



Exit wordt delicate oefening

BERNANKE

De aangekondigde stopzetting van de quantitative easing brengt twijfels teweeg over de duurzaamheid van het herstel. Een slechte timing kan grote gevolgen hebben voor de economie.

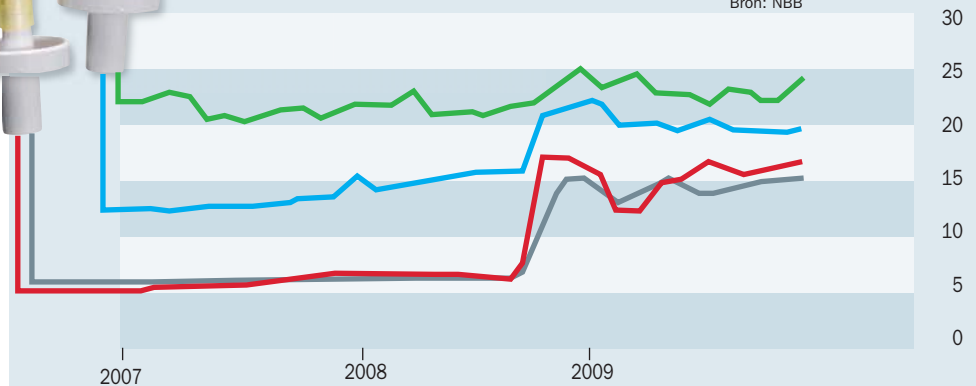
DOOR ERIC POMPEN EN KEN VAN WEYENBERG

Eind maart 2010 beslist de Federal Reserve (Fed), de Amerikaanse Centrale Bank, of ze opnieuw massaal schuld papier gaat kopen. Tegen die datum lopen de huidige economische steunmaatregelen (voor de financiële sector) af. Die

Balanstotaal van de centrale banken
(in % van bbp)

- Japan
- Eurogebied
- Verenigde Staten
- Verenigd Koninkrijk

Bron: NBB



WIL GEEN GELD MEER DRUKKEN

stimuli heten in het vakjargon *quantitative easing* (zie kader: Wat is quantitative easing?). Die kwantitatieve versoepeling is in het leven geroepen om de economische groei te stimuleren in combinatie met renteverlagingen. Dat kan de centrale bank doen om haar geldvoorraden te vergroten door effecten aan te kopen, waaronder dubieuze kredieten.

Begin vorig jaar besloot de voorzitter van de Amerikaanse Centrale Bank Ben Bernanke om liefst 1250 miljard dollar dubieuze kredieten van noodlijdende hypotheekbanken over te kopen om de economische groei te stimuleren. Zo steeg de balans van de Fed aanzienlijk. De actiefzijde van de balans zegt ons dat de centrale bank liefst 2288 miljard dollar aan activa bezit (woensdag 11 maart, bron: FRB: H. 4.1 – Factors Affecting Reserve Balances). De meerderheid bestaat uit

verpakte effecten met hypotheekleningen als onderpand (*mortgage backed securities*), waarvan het merendeel afkomstig is van de noodlijdende hypotheekverstrekkers Fannie Mae, Freddie Mac en Ginnie Mae.

Amerika neemt het voortouw

Wereldwijd kijken de financiële markten nu halsreikend uit naar de volgende stappen van de Fed (zie kader: Drie scenario's). Dat zal niet alleen gevolgen hebben voor de hypotheekmarkt, maar ook voor de verdere uitloop van het economische herstel. Daarbij speelt de timing van de maatregelen een belangrijke rol.

Als de Fed te vroeg stopt met *quantitative easing*, dreigt de economie in een recessie te vervallen wegens een gebrek aan financiële stimuli om de groei te ondersteunen. In geval van verse kapitaal-

injecties door de centrale bank bestaat het risico dat we afstevenen op een lange periode van hoge inflatie, wat de kans op nieuwe zeepbellen vergroot. Beide scenario's zijn te vermijden. Naar onze mening zal er zich een geleidelijke afbouw voordoen om de onderliggende risico's te beperken. Die gedachte leeft in de financiële wereld en wordt ondersteund door het merendeel van de economische experts.

