



2.1 In het licht van de verslechterde vooruitzichten inzake prijsstabiliteit, heeft de Raad van Bestuur van de ECB in 2019 nieuwe maatregelen genomen

De convergentie van de inflatie naar haar doelstelling is gevoelig vertraagd

De inflatie in het eurogebied is in 2019 opnieuw amper gestegen, en de inflatievooruitzichten op middellange termijn van het Eurosysteem werden in de opeenvolgende driemaandelijke projectieoefeningen neerwaarts bijgesteld. Ze zijn gedaald tot 1 % voor 2020 en tot 1,4 % voor 2021, terwijl de eerste voor 2022 beschikbare ramingen, zoals die blijken uit de oefening van december 2019, gewag maken van een inflatie van 1,6 %. Ook de private sector heeft zijn vooruitzichten ter zake neerwaarts herzien.

De kloof met de verwachting van eind 2018, namelijk een geleidelijke convergentie van de inflatie naar de doelstelling van de Europese Centrale Bank (ECB) – te weten een inflatie op jaarbasis van minder dan, maar dicht bij 2 % –, is aldus geleidelijk vergroot.

Hoe moet de persistent lage inflatie worden geïnterpreteerd?

Volgens het gebruikelijke reflectiekader wordt het prijsverloop sterk beïnvloed door de kracht van de economische activiteit. Een aantrekkende conjunctuurfase, waarin de productiefactoren intensiever worden aangewend, zou leiden tot een toename van de inflatoire druk, terwijl een vertraging van de bedrijvigheid zich zou vertalen in een afzwakking van de prijsdynamiek en zelfs, in geval van ernstige recessie, in een deflatie. Uit dat oogpunt zouden de neerwaartse herzieningen van de inflatieprojecties

in 2019 in het eurogebied wijzen op een toegenomen risico dat de tijdens het voorgaande jaar begonnen vertraging van de economische groei verergert en aanhoudt.

Het feit dat, volgens de projecties, de inflatie onder de doelstelling op middellange termijn zou blijven, wijst er in principe op dat de activiteit langdurig achterblijft bij het productiepotentieel. Een dergelijke situatie is niet optimaal omdat ze verliezen impliceert op het vlak van economisch welzijn, werkgelegenheid en inkomens. De vraag blijft immers achter bij het economisch aanbod. Die conclusie mag echter slechts worden getrokken als de inflatie in een conjunctureel neutrale periode, wanneer de reële productie nauw aansluit bij haar potentieel niveau, effectief convergeert naar de doelstelling van de centrale bank.

Het gebrek aan convergentie van de projecties naar de doelstelling van de ECB zou ook kunnen betekenen dat de economische actoren het cijfer waarop de inflatie zich volgens hen zou moeten stabiliseren wanneer de economie haar potentieel niveau bereikt, neerwaarts hebben bijgesteld. Concreet zou dit erop neerkomen dat de actoren voor de inflatie in het eurogebied voortaan een verankeringspunt hanteren dat duidelijk lager ligt dan 2 %.

In principe is de inflatiedoelstelling van de centrale bank voor de economische actoren een bepalende factor bij de vorming van hun verwachtingen. Ook de inflatieniveaus uit het verleden spelen echter een rol in dit – deels adaptief – proces. Deze retrospectieve component (*backward looking*) kan

na verscheidene jaren van lage inflatie belangrijker worden. Een dergelijke situatie kan er immers voor zorgen dat de actoren oordelen dat de centrale bank toleranter is ten opzichte van persistente inflatie-ecarts, en dat ze zelfs gaan twijfelen aan haar vermogen om de inflatie naar de doelstelling te leiden.

Het verloop van de inflatieverwachtingen op lange termijn lijkt die hypothese te staven. De neerwaartse tendens van de prijzen op de financiële markten ter bescherming tegen de vijfjaarsinflatie over vijf jaar is immers geïntensiveerd. Ook de inflatieverwachtingen op vijf jaar afkomstig van enquêtes die werden gehouden bij voorspellers uit de private

sector liepen vanaf de tweede helft van 2019 terug, nadat ze tot dan toe overwegend in overeenstemming waren gebleven met de definitie van prijsstabiliteit van de ECB.

