

Macro Focus

Gaat QE werken?

Economisch Bureau

Nick Kounis +31 20 343 5616

20 januari 2015

Is het ECB-programma voor kwantitatieve verruiming toereikend? Lukt het om de inflatie binnen circa twee jaar duurzaam in de buurt van het streefniveau van 2% te brengen? Waarschijnlijk niet. Gegeven de nu zeer lage inflatie is hiervoor vermoedelijk een economische hausse nodig. Maar dankzij het programma komt het inflatiedoel van de ECB in ieder geval wel dichterbij. Het programma zal bijdragen aan een verbetering van de financiële omstandigheden – onder andere lagere tarieven voor bankkrediet in de periferie. Daarnaast zal het ook de koers van de euro verder drukken.

Wat wil de ECB bereiken met QE?

Het ziet er naar uit dat de ECB binnenkort op grote schaal schuld papier gaat opkopen. Doel van deze kwantitatieve verruiming (*quantitative easing* – QE) is de vraag te stimuleren via betere financiële omstandigheden (zoals renteniveaus, wisselkoersen en aandelenkoersen). Zo wil de ECB haar uiteindelijke doel bereiken om de inflatie binnen de komende twee jaar weer in de buurt van het streefniveau van 2% te brengen. Om het potentiële effect van QE in de eurozone te bepalen, nemen wij de ervaringen in de VS als uitgangspunt.

Hoe werkt QE in theorie?

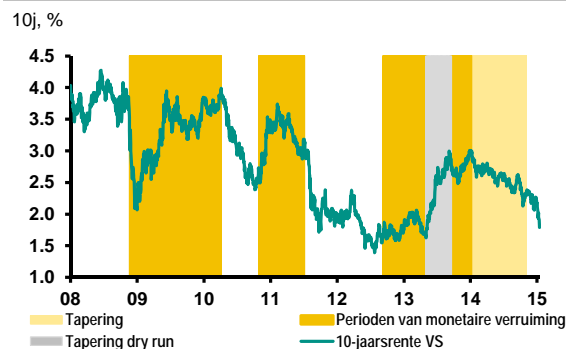
QE kan, via verbetering van de financiële omstandigheden, de vraag en zo de inflatie aanwakkeren. Dit gebeurt dan via meerdere kanalen. Ten eerste stijgen de koersen van schuldbewijzen die de centrale bank opkoopt, en dalen dus de rendementen. Beleggers gaan dan op zoek naar risicovollere alternatieven, wat leidt tot een verkrapping van de renteversillen (*credit spreads*) en een stijging van de aandelenkoersen. Een soortgelijk effect kan zich ook voordoen in de reële economie, in die zin dat bedrijven meer geneigd zijn om risico te nemen en te investeren. Tot slot leidt de balansverlenging door de centrale bank tot een daling van de wisselkoers.

De grootschalige aankoop van schuldbewijzen heeft ook een signaalfunctie. Beleggers gaan namelijk inrijzen dat de centrale bank de beleidsrente gedurende een nog langere periode ongewijzigd laat, en verwachten dat de inflatie gaat oplopen. Voor de private sector betekent dit dat kapitaal goedkoper wordt en op ruimere schaal beschikbaar is, terwijl de balanspositie ook wordt gesteund door de stijgende beurskoersen. Daarnaast is een zwakkere munt uiteraard gunstig voor de export.

Hoe werkt QE in de praktijk?

In de VS heeft de centrale bank (*Federal Reserve*) meerdere QE-programma's uitgevoerd waarbij staatsobligaties (*Treasuries*) en door hypotheek gedekte effecten (*mortgage-backed securities* – MBS) werden opgekocht. Deze programma's lijken de koersen te hebben opgedreven en de waarde van de Amerikaanse dollar (USD) te hebben gedrukt. Het effect op de rente- en inflatieverwachtingen en het vertrouwen van bedrijven en huishoudens is echter wisselend. Dit alles is in beeld gebracht in de onderstaande grafieken, waarin de periodes van QE door de Fed geel zijn gearceerd.