“Euribor (0,64%) verschilt vandaag opnieuw 34 basispunten met de schatkistcertificaten (0,3%) op drie maand”, zegt Ivan Van de Cloot, hoofdeconoom van de denktank Itinera. “Deze spreiding ligt dubbel zo hoog als vóór de kredietcrisis, maar is slechts een schijntje van de 300 basispunten tijdens het Lehman-debacle in oktober 2008. Dat betekent dat de private doorstroming van liquiditeiten langzaam ►

Wat is quantitative easing?

Naast rechtstreekse subsidies en een drastische verlaging van de basisrente hadden de overheden nog een derde middel om uit de financiële crisis te geraken. De centrale banken kochten massaal toxische producten op, zoals schuld papier en dubieuze hypotheekleningen. Daardoor injecteerde de publieke sector vers kapitaal in het systeem om een hefboomeffect op de kredietmarkt te creëren. In de volksmond heeft men het over het drukken van bankbiljetten.

In het vakjargon spreken we echter over die monetaire financiering als *quantitative*

easing of kwantitatieve versoepeling. Door toxische producten te kopen, vergroot de centrale bank de geldvoorraad om de economische activiteit te stimuleren. Zo nam de Amerikaanse Federal Reserve in januari 2009 voor het eerst voor 500 miljard dollar toxische kredieten over van de noodlijdende hypotheekverstrekkers Freddie Mac, Fannie Mae en Ginnie Mae. Twee maanden later breidde de Fed dat programma uit tot 1250 miljard dollar en investeerde ze 300 miljard dollar in overheidsleningen. Ook de Bank of England kocht vorig jaar voor 200 miljard pond aan staats-

papier.

In theorie moeten de aangekochte effecten en obligaties even liquide zijn als kasgeld, maar dat is alleen het geval bij staatsobligaties. Door ook hypotheecaire obligaties te kopen, loopt de centrale bank het gevaar op termijn verlies te moeten slikken. Daarom spreekt Willem Bouter, economieprofessor aan de London School of Economics, ook van *qualitative easing* voor situaties waarbij de monetaire overheden steeds meer risico's nemen. “Toch is de techniek van *quantitative easing* niet uitzonderlijk”, legt Frank Lierman uit. “Zo kunnen finan-

ciële instellingen tegen betaling van een (lage) rentevoet en waarborg liquiditeiten opnemen of hun portefeuille ontlasten van bepaalde schuldvorderingen. In het tweede geval neemt de centrale bank de vorderingen tegenover de private of publieke sector over. Dat beleid heeft wel tot gevolg dat het balans-totaal van de centrale banken stijgt.” (Zie grafiek uit het jaarverslag van de Nationale Bank.) Uiteindelijk leidt kwantitatieve versoepeling tot inflatie, die beteugeld moet worden door een renteverhoging of door de verpakte effecten opnieuw te verkopen.

herstelt, zodat de centrale bank een stap kan en moet terugzetten. Uiteraard moet de Fed alert blijven. Het is niet uitgesloten dat er op de financiële markten opnieuw stress optreedt. Om dat probleem te vermijden, mag de *exit* ook niet te laat beginnen.”

Wat het gebruik van *quantitative easing* betreft, gingen de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk het verst. In die landen woedde de kredietcrisis immers het ergst. Bovendien lag het balanstotaal van hun centrale banken – uitgedrukt in procenten van het bruto binnenlands product (bbp) – relatief laag, namelijk minder dan de helft van dat van de Europese en een derde van de Japanse. “De Federal Reserve (Fed) en Bank of England (BoE) versoepelden hun normen voor de onderpanden van overheidsobligaties tot gewone hypotheek en zelfs aandelen, omdat de Angelsaksische banken relatief weinig overheidspapier in bezit hadden”, vertelt Frank Lierman, Chief Economist van Dexia. “Ook de looptijd van de liquiditeitsinjectie werd verlengd en de rentevoet zakte tot praktisch nul.”