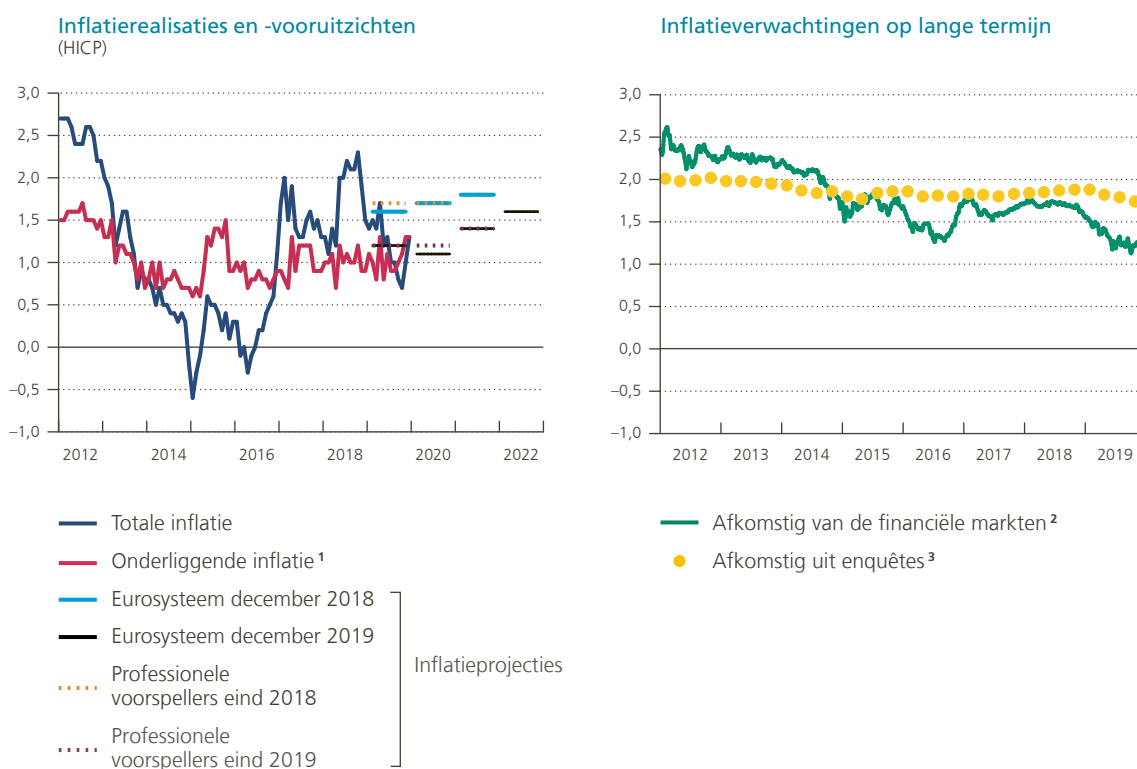
Waarom is een inflatie onder de doelstelling problematisch?

Een daling van de inflatie en van de inflatieverwachtingen heeft in eerste instantie tot gevolg dat het accommoderend effect van het monetair beleid wordt afgezwakt en, derhalve, dat het vermogen van dat beleid om de economie in een periode van laagconjunctuur te stabiliseren, wordt aangetast.

Grafiek 15

De geleidelijke convergentie van de inflatie naar haar doelstelling vertraagde en de inflatieverwachtingen op lange termijn liepen terug

(in %)



Bronnen: Bloomberg, ECB.

¹ Totale inflatie ongerekend energie en voedingsmiddelen.

² Inflatieverwachtingen op vijf jaar over vijf jaar, afgeleid van de prijzen van de swapcontracten die gedurende een periode van vijf jaar, beginnend vijf jaar na het sluiten van het contract, het inflatierisico in het eurogebied dekken.

³ Inflatieverwachtingen op vijf jaar, afkomstig van de kwartaalenquête van de ECB bij professionele voorspellers (gemiddelde van de geaggregeerde kansverdeling voor deze voorspellingshorizon).



Hoewel de centrale bank rechtstreeks kan ingrijpen op de nominale rente, worden de consumptie- en investeringsbeslissingen van de economische actoren immers beïnvloed door de wijzigingen in de reële rentetarieven, dat zijn de nominale rentetarieven verminderd met de inflatieverwachtingen voor de relevante beslissingshorizonten. Wanneer de inflatieverwachtingen dalen, wordt de impact van de (nominale) monetaire impuls ter ondersteuning van de prijsdynamiek aldus afgezwakt, aangezien de daling van de reële rente minder sterk is dan ingecalculeerd werd op het moment dat de beslissing werd genomen.

Ook andere kanalen spelen een rol. Aangezien schuldovereenkomsten doorgaans in nominale termen worden afgesloten, is een inflatie die lager uitkomt dan op het ogenblik van afsluiting van die overeenkomsten werd verwacht immers synoniem voor hogere reële kosten van de schuldaftossingen. De daaruit voortvloeiende arbitraire herverdeling van de rijkdom van kredietnemers naar kredietgevers zal de overmatige schuldenlast wellicht verlengen en de vraag afremmen.

Via die beide mechanismen wordt de lage inflatie een oorzaak, en niet langer alleen maar een

symptoom, van de economische malaise. Mocht de economie zich installeren in een situatie van blijvend lagere inflatie, dan doen zich twee extra complicaties voor.