Rendementen daalden net voor en stegen tijdens QE

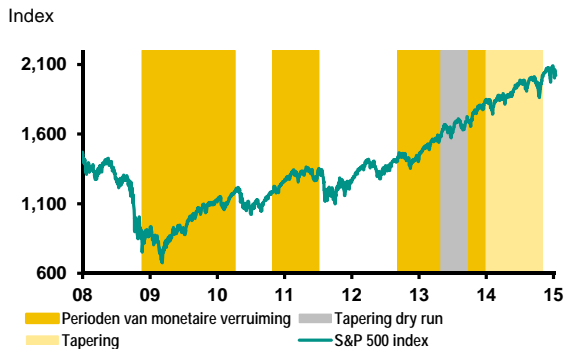


Bron: Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Economisch Bureau

Rendementen op staatsobligaties dalen in de aanloop naar QE maar stijgen tijdens QE

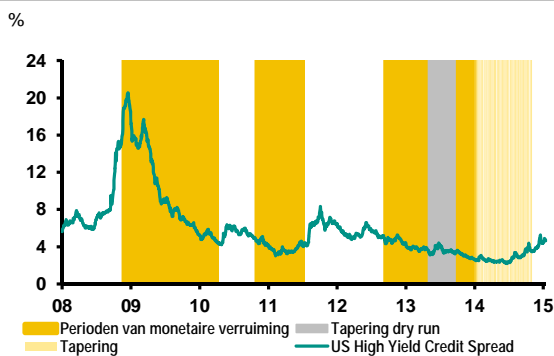
De eerste conclusie die we kunnen trekken, is dat de rendementen op *Treasuries* in de aanloop naar de QE-programma's daalden, maar stegen in de periodes waarin de feitelijke aankopen plaatsvonden. De markten hebben de neiging om het effect vooraf in te prijzen, namelijk op het moment dat het programma wordt aangekondigd. Wanneer het programma eenmaal loopt, vertonen de rendementen weer een opgaande lijn omdat het beleggerssentiment en de groeiverwachtingen verbeteren.

Aandelenmarkten VS stegen voor en tijdens QE



Bron: Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Economisch Bureau

Credit spreads VS daalden voor en tijdens QE



Bron: Bloomberg, ABN AMRO Economisch Bureau

Risicovolle beleggingen doen het goed voor en tijdens QE

De aandelenkoersen stegen en de *credit spreads* daalden in zowel de aanloop- als de feitelijke aankoopfase. Deze trends werden onderbroken in de tussenliggende periodes. Dit kanaal (herschikking van portefeuille) lijkt dus goed te functioneren.

Munt daalt in waarde

De US dollar daalde voornamelijk tijdens QE. Dit patroon werd wel enkele malen verstoord toen de staatsschuldencrisis in de eurozone op zijn hoogtepunt was en de euro het zwaar had. Het feit dat de euro gedurende deze donkere periode toch relatief sterk bleef ten opzichte van de dollar, onderstreept echter het effect van QE in de VS.

Consumenten- en ondernemersvertrouwen wisselt

Het vertrouwen van producenten (ISM index) en consumenten (Conference Board) nam tijdens QE-1 toe maar in de volgende rondes was er geen duidelijk patroon zichtbaar.

Wisselend effect op verwachtingen

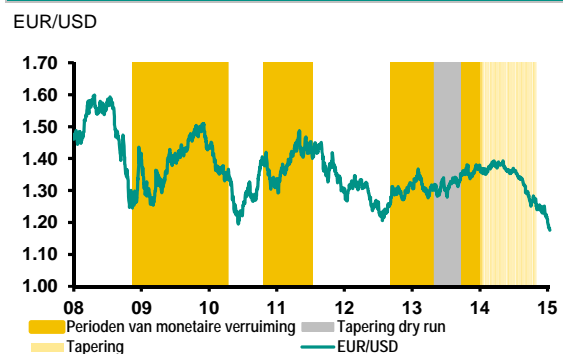
De inflatieverwachtingen – zoals gemeten aan de hand van de break-evenrente voor *Treasuries* – liepen tijdens QE-1 sterk op

maar daarna ontbrak een duidelijke trend. De stijging tijdens QE-1 hield mogelijk ook verband met het scherpe herstel van de olieprijs in die periode. Overigens lijkt alleen QE-3 verwachtingen voor de Fed-beleidstarieven te hebben verankerd. Mogelijk omdat dit programma vooraf geen duidelijke limiet kende.