Koen Schoors, economieprofessor aan de Universiteit Gent, bevestigt die stelling. “Als je naar de activa van de Fed kijkt, zie je dat ze voor iets meer dan duizend miljard dollar aan hypotheekgerelateerde producten in de balans hebben. Dat betekent dus een enorme injectie in de markt van hypotheekgerelateerde effecten (RMBS, CMBS, MBS, CDO, ABCP, enzovoort)”, verduidelijkt hij. “Het gevolg is dat de prijzen van die effecten gestabiliseerd zijn, dat de verkopen van de instellingen meer liquide geworden zijn en dat iedereen (zowel de verkoper aan de Fed als diegene die ze in balans houdt) meer solvabel is geworden, omdat de prijzen van die effecten door de interventie hoger liggen dan ze anders zouden zijn geweest. Dat is een succes, maar de balans van de Fed ziet er nu wel uit als een besloten beleggingsfonds, dat investeert in risicovolle projecten met kortetermijnfinancieringen (hedgefonds). Als gevolg van de eerste ver-

liezen weet niemand eigenlijk zeker hoe het nu verder moet. We kunnen natuurlijk niet blijven alle risico socialiseren en baten privatiseren.”

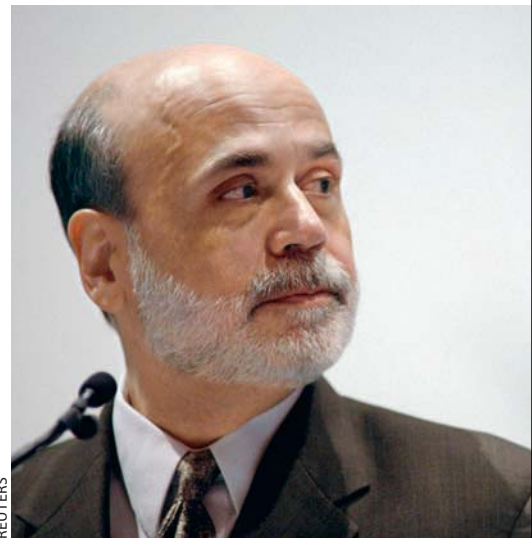
Europa volgt met credit easing

Uiteindelijk versoepelde ook de Europese Centrale Bank (ECB) haar beleid door de rente te verlagen en langere looptijden te aanvaarden. Aangezien 70% van de financiering in Europa via kredietinstellingen verloopt, kocht de instelling ook obligaties met hypotheek of ondernemingskredieten in onderpand (*covered bonds*) ter waarde van 60 miljard euro. Bovendien hield de instelling de langetermijnrentevoeten laag in de hoop de kredietverstrekking en de uitgifte van nieuwe obligaties te vergemakkelijken. Dat heet *credit easing*.

Een jaar geleden waarschuwde het Center for the European Policy Studies (CEPS) op een vergadering van Business Europa de werkgevers al voor de gevaren van *quantitative easing*: “Dit is de laatste fase voor nationalisering”, zegt Karel Lannoo, algemeen directeur van CEPS. “Door goedkope liquiditeiten aan de banken te verschaffen, verleent de overheid indirecte steun aan de financiële sector. Reken daar nog de rechtstreekse subsidies bij aan de noodlijdende instellingen en je kunt spreken van een sterk staaltje van interventionisme. Bovendien leidt die politiek tot prijsstijgingen. Zo steeg de inflatie in de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk tot respectievelijk 3% en

“Het monetaire beleid in de Verenigde Staten ligt niet meer in handen van de Fed en dat is ontoelaatbaar.”

Ivan Van de Cloot



BEN BERNANKE, VOORZITTER VAN DE FED
Als de Fed te vroeg stopt met *quantitative easing*, dreigt de Amerikaanse economie in een recessie te vervallen wegens een gebrek aan financiële stimuli om de groei te ondersteunen.

3,5%, terwijl dat in de eurozone dankzij *credit easing* tot 1% beperkt bleef. Tenslotte tast *quantitative easing* de kredietwaardigheid van de balansen van de centrale banken aan. De Amerikanen besteedden al 80% van hun bbp aan de redding van de grote financiële instellingen. Europa loste het probleem op met 20% van zijn bbp.”

Gezien de geleidelijke terugkeer van het vertrouwen in de economie verwacht Lierman dat de centrale banken de liquiditeiten stapsgewijs uit de markt zullen nemen, zodat de interbancaire rente langzaam zal stijgen en de balansen van de centrale banken terug zal dalen. Dat is al merkbaar bij de ECB. “Een geleidelijke afbouw zonder aan de basisrente te raken, dringt zich op. Een volledige stopzetting lijkt mij niet haalbaar in de loop van 2010, tenzij men het risico wil lopen om het economische herstel sterk af te remmen”, voegt hij eraan toe. De uitzonderlijke maatregelen hebben het bankstelsel gered, maar moeten volgens Itinera op tijd teruggeschroefd worden. “Gebeurt dat te laat, dan bestaat het gevaar van inflatie of nieuwe zeepbellen. Bij een te vroege stopzetting, dreigen we te her-

Drie scenario's

We moeten rekening houden met drie mogelijke scenario's op 31 maart 2010.

1. Onmiddellijke stopzetting quantitative easing

De verleiding is groot om vroeger uit het kapitaal te stappen om de budgettaire noden te lenigen. Aangezien de centrale bank in de Verenigde Staten echter een gigantische aankoper van verpakte effecten met leningen in onderpand is, zou die beslissing grote gevolgen hebben op de hypotheekmarkt. Op dit ogenblik verschaft de instelling elke week voor liefst 50 miljard dollar aan hypotheekeffecten, dat is 10 miljard dollar per dag. Het lijkt onmogelijk dat andere marktspelers bij een stopzetting van de *quantitative easing* de rol van de Fed zullen (kunnen) overnemen.

2. De Fed verlengt quantitative easing

De Amerikaanse centrale bank zal alleen schuldpapier blijven kopen als ze denkt dat de economie niet sterk genoeg is om op eigen kracht te groeien. In dat geval moet Ben Bernanke 300 tot 600 miljard dollar vinden om de periode van *quantitative easing* met drie tot zes maanden te verlengen. Daarbij loopt de monetaire overheid wel het risico om bijkomende inflatie te creëren.

3. De Fed start de geleidelijke afbouw van quantitative easing

Om te vermijden dat de afbouw van *quantitative easing* de financiële stabiliteit ondermijnt, kan de Amerikaanse Centrale Bank de aankoop van toxische producten langzaam laten uitdoven. Dat is het meest realistische scenario, waarbij zowel het risico van een nieuwe recessie als het risico van hoge inflatie en nieuwe zeepbellen kan worden vermeden.

vallen in een depressie. De ECB trekt nu geleidelijk haar beleid van *credit easing* in. Zo zijn de herfinancieringen op 12 maanden al gestopt, terwijl de dossiers van zes maanden op 31 maart 2010 aflopen.”

Ook Paul De Grauwe, professor Internationale Economie aan de KU Leuven vindt dat het huidige infuus niet te lang mag blijven aanhangen, omdat er anders te veel geld verloren gaat en er te veel liquiditeiten worden gecreëerd om te speculeren. “Zo krijg je op termijn nieuwe zeepbellen. Nu moeten de financiële instellingen zelf hun boontjes maar leren doppen.” De adviseur van José Manuel Barroso, voorzitter van de Europese Commissie, vindt *quantitative easing* een krachtig wapen om banken van de ondergang te redden, maar wijst op het gevaar dat de financiële instellingen de winsten die ze dankzij dat instrument maken, niet gebruiken om hun balansen op te kuisen of om meer kredieten toe te staan. Volgens de Grauwe is net dat nu al gebeurd. “Het is dan ook hoog tijd om de geldkraan geleidelijk aan dicht te draaien. Als de kredietmarkt hapert, brengen de centrale banken vers kapitaal in het

systeem om het investeringsbeleid van particulieren en bedrijven te stimuleren. Dankzij die techniek van *quantitative easing* legden de overheden de financiële instellingen aan een baxter om uit de kredietcrisis te geraken.”

Is autonome groei al mogelijk?

De vele liquiditeiten hebben de crisis verzacht en het herstel mogelijk gemaakt, maar op een kunstmatige manier. Toch is er een daling van de kredietverlening omdat de vraag van de bedrijven fors terugloopt. De vraag rijst dus of de ruggengraat van de economie voldoende sterk is om voor autonome groei te kunnen zorgen?

Lierman betwijfelt dat: “Waarschijnlijk zullen de rentevoeten zeker tot eind 2010 zeer laag blijven, zelfs bij een terugtrekking van liquiditeiten. De grote vraag is of de verkoop van papier uit de portefeuille van de centrale banken aan redelijke prijzen zal kunnen gebeuren. Na de rianten winsten van 2009 zouden de centrale banken waarschijnlijk een gevoelige terugval van hun rendabiliteit kunnen kennen indien zij te snel papier wensen te verkopen, maar is dat absoluut noodzakelijk? Misschien niet, kijk maar naar de Bank

of Japan. Er liggen hoe dan ook moeilijke beslissingen liggen in het verschiet voor de centrale banken, want hoe kan de situatie genormaliseerd worden zonder het economische herstel in de kiem te smoren?”

Jammer genoeg bestaat er geen wetenschappelijk onderzoek over de noodzakelijke bedragen aan *quantitative easing* om een rentedaling van 1% te bewerkstelligen. Toch heeft de Fed zich op glad ijs begeven door enorme risico's te nemen die niet tot de taak van een centrale bank behoren. “De Fed moet zich bezighouden met de liquiditeit en niet met de solvabiliteit van de financiële instellingen”, stelt Van de Cloot. “De op korte termijn beschikbare bezittingen van een bank zijn publiek goed, terwijl de verhouding tussen eigen en vreemd vermogen privaat goed is. De centrale bank kan een onderneming met een kastekort steunen, op voorwaarde dat ze solvabel is. Door de toxische activa van AIG te kopen, heeft de Fed een grens overschreden. De kans is nu reëel dat ze op die producten verlies zal boeken. Als dat gebeurt, kan de Fed zelf insolvent worden. Op dat moment is het aan de overheid om te beslissen of zij de centrale bank herkapitaliseert. Doet ze dat niet, dan kan de centrale bank enkel nog overleven door geld te drukken (= de nucleaire optie). Het monetaire beleid in de Verenigde Staten ligt met andere woorden niet meer in handen van de Fed en dat is ontoelaatbaar.”

Loopt de VS echter niet het gevaar op een Japans drama af te stevenen als ze nu met haar politiek van *quantitative easing* stopt? “Neen”, besluit Van de Cloot. “Het risico op een Japans scenario wordt bepaald door de gezondheid van het bankstelsel. Japan liet destijds na om de toxische activa uit het bankstelsel te verwijderen, waardoor de banken eigenlijk zombiebanken werden, die wel overleefden maar niet hun taak van schakel tussen sparen en investeringen konden spelen. Het is dan ook belangrijk dat de banken ertoe aangezet worden om enerzijds geleidelijk hun kredietbuffers te verhogen en anderzijds erover te waken dat ze naar behoren hun economische rol vervullen. Het zou dan ook ongepast zijn indien de overheid opnieuw uit het kapitaal stapt voor de banken voldoende buffers hebben opgebouwd, wat nog lang niet het geval is.” (C)