Aangezien, om te beginnen, de nominale rentes het resultaat zijn van de som van de reële rentes en de (lagere) inflatieverwachtingen voor de relevante horizonten, bevinden ze zich permanent op een lager niveau. Lage nominale rentes gaan echter gepaard met toegenomen risico's inzake financiële stabiliteit. Bijvoorbeeld: de pensioenfondsen en de levensverzekeraars die hun verplichtingen in nominale termen moeten nakomen, kunnen in een dergelijke situatie geneigd zijn buitensporige risico's te nemen om de beloofde rendementen te halen. Aangezien de centrale bank tijdens een recessie bovendien sneller op de ondergrens van haar traditioneel instrument botst – het is moeilijk om de beleidsrentes sterk negatief te maken –, zal ze vaker niet-conventionele maatregelen moeten nemen, die op hun beurt ongewenste neveneffecten kunnen hebben.

Voorts wordt het moeilijker om de reële lonen te verlagen – een nuttige aanpassingsmaatregel wanneer de economie in een recessie belandt of wanneer

het concurrentievermogen ten opzichte van andere economieën moet worden hersteld. In een lage-inflatieomgeving zouden de lonen dan immers vaak nominaal moeten worden verlaagd, een maatregel waar ondernemingen en werknemers terughoudend tegenover blijven.

Kortom, in de beide gevallen maakt het verdwijnen van het 'kussen' waarin wordt voorzien door de verzekering van een inflatie dicht bij 2 % op middellange termijn, dat het economisch systeem minder goed schokken kan opvangen.

De Raad van Bestuur van de ECB verdedigt (de symmetrie van) zijn mandaat inzake prijsstabiliteit

Conform zijn mandaat inzake prijsstabiliteit dat hem is verleend krachtens het Verdrag betreffende de Werking van de Europese Unie (VWEU), is de Raad van Bestuur van de ECB vastbesloten absoluut te vermijden dat de inflatie aanhoudend laag zou blijven. Om die reden heeft hij in 2019 een reeks belangrijke beslissingen genomen, die hieronder worden toegelicht.

De monetairbeleidsbeslissingen van 2019 beogen in het bijzonder de inflatieverwachtingen opnieuw te verankeren in de buurt van 2 %

Deze houding schraagt bovendien de *symmetrische aanpak* bij het nastreven van de inflatiedoelstelling. Het strategisch kader voor de monetairbeleidsvoering van het Eurosysteem schrijft immers voor dat een inflatie die persistent onder of boven de referentie blijft¹, krachtig moet worden bestreden. Sinds juli 2019 wordt dit streven naar symmetrie trouwens

uitdrukkelijk vermeld in de inleidende verklaringen van de persconferenties van de president van de ECB.

De symmetrie kan niet vanzelfsprekend lijken als de inflatie onder de doelstelling blijft. Vooreerst is de beleidsrente – het voorkeursinstrument van de centrale banken – asymmetrisch aangezien ze niet eindeloos kan worden verlaagd om de lage inflatie tegen te gaan, meer bepaald omdat de economische actoren hun tegoeden kunnen omzetten in contanten. Voorts kan de door de Raad gehanteerde kwantitatieve definitie van de prijsstabiliteit ook als asymmetrisch worden gepercipieerd omdat ze een doelstelling *onder* de 2 % vermeldt.

De beslissingen van 2019 zijn aldus niet alleen bedoeld om de weerbaarheid van de economie te ondersteunen in het licht van het risico van een langdurige economische vertraging, maar ook om aan te tonen dat de Raad zowel *in staat* als *vastberaden* is de doelstelling te bereiken ondanks verscheidene jaren van lage inflatie en een zekere asymmetrie in het instrumentarium van het Eurosysteem. Het is een essentiële stap die er moet voor zorgen dat de economische actoren, bij het plannen van langetermijnprojecten, opnieuw redelijkerwijs kunnen uitgaan van een gemiddelde inflatie die onder, maar dicht bij 2 % uitkomt.

¹ Cf. onder meer de toespraak 'Een symmetrisch mandaat vervullen met asymmetrische instrumenten: monetair beleid in een context van lage rentetarieven' van Mario Draghi, toenmalig president van de ECB, gehouden tijdens de ceremonie ter gelegenheid van het 200-jarig bestaan van de Oostenrijkse Nationalbank, te Wenen, op 2 juni 2016.

2.2 De monetairbeleidsbeslissingen van 2019 verlengen de monetaire versoepeling

Vóór 2019: een ongekeerde opeenvolging van versoepelingen, gevolgd door een beginnende normalisatie

De scherpe daling van de inflatie sinds 2009, een gevolg van de financiële crisis en de grote recessie, en het daarmee gepaard gaande deflatierisico hebben de Raad van Bestuur van de ECB ertoe gebracht heel wat maatregelen te nemen – ook niet-conventionele – om de monetairbeleidskoers in het eurogebied te versoepelen. De beleidsrentes werden verlaagd, met een negatieve rente op de depositofaciliteit tot gevolg. In januari 2015 werd, in het kader van het uitgebreid programma voor de aankoop van activa (expanded asset purchase programme – APP) besloten tot een grootschalige aankoop van effecten van de overheids- en de private sector.