Effect QE-1 het grootst

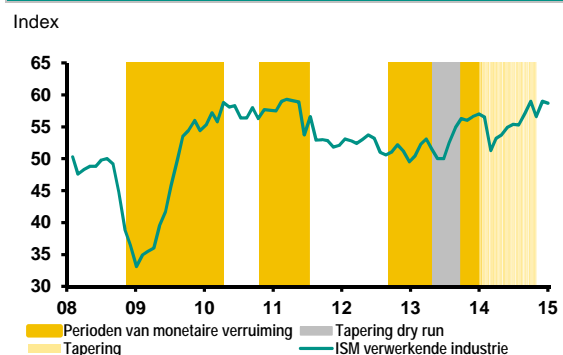
Wat opvalt bij de meeste beschreven variabelen, is dat QE-1 een groter en duidelijker effect had. Hoe komt dit? Ten eerste waren de spanningen op de financiële markten ten tijde van QE-1 extreem hoog: de zorgen over een financiële en economische ineenstorting waren reëel. Ten tweede kwam de eerste ronde als een verrassing en had deze duidelijk een schokeffect. En ten slotte ondergingen in die periode de banken een stresstest. Dit had ook een positieve uitwerking op de financiële markten. De overige QE-rondes vonden plaats onder normalere marktomstandigheden en kwamen ook veel minder als een verrassing. Zij hadden dan ook minder effect.

USD moet terrein prijsgeven tijdens QE



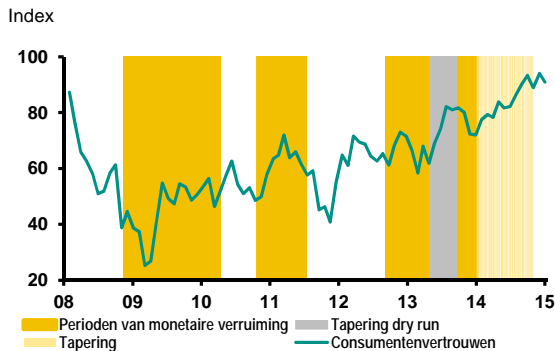
Bron: Bloomberg, ABN AMRO Economisch Bureau

ISM Index voor industrie wisselend tijdens QE



Bron: Bloomberg, ABN AMRO Economisch Bureau

Consumentenvertrouwen wisselend tijdens QE



Bron: Bloomberg, ABN AMRO Economisch Bureau

Wat voor effect sorteert QE in de eurozone?

Uit de bovenstaande analyse kan worden afgeleid dat QE twee belangrijke positieve effecten zal hebben: (i) de verschillen in risicopremies nemen af, wat zal leiden tot een verbetering van de financiële omstandigheden en (ii) de euro wordt goedkoper.

Verschillen in risicopremie worden kleiner

De verkrapting van risicopremies in de eurozone zal positief uitwerken voor aandelen, bedrijfsobligaties en perifere staatsobligaties. Dit proces is reeds ver gevorderd: de financiële markten hebben QE al grotendeels ingeprijsd.

Lagere perifere rendementen drukken leenrente

De dalende rendementen op perifere staatsobligaties trekken de tarieven voor bankkrediet mee naar beneden (zie bovenste grafiek in kolom hiernaast), zij het met enige vertraging en niet in dezelfde mate. Voor de beschikbaarheid van bankkrediet zijn bovendien de kapitalisatie van banken en de economische situatie belangrijker dan QE.

Markten in eurozone minder van belang

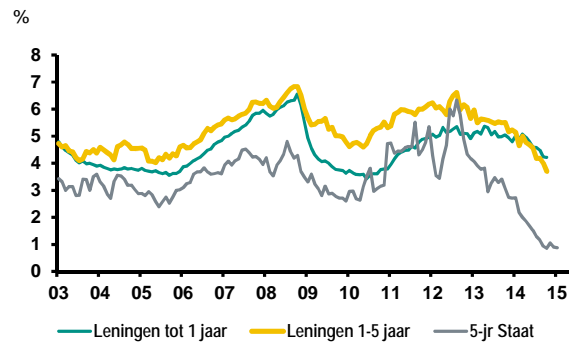
Per saldo zal het effect van QE op de economie in de eurozone vermoedelijk minder groot zijn dan in de VS. De economie van de eurozone wordt immers meer door de banken dan door de markten gedragen. Zo is de Europese markt voor bedrijfsobligaties kleiner. Bovendien is het particulier aandelenbezit in de eurozone geringer dan in de VS zodat vermogenseffecten waarschijnlijk bescheidener zijn.

De euro kan een groot effect hebben

Een goedkopere euro zal de economische groei en de inflatie het sterkst beïnvloeden. Wij schatten in dat een daling van de effectieve wisselkoers met 10% circa een procentpunt extra BBP oplevert na één jaar. Sinds vorig voorjaar duidelijk werd dat de ECB haar beleid verder zou gaan versoepelen, is de

effectieve wisselkoers van de euro met ongeveer 6% gedaald. Wij denken dat de euro nog verder zal dalen.

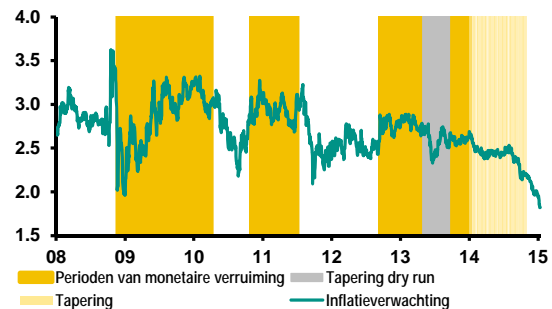
Spaanse bankrente daalt door obligatierendementen



Bron: Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Economisch Bureau

QE VS had wisselend effect op inflatieverwachtingen

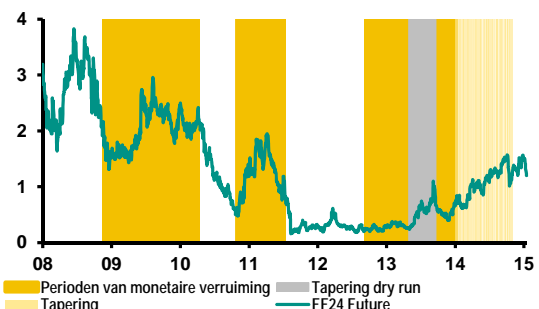
Fed 5-j break-eveninflatie, %



Bron: Bloomberg, ABN AMRO Economisch Bureau

QE VS had wisselend effect op renteverwachtingen

Impliciete beleidsrente over 2 jaar op basis van fed funds futures



Bron: Bloomberg, ABN AMRO Economisch Bureau

Samen sterker

De vooruitzichten voor de euro worden uiteraard niet alleen bepaald door de maatregelen van de ECB. Het beleid van de Federal Reserve en andere centrale banken is net zo belangrijk. Als de Fed later dit jaar de rente gaat verhogen, dan zal dit de koers van de US dollar opdrijven en kan de euro

verder dalen dan de ECB zou kunnen bereiken bij een bepaald QE-programma. Als de Fed echter aarzelt en pas later in actie komt, dan moet de ECB een veel groter programma optuigen om dezelfde waardedaling van de euro tot stand te brengen.

Gaat QE werken?

Als de maatstaf voor het slagen van QE is of de inflatie in de komende twee jaar weer duurzaam in de buurt van 2% komt, dan ziet het er niet naar uit dat het programma een succes wordt. Wel zal de ECB in ieder geval dichterbij de buurt van haar inflatiedoel komen dan wanneer het programma niet wordt uitgevoerd.

Gegeven de zeer lage inflatie wordt het inflatiedoel vermoedelijk pas haalbaar als de economie in de komende kwartalen zeer krachtig groeit. De kerninflatie bedraagt op dit moment slechts 0,8% en doorgaans stijgt of daalt de kerninflatie slechts langzaam. Tenzij zich een relatief grote schok voordoet, zoals in 2001 toen de kerninflatie met meer dan één procentpunt toenam nadat de economie in 2000 met circa 4% was gegroeid.

De ECB zou een stimulering van een dergelijke omvang nooit via haar wisselkoersbeleid kunnen bereiken, omdat dit op verzet van andere centrale banken zou stuiten.

De totale inflatie kan bij een scherp herstel van de grondstoffenprijzen veel sneller weer stijgen dan de kerninflatie. Deze grondstofinflatie zou echter van tijdelijke aard zijn.

Heeft QE nadelige neveneffecten?

Ja. Door QE drijven koersen mogelijk te ver af van de fundamentele situatie en QE kan beleidsmakers ook de verkeerde prikkels geven. Hier staat echter tegenover dat QE

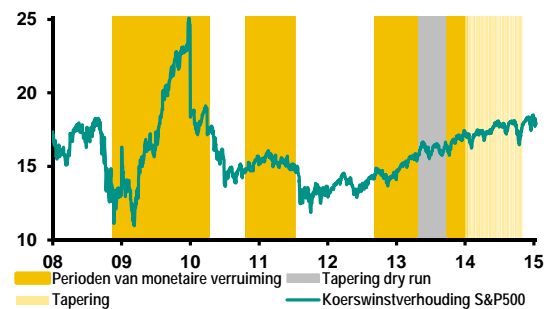
de vraag en de inflatie een positieve impuls geeft. Per saldo lijkt QE daarom nog altijd de moeite van het proberen waard. Met name gezien het – overigens geringe – risico van deflatie.

De waarderingniveaus op financiële markten zijn op dit moment geen punt van grote zorg. In de VS lijken aandelen weliswaar aan de hoge kant gewaardeerd maar van een zeepbel is bij lange na geen sprake. In de eurozone zijn er weinig tekenen die erop duiden dat de waarderingen in risicovolle beleggingscategorieën naar boven zijn doorgeschoten.

De poging om via QE de economische groei aan te zwengelen zou de initiatieven van beleidsmakers in de eurozone om de noodzakelijke hervormingen door te voeren, kunnen smoren. Deze initiatieven zijn op dit moment echter nog niet echt van de grond gekomen. Bovendien is het niet waarschijnlijk dat QE hierbij de doorslaggevende factor zal zijn.

Aandelenkoersen VS hoog maar geen zeepbel

K/w S&P 500



Bron: Bloomberg, ABN AMRO Economisch Bureau

Lees meer van het Economisch Bureau op: insights.abnamro.nl/category/economie/

Dit document is samengesteld door ABN AMRO. Het heeft uitsluitend als doel om financiële en algemene informatie te verstrekken over de economie. ABN AMRO behoudt zich alle rechten voor met betrekking tot de informatie in het document en het document wordt uitsluitend aan u verstrekt voor uw informatie. Het is niet toegestaan dit document (geheel of deels) te kopiëren, distribueren, door te geven aan een derde of om het voor enig ander doel te gebruiken dan hier boven bedoeld. Dit document is informatief bedoeld en vormt geen aanbieding van effecten aan het publiek, of een uitnodiging om een aanbod te doen.

U mag niet om welke reden dan ook vertrouwen op de informatie, meningen, beramingen, en aannames in dit document noch dat het compleet, accuraat of juist is. Er wordt geen garantie gegeven, uitdrukkelijk of stilzwijgend, door of uit naam van ABN AMRO, haar directieuren, functionarissen, vertegenwoordigers, gelieerde partijen, groepsmaatschappijen of werknemers met betrekking tot de juistheid of volledigheid van de informatie in dit document, en geen enkele aansprakelijkheid wordt geaccepteerd voor enig verlies als direct of indirect gevolg van het gebruik van deze informatie. De opvattingen en meningen opgenomen hierin kunnen op enig moment aan verandering onderhevig zijn en ABN AMRO heeft geen enkele verplichting om de informatie in dit document na de datum hiervan te herzien.

Voordat u in enig product van ABN AMRO investeert, dient u zich te informeren over de verschillende financiële en andere risico's, alsmede mogelijke beperkingen voor u en uw investeringen als gevolg van toepasselijke wetgeving en regels. Indien u, na lezing van dit document, overweegt een investering te doen in een product, raadt ABN AMRO aan om een dergelijke investering met uw relatiebeheerder of persoonlijke adviseur te bespreken om nader te bezien of het relevante product – met inachtneming van alle mogelijke risico's – past bij uw investeringen. De waarde van beleggingen kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garanties voor de toekomst. ABN AMRO behoudt zich het recht voor wijzigingen in dit materiaal aan te brengen.

Alle rechten voorbehouden