICOLOZE DRIEMAANDS FORWARD RATE VAN HET EUROGEBIED OMSTREEKS DE DATA WAAROP HET APP WERD AANGEKONDIGD<sup>(1)</sup>

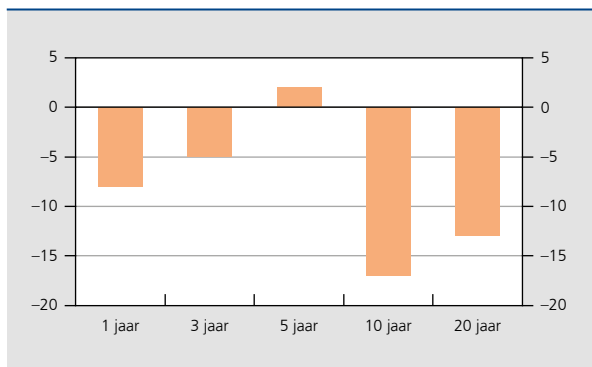


Bron: Altavilla *et al.* (2015).

(1) Resultaten van een controlled event study voor een event window van een dag.



**GRAFIEK 6** WIJZIGING VAN HET RENDEMENT OP DE BUND OMSTREEKS DE DATA WAAROP HET APP WERD AANGEKONDIGD<sup>(1)</sup>



Bron: Altavilla et al. (2015).

(1) Resultaten van een controlled event study voor een event window van een dag.

van activa dat de daggeldmarktrente enige tijd in de buurt van de op de deposito's geboden rente zal blijven en dus onder de centrale beleidsrente zal blijven uitkomen<sup>(1)</sup>. Uit dat oogpunt versterkt een beleid van kwantitatieve versoepeling dus ook het door de forward guidance afgegeven signaal inzake de beleidsrentes.

Een centrale bank kan er zich echter niet toe verbinden de tarieven gedurende een al te lange periode laag te houden, namelijk een tijdsbestek waarna de situatie en/of de macro-economische omstandigheden drastisch zouden kunnen omslaan. Daardoor wordt het 'signaaleffect' voornamelijk opgetekend op het korte-termijnsegment van de rentecurve, zoals blijkt uit grafiek 5.

### TERMIJNPREMIE

Door massaal bepaalde langlopende schuldbewijzen te kopen, drijft de centrale bank de vraag naar die effecten aanzienlijk op, zonder dat het aanbod verandert. De gekozen schuldtitels worden derhalve relatief zeldzamer op de markt, wat de prijs ervan omhoogduwt en, bijgevolg, het rendement drukt<sup>(2)</sup>. Uit dat oogpunt drukken de aankopen van activa met name de termijnpremie. Die premie zakt voor zover de centrale bank langlopende

(1) Wanneer het liquiditeitsoverschot in het banksysteem verwaarloosbaar is, ligt de daggeldmarktrente zeer dicht in de buurt van de centrale beleidsrente. In het eurogebied is dat de rente op de basisherfinancieringstransacties. In een situatie met overtollige bankliquiditeit – d.w.z. wanneer die liquiditeit uitkomt boven de reserveverplichtingen en de liquiditeitsverkrappende autonome factoren – benadert de daggeldmarktrente doorgaans de rente op de depositofaciliteit (voor meer informatie, zie Boeckx en Ide, 2012).

(2) De prijs en het rendement van een schuldbewijs variëren immers in tegengestelde richting aangezien een rentestijging een bestaand effect in waarde doet dalen. Concreet komt zulks erop neer dat indien de rente stijgt van 4 tot 5 %, er voor een effect dat werd uitgegeven met een initiële coupon van 4 % geen koper zal zijn indien de prijs niet neerwaarts wordt herzien, zodat de – vaste – coupon de potentiële koper een rendement van 5 % biedt.

(3) De verdeelsleutel van de aankopen van het Eurosysteem is gebaseerd op de volgestorte aandelen van de nationale centrale banken in het kapitaal van de ECB.

activa aan de markt onttrekt. Daardoor verkleint ze het looptijdrisico en beïnvloedt ze in negatieve zin de premie die de markten voor het aanhouden van die activa eisen.

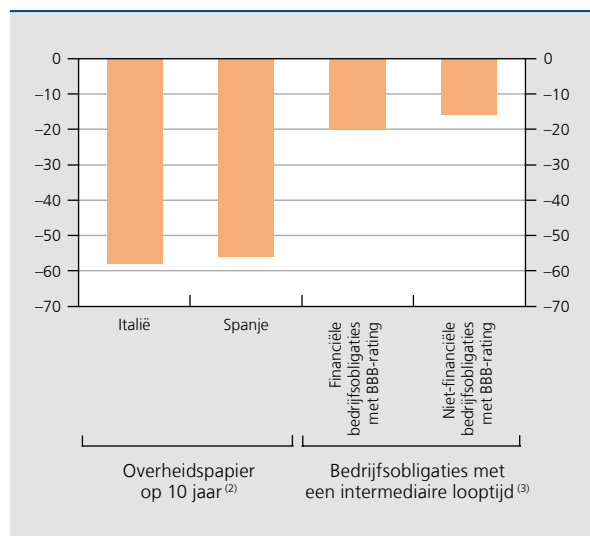
Zo heeft de aankondiging van het programma voor de aankoop van activa van het Eurosysteem bijvoorbeeld een aanzienlijke daling van het rendement op de Duitse Bund tot gevolg gehad, het schuldbewijs dat het meest massaal werd aangekocht<sup>(3)</sup>. Zoals blijkt uit grafiek 6, was die rendementsdaling bijzonder uitgesproken voor de lange looptijden.

### KREDIETRISICOPREMIE

Als gevolg van de rendementsdaling voor de door de centrale bank aangekochte activa, zal een gedeelte van de beleggers die over liquiditeiten beschikken en die de verhouding rendement/risico van een portefeuille willen maximaliseren, de voorkeur geven aan andere activa. Door hun portefeuilles te herschikken ten gunste van hogere-rentende maar ook risicovollere effecten, drukken ze op hun beurt het rendement van deze laatste.

Meestal opteren beleggers immers voor effecten met zeer specifieke kenmerken – ze zouden een 'preferred habitat' hebben –, hetzij qua looptijd, liquiditeit of

**GRAFIEK 7** WIJZIGING VAN DE RENTE-ECARTS VAN HET OVERHEIDSPAPIER EN DE DOOR DE PRIVATE SECTOR UITGEGEVEN EFFECTEN OMSTREEKS DE DATA WAAROP HET APP WERD AANGEKONDIGD<sup>(1)</sup>



Bron: Altavilla et al. (2015).

(1) Resultaten van een controlled event study voor een event window van een dag.

(2) Spreads van de overheidseffecten t.o.v. de tienjaars Duitse Bund.

(3) Spreads van de bedrijfsobligaties t.o.v. de swaprente met een overeenkomstige looptijd.

kredietrisico. Het zijn de rendementen van de effecten die soortgelijke eigenschappen vertonen als die welke door de centrale bank worden opgekocht, die doorgaans het sterkst worden beïnvloed. Via een domino-effect worden de rendementen van een brede waaier van financiële activa aangepast, zodat over het algemeen de financieringsvoorwaarden in de hele economie worden versoepeld. Op die manier dalen de kredietrisicopremies naarmate beleggers zich meer gaan richten op risicovollere activa.

De door het programma voor de aankoop van activa van het Eurosysteem teweeggebrachte daling van de risicovrije rente ging aldus gepaard met een verkleining van de rente-ecarts tussen de als risicovoller en minder risicovol beschouwde activa. Dat is het geval voor de Italiaanse en Spaanse overheidsobligaties ten opzichte van de Duitse Bund, maar ook voor de door de private sector uitgegeven effecten.

## INFLATIEVERWACHTINGEN

Via de goedkeuring van een programma voor de aankoop van activa, geeft de centrale bank te kennen dat ze vastberaden is haar monetair beleid nog verder te versoepelen teneinde de economische bedrijvigheid aan te zwengelen en de inflatie opnieuw te doen stijgen. Op die manier geeft ze blijk van haar engagement ten opzichte van haar mandaat. Uit dat oogpunt wordt verwacht dat een beleid van kwantitatieve versoepeling er zal toe bijdragen de inflatieverwachtingen te verankeren of zelfs opnieuw te laten stijgen. De geloofwaardigheid

ervan is des te groter aangezien is aangekondigd dat er zal worden mee doorgegaan tot het inflatietraject in overeenstemming is met de doelstelling van de centrale bank. De stijging van de inflatieverwachtingen zet dan weer druk op de reële lange rente, wat de investeringen en de consumptie ondersteunt.

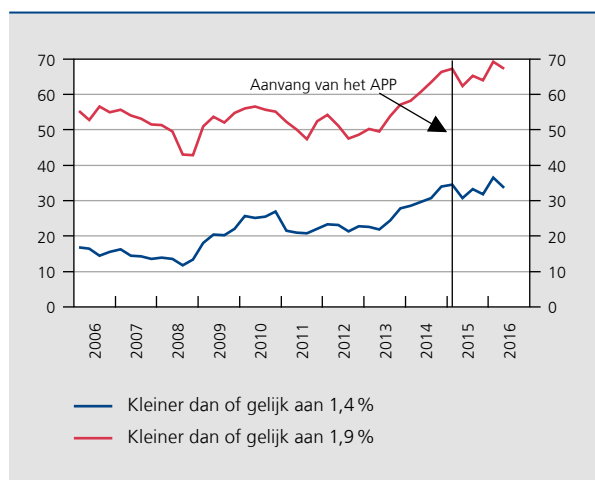
Het programma voor de aankoop van activa van het Eurosysteem heeft de inflatieverwachtingen in het eurogebied enigszins ondersteund. Zo werd bijvoorbeeld vastgesteld dat het aantal door de ECB bevroegde professionele voorspellers dat binnen vijf jaar een inflatie van minder dan of gelijk aan 1,4% verwacht – dat is een beduidend lager niveau dan de doelstelling van het Eurosysteem –, onlangs gestabiliseerd is, na gedurende verscheidene kwartalen een aanhoudende stijging te hebben laten optekenen. Tegelijkertijd hebben de inflatieverwachtingen zich niet echt gestabiliseerd op niveaus vergelijkbaar met die van vóór 2013. Dat geldt vooral voor de verwachtingen die gebaseerd zijn op financiële gegevens die evenwel, wegens sterk volatiel, omzichtig moeten worden geïnterpreteerd.

## 2.4 Heeft de aankoop van activa een effect op de wisselkoers?

De algemene daling van de rendementen als gevolg van het programma voor de aankoop van activa kan de beleggers ertoe aanzetten om buiten de grenzen op zoek te gaan naar meer rentabiliteit. Die portefeuilleherschikkingen ten gunste van buitenlandse activa doen de binnenlandse munt doorgaans in waarde zakken ten opzichte van de andere valuta's. Daardoor wordt de uitvoer goedkoper en de invoer duurder. Dat bevordert tegelijkertijd de binnenlandse economische bedrijvigheid en zorgt voor een stijging van de inflatie.

Sinds midden 2014 is de euro fors in waarde gedaald ten opzichte van de Amerikaanse dollar, wat deels de afspiegeling is van zowel de verwachtingen ten aanzien van een eventueel programma voor de aankoop van activa van het Eurosysteem als de eigenlijke aankondiging ervan in januari 2015. In dat opzicht zij gewezen op het parallelle verloop van de wisselkoers van de gemeenschappelijke munt en dat van het verschil van de vijfjaars reële rentes. De daling van laatstgenoemde toont duidelijk aan dat de investeringen in het eurogebied in reële termen veel minder aantrekkelijk zijn geworden. Er zij echter aangestipt dat tal van andere factoren – inclusief de macro-economische situatie in de Verenigde Staten en het monetair beleid aldaar – de wisselkoersen en de verschillen inzake reële rente tussen de beide economische zones beïnvloeden.

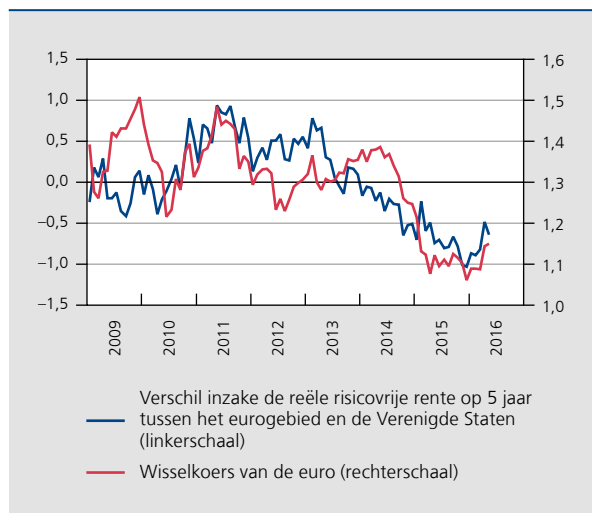
**GRAFIEK 8** GEAGGREGEEERDE WAARSCHIJNLIJKHEIDSVERDELING VAN DE INFLATIEVERWACHTINGEN OP LANGE TERMIJN <sup>(1)</sup>



Bron: ECB.

(1) Verwachtingen op vijf jaar afkomstig van de enquête van de ECB bij professionele voorspellers (SPF). Laatste gegevens: 2<sup>de</sup> kwartaal 2016.

**GRAFIEK 9** RENTEVERSCHIL EN WISSELKOERS TUSSEN HET EUROGEBIED EN DE VERENIGDE STATEN



Bron: Thomson Reuters Datastream.

## 2.5 Creëert de aankoop van activa geld?

In het kader van een beleid van kwantitatieve versoepeling tracht de centrale bank doelbewust de reserves die de commerciële banken bij haar aanhouden, massaal te doen aangroeien. Samen met de in de economie in omloop zijnde bankbiljetten en munten vormen ze de geldbasis, ook nog het 'centralebankgeld' genoemd. De aankoop van schuldpapier wordt inderdaad gefinancierd via de uitgifte van reserves, waarvoor de centrale bank over het monopolie beschikt en die de bankliquiditeit uitmaakt – namelijk de hoeveelheid geld die in het banksysteem zelf voor betalingsdoeleinden kan worden gemobiliseerd. Concreet zoals te zien in grafiek 11, wordt de aankoop van effecten geboekt op de actiefzijde van de balans van de centrale bank en tegelijkertijd worden op de passiefzijde de rekeningen gecrediteerd van de kredietinstellingen waarvan ze de effecten verwerft of via welke de aankopen plaatsvinden<sup>(1)</sup>.

De toename van de geldbasis – en derhalve van de centralebankbalans – die het beleid van kwantitatieve versoepeling kenmerkt, komt niet automatisch tot uiting in een even grote toename van de geldhoeveelheid – te weten de geldhoeveelheid die voor betalingsdoeleinden in de economie als geheel kan worden gemobiliseerd – die, net als de geldbasis, bestaat uit de in omloop zijnde bankbiljetten en munten, maar ook uit de

(1) Een verkooptransactie waarbij een niet-bancair subject betrokken is, bijvoorbeeld een huishouden of een onderneming, verloopt noodzakelijkerwijs via de banksector, die over het monopolie inzake het aanhouden van centralebankreserves beschikt.

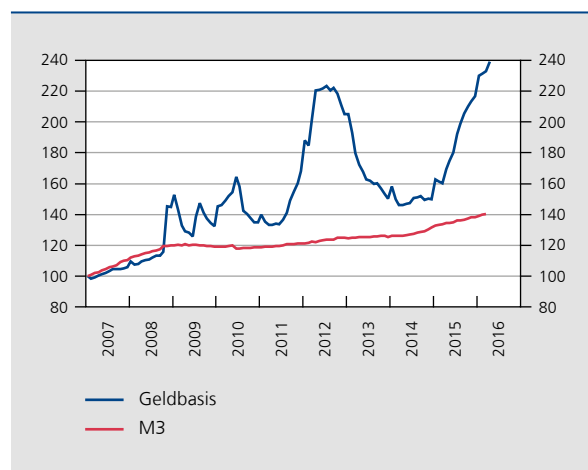
bancaire verplichtingen op korte termijn, bijvoorbeeld de deposito's.

Opdat een aan de aankoop van activa gerelateerde toename van de geldbasis zich zou vertalen in een stijging van de geldhoeveelheid, moet de aankoop van activa aanleiding geven tot een stijging van de bij commerciële banken gestalde deposito's of eventueel tot een vermeerdering van de in omloop zijnde eurobankbiljetten en -munten.

Dat is bijvoorbeeld het geval wanneer de verkoper van een door de centrale bank aangekocht effect een ingezetene is die niet tot de banksector behoort: een huishouden, een niet-financiële onderneming, een regionale overheid, enz. Dat is eveneens zo wanneer de activa-aankopen door de centrale bank zorgen voor een toename van de kredietverlening, hetzij omdat de gunstiger financieringsvoorwaarden een sterkere vraag genereren, hetzij omdat de stijging van de centralebankreserves de commerciële banken ertoe aanzet hun aanbod te vergroten. Volgens het welbekende adagium 'Loans make deposits', zal de nieuwe lening ook leiden tot een even groot deposito, dat de geldhoeveelheid zal doen toenemen. Een laatste kanaal waarlangs de activa-aankopen een geldstijging in brede zin kunnen bewerkstelligen, is door bij te dragen aan een toename van de vraag naar in M3 opgenomen monetaire activa. Doordat activa-aankopen neerwaartse druk uitoefenen op de rendementen van effecten op lange termijn, nopen ze

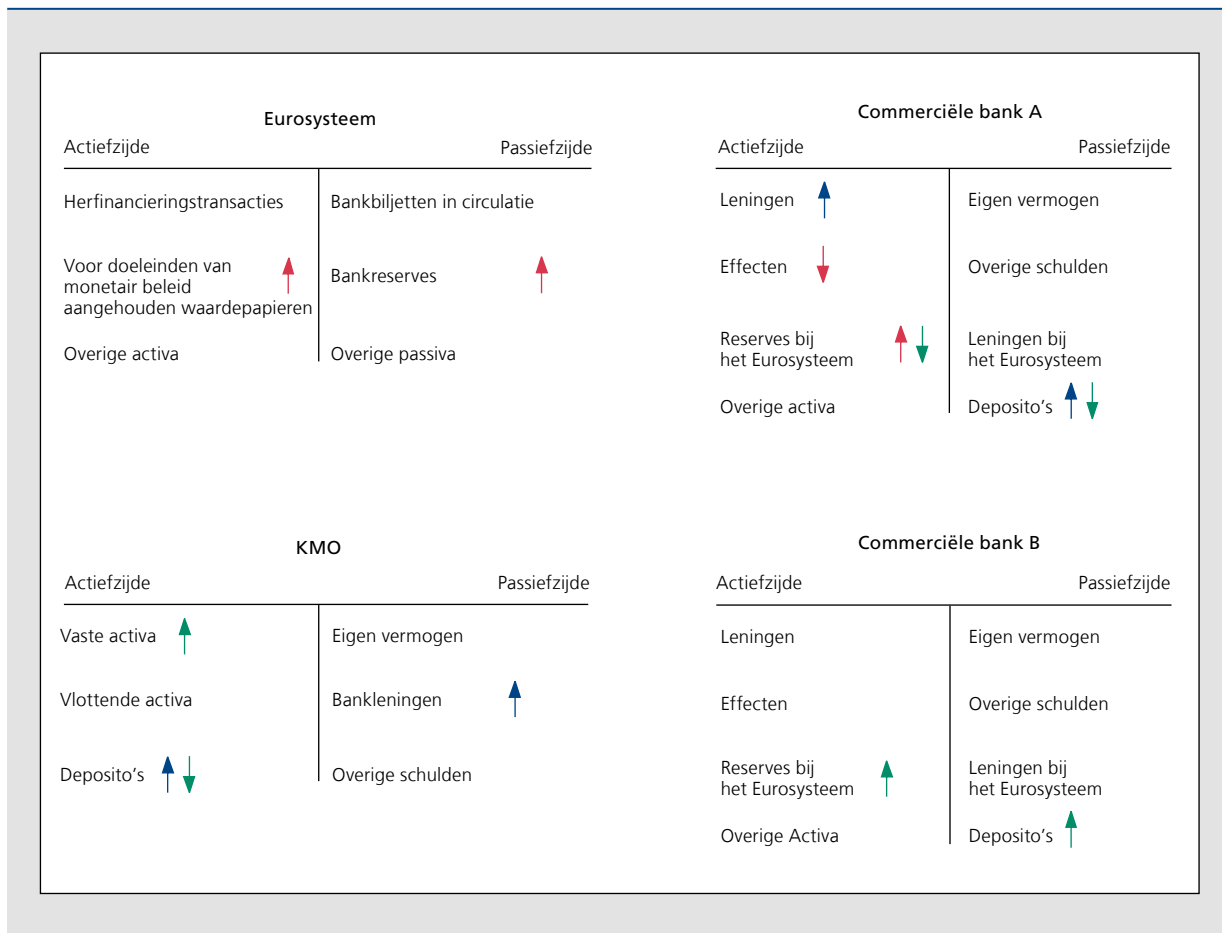
**GRAFIEK 10** GELDBASIS EN GELDHOEVEELHEID IN HET EUROGEBIED<sup>(1)</sup>

(index: 2007 = 100)



Bron: ECB.

(1) De geldbasis, ook 'centralebankgeld' genoemd, omvat de in het eurogebied in omloop zijnde bankbiljetten en munten, alsook de door de kredietinstellingen van het eurogebied bij het Eurosysteem aangehouden monetaire tegoeden. Naast de in het eurogebied in omloop zijnde bankbiljetten en munten, omvat het ruime monetaire aggregaat M3 dan weer de kortetermijnverplichtingen (deposito's en verhandelbare instrumenten) van de monetaire financiële instellingen van het eurogebied (MFI's) tegenover de andere ingezetenen van het eurogebied (niet-MFI's).



beleggers ertoe af te zien van dergelijke aankopen en te kiezen voor liquide activa zoals kortetermijndeposito's.

Indien de verkoper van de door de centrale bank aangekochte activa daarentegen een bank is die ervoor kiest de opbrengst van haar activaverkopen als reserve bij de centrale bank aan te houden, of nog, indien de verkoper een in het buitenland verblijvend economisch subject is, heeft de toename van de centralebankreserves geen impact op het niveau van de deposito's, en dus evenmin op de geldhoeveelheid.

Grafiek 11 illustreert op vereenvoudigde wijze bepaalde gevolgen van de activa-aankopen voor de balansen. Ze toont het Eurosysteem dat schuldbewijzen koopt op de markt, een commerciële bank A die effecten aan het Eurosysteem verkoopt en een krediet verleent aan een kmo, een kmo die deze lening gebruikt om nieuwe machines aan te schaffen en een commerciële bank B waarbij de leverancier van de kmo het bedrag van de verkochte machines stalt. Er zij opgemerkt dat de bancaire overdracht tussen de kmo en haar leverancier van bank A naar bank B de individuele reserves van deze commerciële

banken bij de centrale bank beïnvloedt. Het totale volume van door de activa-aankopen gecreëerde bancaire reserves wordt echter fundamenteel bepaald door de centrale bank; het wordt niet beïnvloed door de beslissingen van de commerciële banken inzake kredietverlening en evenmin door de overdrachten tussen deze laatsten.

### 2.6 Wat zijn de gevolgen van de aankopen van activa voor de overheidsfinanciën?

Aangezien de aankopen van activa vooral overheids-papier betreffen, blijven ze niet zonder gevolgen voor de overheidsfinanciën. Er zij echter aangestipt dat de aankopen van overheidsschuldpapier op de secundaire markt plaatsvinden. Ze hebben dan ook betrekking op de bestaande schuld en sorteren geen rechtstreeks effect op de schuldgraad van de overheid. Ze dragen evenwel bij aan de vermindering van de rentelasten aangezien ze de rendementen van de bestaande effecten drukken, wat uiteraard ook de rente van de nieuw uitgegeven effecten doet dalen. Een andere zienswijze houdt in dat de aankopen het, bij een

identieke afbetalingslast, mogelijk maken de looptijd van de schuld te verlengen. Aangezien het Europees begrotingskader de verleiding, voor de regeringen, om meer schuld papier uit te geven, tempert, is het neerwaarts effect op de rentetarieven uitgesproken.

De aankopen zijn in de huidige context tevens een bron van overheidsontvangsten. De centrale bank financiert de aankopen van langlopende overheidseffecten door centralebankreserves uit te geven. Aangezien die reserves worden vergoed tegen de rente op de depositofaciliteit, die thans negatief is en onder de rendementen van de aangekochte effecten uitkomt, boekt de centrale bank winst. Die winst wordt deels teruggestort aan de staten-aandeelhouders. Het is echter mogelijk dat de rente op de depositofaciliteit in de toekomst hoger wordt dan de rendementen op de door de centrale bank aangehouden effecten. In een dergelijke situatie zouden de winsten van de centrale bank kunnen afnemen of zouden er zelfs verliezen kunnen worden geboekt, wat de van de centrale banken afkomstige inkomsten voor de regeringen zou drukken. Hiermee rekening houdend zou de centrale bank reeds vandaag kunnen beslissen haar reserveringsbeleid aan te passen en op die manier de uitgekeerde winsten aan de overheden te remmen.

## 2.7 Hoe een stelsel van ruime liquiditeit, gecreëerd door een programma voor de aankoop van activa, verlaten?

Een met de uitgifte van reserves gefinancierd programma voor de aankoop van activa komt onvermijdelijk tot uiting in een aanzienlijke en duurzame toename van het liquiditeitsoverschot van de banksector. Die overtollige liquiditeiten kunnen echter via verscheidene kanalen afnemen.

Uiteraard zullen de overreserves spontaan verdwijnen bij een opleving van de nominale economische groei. Dat is het geval wanneer de krachtiger dynamiek van de economische bedrijvigheid als gevolg van de aankopen van activa een stijging van de vraag naar cash teweegbrengt. Meer geldopvragingen door de economische subjecten zorgen immers voor een vermindering van hun deposito's bij de banken en komen tot uiting in een overeenkomstige vermindering van de bankreserves bij de centrale bank. Dat is eveneens zo wanneer de groei het krediet stimuleert: met een toename van de leningen komt een stijging van de deposito's overeen, wat dan weer een stijging van de reserveverplichtingen vereist. In een soortgelijke situatie verdwijnen de overreserves omdat ze in feite verplichte reserves worden.

Afgezien van een 'natuurlijke' vermindering, die toe te schrijven is aan een stijging van de vraag naar cash en naar bankleningen tegen de achtergrond van een opleving van de economische bedrijvigheid, is het verloop van het niveau van de overreserves in de eerste plaats afhankelijk van het centralebankbeleid. Wanneer de centrale bank, zoals het Eurosysteem in december 2015, ervoor kiest de aan haar teruggestorte bedragen opnieuw te beleggen, nemen de overreserves niet af omdat het volume van de aangehouden effecten niet vermindert. Wordt daarentegen afgestapt van een herbeleggingsbeleid, dan slinken de overreserves naarmate de aangekochte effecten worden terugbetaald. Daartoe doen de overheden een beroep op de deposito's die ze bij commerciële banken aanhouden zodat, in tandem met de daling van die deposito's, ook de reserves die het bankwezen bij de centrale bank aanhoudt, teruglopen.

## Conclusie

Een beleid van kwantitatieve versoepeling is een belangrijke troef als het erop aankomt de grenzen van het traditioneel monetair beleid te overstijgen. Massale aankopen van schuldbewijzen op lange termijn stellen de centrale bank immers in staat de reële rente op lange termijn te sturen en de economische bedrijvigheid derhalve te blijven stimuleren wanneer de beleidsrentes hun bodempeil naderen.

Op een zeer directe of op een meer subtiele wijze beïnvloeden de aankopen van effecten door de centrale banken de verschillende componenten van de reële rente op lange termijn. Doordat die aankopen de reële lange rente drukken, moedigen ze de consumptie en de investeringen aan, ten nadele van de besparingen. Bovendien zorgen ze voor een depreciatie van de binnenlandse munt en aldus bevorderen ze de uitvoer. De ondersteuning van de geaggregeerde vraag door de aankoop van activa wakkert de inflatie aan en draagt zodoende bij tot de doelstelling van prijsstabiliteit van de centrale banken.

De aankopen van activa doen de geldbasis onvermijdelijk stijgen, hoofdzakelijk in de vorm van een toename van de centralebankreserves van het bankwezen. Ze komen echter niet noodzakelijkerwijs tot uiting in een even grote stijging van de geldhoeveelheid in ruime zin. De aankopen van effecten – overwegend van overheden – door de centrale bank hebben thans een gunstige impact op de overheidsfinanciën, maar die impact is niet voor eeuwig gegarandeerd. De stopzetting van een beleid van kwantitatieve versoepeling en van het stelsel van overvloedige liquiditeit dat ermee gepaard gaat, is fundamenteel afhankelijk van het beleid van de centrale bank. Ze hangt samen met haar

aankopen van activa, maar ook met de eventuele herbelegging van de aan haar terugbetaalde bedragen.

Het besluit van het Eurosysteem om op 22 januari 2015 van start te gaan met een uitgebreid programma voor de aankoop van activa, heeft in de praktijk geleid tot een daling van de nominale rente op verschillende segmenten van de financiële markten. Het heeft bovendien

bijgedragen aan een zekere stabilisatie van de inflatieverwachtingen in het eurogebied. Ten slotte is de door dat besluit teweeggebrachte daling van de reële rendementen gepaard gegaan met een depreciatie van de euro ten opzichte van de dollar. Zo blijkt dat het programma voor de aankoop van activa van het Eurosysteem wel degelijk geleid heeft tot een verdere versoepeling van zijn monetair beleid.

## Bibliografie

Altavilla, Carboni en Motto (2015), *Asset purchase programmes and financial markets: lessons from the euro area*, ECB, Working Paper Series 1864, November.

ECB (2012), *Jaarverslag*.

Boeckx, J. en S. Ide (2012), 'Wat het beroep op de depositofaciliteit ons kan vertellen en wat niet', NBB, *Economisch Tijdschrift*, juni, 31-38.

Boeckx, J. (2012), 'Welke rol speelt het Eurosysteem tijdens de financiële crisis?' NBB, *Economisch Tijdschrift*, september, 7-30.

Boeckx J., P. Butzen, N. Cordemans en S. Ide (2015), 'Deflatie in Japan, Abenomics en lessen voor het eurogebied', NBB, *Economisch Tijdschrift*, juni, 99-123.

Degraeve F., P. Ilbas en R. Wouters (2014), *Forward Guidance and Long Term Interest Rates: Inspecting the Mechanism*, Sveriges Riksbank Working Paper Series 292, December.