Die maatregelen werden, net als de communicatie over het toekomstig verloop ervan, meermaals bijgestuurd afhankelijk van het opgetekende inflatieverloop. Aangezien de Raad er steeds meer van overtuigd raakte dat het geleidelijk convergentieproces van de inflatie in de richting van de doelstelling in gang was gezet, paste hij zijn belangrijkste stimuleringsmaatregelen in de loop van 2018 aan, met name door de nettoaankopen van activa in het kader van het APP aan het einde van dat jaar stop te zetten. Het op dat ogenblik geplande normalisatieproces zou zeer geleidelijk verlopen om een stevige monetaire ondersteuning te kunnen blijven garanderen. Zo werd de omvang van de APP-effectenportefeuille gedurende een langere periode op het toenmalig historisch hoge niveau gehandhaafd door de hoofdsom van de op vervalddag gekomen effecten te herinvesteren.

De beslissingen van de Raad in 2019, die de risico's van een aanhoudende verslechtering van de vooruitzichten inzake prijsstabiliteit beogen af te wenden,

werden dus genomen in een context van reeds zeer aanzienlijke monetaire versoepeling. Die beslissingen vertragen bijgevolg de oorspronkelijk geplande normalisatie, of anders gezegd, ze verlengen de monetaire versoepeling.

De beslissingen van september 2019 mobiliseren alle instrumenten van het Eurosysteem

Als reactie op de geleidelijke verslechtering van de macro-economische situatie, kondigde de Raad reeds in de eerste maanden van 2019 verscheidene maatregelen aan. De beslissingen van september – ongetwijfeld de voornaamste monetairbeleidsreactie van het Eurosysteem tijdens dat jaar – werden ingegeven door een combinatie van drie factoren: de sterker dan voorziene groeivertraging, de aanhoudende neerwaartse risico's voor de economische groei – voornamelijk een gevolg van geopolitieke en handelsspanningen –, en de algemene daling van de inflatieverwachtingen op lange termijn.

Die beslissingen, die de Raad reeds gedeeltelijk in eerdere mededelingen aankondigde, mobiliseren alle instrumenten van het Eurosysteem. Er zijn vier soorten van maatregelen.

Ten eerste werd de rente op de depositofaciliteit, die sinds maart 2016 $-0,4\%$ bedroeg, verlaagd tot $-0,5\%$. De twee andere beleidsrentes bleven echter ongewijzigd: de rente op de basisherfinancieringstransacties op 0% en de rente op de marginale beleningsfaciliteit op $0,25\%$.

Die verlaging van de referentierente voor de financiële markten was geen verrassing: in haar officiële communicatie gaf de ECB sinds juli 2019 opnieuw

aan, nadat die vermelding ongeveer twee jaar voordien was weggelaten, dat de beleidsrentes *onder* hun huidige niveau konden dalen. Aangezien dat communicatie-element sindsdien wordt behouden, blijven ook in de toekomst nieuwe renteverlagingen mogelijk.

Ten tweede werden de aanwijzingen in verband met het toekomstig verloop van de beleidsrentes versterkt. Sinds medio 2018 bevatte die communicatie immers in eerste instantie een specifieke tijdsreferentie (in december 2018 werd bijvoorbeeld verduidelijkt dat de *rentes minstens de hele zomer van 2019* op hun toenmalig niveau zouden blijven) en voorts een verband met de verwezenlijking van de inflatiedoelstelling (er werd aangekondigd dat de rentes op een historisch laag niveau zouden blijven, in elk geval zolang als nodig om de duurzame convergentie van de inflatie in de richting van de doelstelling te garanderen). In maart en juni 2019 werd de tijdsreferentie verlengd. Vanaf september werd niet langer gewag gemaakt van die kalenderreferentie, maar werd het verband

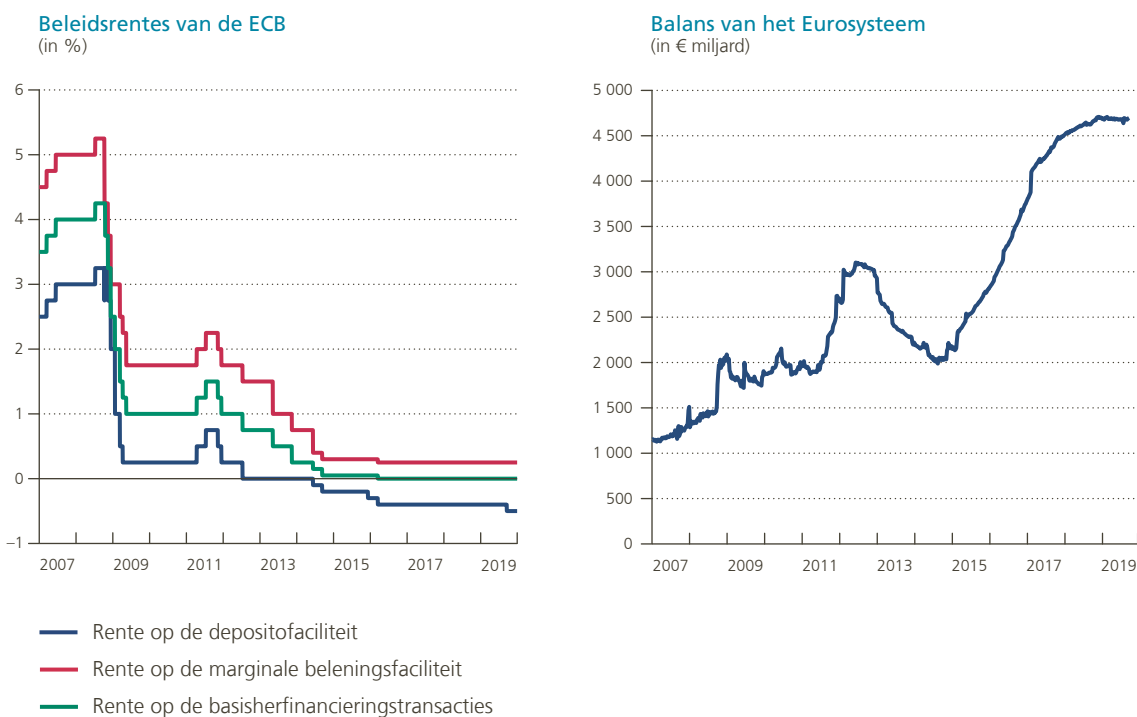
met het inflatieverloop versterkt. Dat verband komt sindsdien tot uiting in drie punten:

- de rentetarieven zullen historisch laag blijven (huidige of lagere niveaus) totdat de Raad vaststelt dat de inflatievooruitzichten krachtig convergeren naar een niveau dat voldoende dicht bij, maar onder 2 % ligt;
- de convergentie moet worden bekeken over de projectieperiode van het Eurosysteem, namelijk een periode van twee tot drie jaar;
- de convergentie moet blijken uit de opgetekende onderliggende inflatiedynamiek.

Doordat dit laatste punt een retrospectieve component (*backward looking*) toevoegt aan de voor- namelijk prospectieve dimensie (*forward looking*), wordt de oriëntatie sterker. De convergentie moet niet alleen duurzaam zijn – tijdelijke prijsstijgingen worden daarbij buiten beschouwing gelaten –, ze moet ook worden ondersteund door een effectieve en aanhoudende toename van de druk op de binnenlandse prijzen. Die voorwaarde moet absoluut

Grafiek 16

De monetaire versoepeling werd verlengd



Bron: ECB.

worden geverifieerd, gelet op de aanhoudende onzekerheid over de aard van de factoren – vraag of aanbod – die de groeivoorzichten in het eurogebied in de weg staan.

Ten derde werd besloten de nettoaankopen van overheids- en private effecten in het kader van het APP vanaf november 2019 te hervatten ten belope van € 20 miljard per maand. Die aankopen zullen in dat tempo worden voortgezet zolang als nodig is om de accommoderende effecten van de beleidsrentes te versterken. Het is ook de bedoeling die aankopen stop te zetten net voordat de beleidsrentes opnieuw worden verhoogd.

Dat de voortzetting van de aankopen aan de rentebeslissingen wordt gekoppeld, betekent dat de aankopen afhankelijk worden gemaakt van de prijsdynamiek. Het gaat om 'kettingmaatregelen': de convergentie van de inflatievooruitzichten bepaalt het rentepad, dat op zijn beurt bepalend is voor de duur van de nettoaankopen. In fine komt dit erop neer dat de aankopen zullen worden voortgezet zolang de inflatievooruitzichten niet verbeteren.

De reactivering van het APP is een aanvulling op de versoepeling die het gevolg is van de rentebeslissingen. De nettoaankopen, op de financiële markten, van langetermijnsobligaties van de overheids- en de private sector maken het effectief mogelijk de langetermijnrentes en, bijgevolg, de relevante financieringskosten voor gezinnen en ondernemingen meer rechtstreeks neerwaarts te beïnvloeden. Bovendien hebben de nettoaankopen ook een duidelijker impact op de inflatieverwachtingen op lange termijn, met name omdat ze aantonen dat de Raad vastbesloten is alle middelen in te zetten die beschikbaar zijn om de inflatiedoelstelling te bereiken.

Het hervatten van de nettoaankopen ging bovendien gepaard met de bevestiging dat het beleid om de hoofdsom van de in het kader van het APP gekochte effecten die op vervaldag komen, te herinvesteren, van kracht zal blijven tot geruime tijd na het tijdstip waarop de Raad de beleidsrentes zal beginnen te verhogen. Dat beleid zal worden aangehouden 'zolang

als nodig is om gunstige liquiditeitsvoorwaarden en een hoge mate van monetaire steun te handhaven'.

Aangezien de periode waarin de maatregelen gehandhaafd blijven expliciet gekoppeld is aan de inflatievooruitzichten, en er niet langer een specifieke kalenderreferentie wordt vermeld, bevat het maatregelenpakket een automatische stabilisator en een voorspelbare opeenvolging van monetairbeleidsbeslissingen: herstelt de inflatie zich trager in de richting van de doelstelling van 2 %, dan wordt ervan uitgegaan dat de maatregelen langer van kracht zullen blijven. Convergeert de inflatie sneller, dan zou het beleid sneller worden genormaliseerd.

Aangezien die maatregelen een verlengde lagere renteperiode impliceren, werden, ten vierde, aan het pakket van september 2019 twee maatregelen toegevoegd ter ondersteuning van de bancaire transmissie.

Om te beginnen, werden de uitvoeringsbepalingen van de TLTRO III versoepeld ten opzichte van de oorspronkelijke plannen. TLTRO III is de derde reeks gerichte langerlopende herfinancieringstransacties (targeted longer-term refinancing operations), die in maart werd aangekondigd en in september gelanceerd. Zo werd de duur van de zeven voor de banken van het eurogebied geplande driemaandelijkse leningstransacties verlengd van twee tot drie jaar, terwijl de tarifiering ervan nog voordeliger werd. De basisrente van de TLTRO III werd immers vastgesteld op de gemiddelde rente van de basisherfinancieringstransacties van het Eurosysteem tijdens de looptijd van elke TLTRO. Verstrek de lenende bank voldoende kredieten, dan kan die rente zelfs dalen tot de gemiddelde rente op de depositofaciliteit gedurende de looptijd van de TLTRO.

Voorts werd eind oktober 2019 een tweeledig systeem voor de vergoeding van reserves ingevoerd. Het gaat erom dat een deel van de reserves die de banken van het eurogebied bij het Eurosysteem aanhouden, vrijgesteld wordt van de negatieve rente op de depositofaciliteit en tegen 0 % wordt vergoed. In Kader 2 wordt die maatregel toegelicht.

De periode waarin de diverse maatregelen gehandhaafd blijven, is expliciet gekoppeld aan de inflatievooruitzichten: het gaat om een sterke automatische stabilisator

Een innovatie in de monetairbeleidsbeslissingen van 2019: het tweeledig systeem voor de vergoeding van reserves

Naast de verplichte reserves die de banken bij het Eurosysteem moeten aanhouden, deponeren ze er ook hun liquiditeitsoverschotten. Op die overtollige reserves is de – sinds juni 2014 negatieve – rente op de depositofaciliteit van toepassing. Voor sommige banken kan die situatie problematisch worden aangezien de rentevergoeding die ze uitkeren op de deposito's van hun retailklanten – gezinnen en niet-financiële ondernemingen –, zelden onder 0 % uitkomt. De terughoudendheid inzake het hanteren van negatieve rentevergoedingen kan drie redenen hebben: (1) het bestaan van contant geld, dat door de huishoudens en de niet-financiële ondernemingen als laatste 'uitweg' wordt gebruikt om liquiditeiten aan te houden; (2) de geldillusie, waardoor retailklanten de negatieve nominale rente als diefstal of, op zijn minst, als een abnormale situatie beschouwen; en (3) wettelijke beperkingen.

Tegen de achtergrond van het beleid van negatieve rentes kan de neerwaartse rigiditeit die geldt voor een deel van de financieringskosten van die banken, de nettorentemarge van deze laatste dus onder druk zetten. Handhaven de rentetarieven zich op een laag/negatief peil, dan moeten die banken trouwens, ceteris paribus, effectief activa (her)beleggen tegen lagere rentevergoedingen dan voorheen, terwijl de kosten grosso modo onveranderd blijven.¹

Mocht de rentabiliteit van sommige banken daardoor te sterk of gedurende een lange periode negatief worden beïnvloed, dan zou de monetairbeleidstransmissie kunnen worden belemmerd. Om hun marges voldoende ruim te houden, zouden de banken in kwestie immers, bijvoorbeeld, de rente die ze op hun leningen toepassen, minder sterk kunnen verlagen of hun kredietverlening terugschroeven.

Door een deel van de overtollige reserves vrij te stellen van een negatieve rente, wordt de negatieve impact die de neerwaartse rigiditeit van de financieringskosten van sommige banken op hun nettorentemarge heeft, gedeeltelijk getemperd, wat hun intermediatievermogen en een vlotte monetairbeleidstransmissie kan helpen vrijwaren. Dat is ook de reden waarom de Raad van Bestuur in september 2019 het 'tweeledig systeem voor de vergoeding van reserves' goedkeurde. Dat systeem trad op 30 oktober in werking.

In dat systeem hangt het deel van de overtollige reserves dat vrijgesteld is van een negatieve rente nauw samen met het volume aan retaildeposito's. Reden daarvoor is dat precies voor die deposito's de minimale rentevergoeding vaak ongeveer 0 % bedraagt. Volgens de uitvoeringsbepalingen van het systeem zou een bedrag dat tot zesmaal de reserveverplichtingen van de banken in kwestie beloopt, vergoed kunnen worden tegen 0 % in plaats van tegen de negatieve rente op de depositofaciliteit. Die reserveverplichtingen zijn gelijk aan 1 % van de kortlopende passiva van de banken, met uitzondering

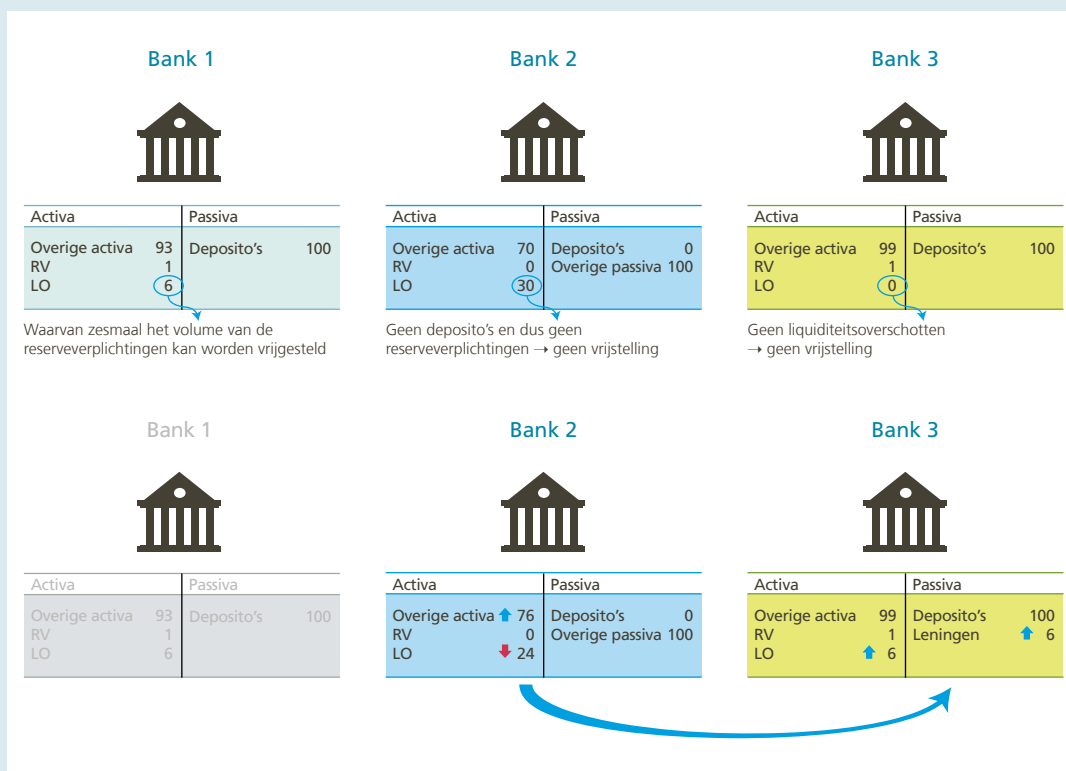
¹ Dat is slechts een deel van de analyse. Terzelfder tijd leidt een beleid van negatieve rentes, net als de verlagingen van positieve beleidsrentes, ook tot kapitaalwinsten in de effectenportefeuilles. Het komt bovendien ook ten goede aan de kredietportefeuilles van de banken, vooral omdat de vraag naar krediet en de kwaliteit daarvan toenemen dankzij de aan het beleid van negatieve rentes verbonden verbetering van de macro-economische omstandigheden. Het totale effect van het negatieverentebeleid op de rentabiliteit van de banken en, derhalve, op hun intermediatievermogen is bijgevolg onduidelijk, vooral aan het begin van de aanpassingsfase nadat de beleidsrente werd verlaagd. Voor meer informatie, zie de Sola Perea M. en M. Kasongo Kashama (2017), 'Het negatieverentebeleid in het eurogebied en het aanbod van bankkrediet', NBB, *Economisch Tijdschrift*, december, 45-65.



van sommige categorieën, zoals de interbancaire leningen. In de praktijk komt het erop neer dat die reserveverplichtingen voornamelijk afhankelijk zijn van de deposito's van de retailklanten, meer bepaald de gezinnen.

Concreet impliceert het voortaan in het Eurosysteem geldend tweeledig systeem voor de vergoeding van reserves minder kosten voor de banken die terzelfder tijd retaildeposito's aantrekken en overtollige reserves hebben, zoals het geval is voor bank 1 in het schema hieronder. Een bank die zich daarentegen niet via deposito's financiert, bijvoorbeeld bank 2, heeft niet onmiddellijk baat bij de maatregel. Een dergelijke bank zou het ongunstig effect van de negatieve rente echter in mindere mate voelen, aangezien dat effect voortkomt uit het feit dat de depositorente naar onderen begrensd is. Een bank die deposito's aantrekt, maar niet over overtollige reserves beschikt, zoals bank 3 in het schema, zal trouwens evenmin rechtstreeks profijt trekken van het systeem. Anders dan bij bank 2, zou de rentabiliteit van bank 3 echter kunnen worden aangetast door het beleid van negatieve rentes: de activa die ze (her) financiert, brengen steeds minder op, terwijl de kosten van haar financiering via retaildeposito's zo goed als onveranderd blijven.

Het tweeledig systeem voor de vergoeding van reserves kan leiden tot overdrachten van liquiditeitsoverschotten tussen banken ¹



Bron: NBB.

¹ In de schema's staat 'RV' voor reserveverplichtingen en 'LO' voor liquiditeitsoverschotten.

De banken die meer liquiditeitsoverschotten aanhouden dan de vrijgestelde limiet en de banken die geen dergelijke overschotten aanhouden (of in ieder geval minder dan die limiet) kunnen echter (meer) voordeel halen uit het systeem door zich op de interbancaire markten te begeven. In het schema impliceert dit dat bank 2 aan bank 3 leent (cf. het onderste gedeelte van het schema).

In principe zou een dergelijke transactie moeten worden verricht tegen een tarief dat zich tussen de rente op de depositofaciliteit – die sinds september 2019 $-0,5\%$ beloopt – en 0% bevindt, dat is de rentevergoeding op de vrijgestelde overtollige reserves. Zo trekt bank 2 voor de uitgeleende (niet-vrijgestelde) liquiditeitsoverschotten profijt van een hogere rente dan die op de depositofaciliteit, terwijl bank 3 een winstmarge kan genereren omdat ze leent tegen een rente lager dan 0% en ze op die liquiditeiten, zodra ze bij de centrale bank zijn geplaatst, een vergoeding van 0% ontvangt.

Een sterke toename van dergelijke transacties zou de rente op de geldmarkt echter kunnen doen stijgen. Dat zou bijvoorbeeld het geval zijn, mochten ze worden verricht met banken die vroeger minder actief waren op de interbancaire markt. In het licht van de afnemende fragmentatie van de banksector – waarbij de interbancaire spreads dus beperkt blijven –, blijkt dat risico zich sinds de invoering van het systeem in het eurogebied nog niet te hebben voorgedaan. Toch heeft de Raad van Bestuur van de ECB verklaard de ontwikkelingen op de geldmarkt nauwlettend te zullen volgen en bereid te zijn de multiplicator van de reserveverplichtingen (momenteel gelijk aan zes) aan te passen om ter zake een ongunstige invloed te vermijden.

2.3 De financieringsvoorwaarden in het eurogebied bleven bijzonder soepel

Zoals toegelicht in Kader 1 van hoofdstuk 1, kunnen de algemene financieringsvoorwaarden (de 'lage rentetarieven') op de wereldwijde financiële markten, inclusief die van het eurogebied, voornamelijk worden verklaard door structurele factoren die het spaaraanbod ondersteunen en de vraag naar investeringen drukken. De monetairbeleidskoers van het Eurosysteem heeft echter ook een impact op de financieringsvoorwaarden in het eurogebied.

De daling van de risicovrije rentes in het eurogebied uit monetairbeleidsoogpunt

Tegen de achtergrond van liquiditeitsoverschotten, bleef de EONIA – de referentierente op niet-gewaarborgde interbancaire eendagsdeposito's in het eurogebied – enkele basispunten boven de rente op de depositofaciliteit, zowel vóór als na de verlaging van deze laatste. De €STR (€uro Short-Term

Rate) – de indicator die sinds oktober 2019 door de ECB wordt gepubliceerd en op termijn de EONIA zal vervangen als referentierente voor de euro – stabiliseerde zich dan weer op een niveau dat enkele basispunten onder de bodembeleidsrente lag. Dat verschil was toe te schrijven aan het feit dat de €STR, in tegenstelling tot de EONIA, ook de tarieven omvat voor niet-gewaarborgde eendagsleningen van de banken uit het eurogebied bij niet-bancaire en buitenlandse tegenpartijen die geen toegang hebben tot de depositofaciliteit van het Eurosysteem.

De beslissingen die in 2019 rond de beleidsrentes werden genomen, zorgden in het eurogebied voor aanzienlijke dalingen van de risicovrije rentes¹ op korte en middellange termijn. