



JEF VUCHELEN

## De knoop in het ECB-beleid

De Europese Centrale Bank houdt het stimuleringsbeleid via kwantitatieve versoepeling nog een jaar aan. Daarmee wordt gepoogd de economische groei via lage rentevoeten en een injectie van liquiditeiten aan te zwengelen. Afgaand op de recente economische opleving kan men spreken van een zeker succes. Evenwel is dat relatief, gezien de gigantische hoeveelheden liquiditeiten die in de economie werden gepompt.

Veel alternatieven voor het kwantitatieve versoepelingsbeleid waren er niet. Niets doen en wachten op een spontaan economisch herstel hield het risico in dat bij het uitblijven van herstel de resterende onafhankelijkheid van de ECB gesneuveld zou zijn. Expansief monetair beleid was de enige beleidsoptie omdat overheden nog nauwelijks budgettaire ruimte hadden. Maar de belangrijke vraag vandaag is of de afhandeling van het expansieve beleid even rimpeloos zal verlopen als de opbouw. Zal de afbouw of de omkering van het beleid geen negatieve gevolgen hebben? De geïnjecteerde liquiditeiten vormen een belangrijke potentiële inflatiebron en kunnen niet permanent in het financiële systeem blijven. Dat een aantal opgekochte obligaties snel zullen vervallen, verandert daar niet veel aan. De opwaartse druk op de rentevoeten zal er enkel door verhogen.

Dat de ECB meer dan 2500 miljard euro obligaties zal hebben moeten opkopen om het gewenste beleid te realiseren, komt omdat de evenwichtsrente op de obligatiemarkt sterk boven de doelrente van het beleid lag. De ECB heeft dus de obligatiemarkt zwaar moeten bewerken. Of dat de afhandeling van het beleid zal hinderen, blijft een open vraag.

Door de aankopen van de ECB ontstaat een artificieel evenwicht dat onder de normale marktrente ligt. Gemakshalve kan men de normale obligatierente benaderen als de som van de economische groei en de inflatieverwachtingen. Daarbij gebruikt men middellangetermijnwaarden, wat voor ons land een waarde tussen 3 en 4 procent oplevert. Of daar nog een belastingeffect moet worden bijgeteld, is stof voor discussie, maar het volstaat

nu ervan uit te gaan dat men zal moeten aanvaarden dat de obligatierente, na het afhaken van de ECB, zal stijgen tot, afgerond, 3,5 procent. Dat kan voor de ECB geen verrassing zijn, maar is de snelheid waarmee de obligatierente zal normaliseren, acceptabel voor de ECB?

Dat de huidige lage obligatierente niet zorgt voor een zware verkoopdruk op de obligatiemarkt moet worden verklaard door de lage groei en de beleidsintentie van de ECB om te blijven interveniëren. Maar dat kan snel veranderen als de verwachte economische groei zou versnellen. Dan kan de vrees voor kapitaalverliezen op obligaties een verkoopgolf uitlokken. Dat hoeft niet noodzakelijk te resulteren in een obligatiecrash, maar het zou de ECB voor een zwaar dilemma plaatsen.

Een sterke ongewenste opwaartse druk op de obligatierente kan de ECB enkel afblokken met zware aankopen, maar dat betekent een bijkomende injectie van liquiditeiten,

wat het aankoopprogramma van obligaties zal doorkruisen en de afhandeling ervan zwaar zal bemoeilijken. Het zal dan kiezen worden tussen het vasthouden aan de afbouw van het aankoopprogramma en dus om de obligatierente vrij te laten of voor een bijsturing van het aankoopprogramma, wat een verlenging of een uitbreiding zal inhouden.

Het beleid van de ECB is nu overgeleverd aan de verwachtingen van de kapitaalmarkt. De ECB zal de obligatierente almaar minder kunnen controleren. Dat is niet verontrustend omdat het een terugkeer is naar de situatie van voor de start van het kwantitatieve beleid. Ook dat is een gunstige normalisatie, want een obligatiemarkt die gedomineerd wordt door de monetaire autoriteiten moet een historische uitzondering blijven. Monetair overheden moeten vooral zorgen voor stabiliteit in de financiële sector om financiële crisissen te vermijden. Vergeten we niet dat de kiemen van de financiële crisis van 2008 werden gelegd in het rentebeleid dat Greenspan jarenlang voerde. ©

*De auteur is hoogleraar economie aan de VUB.*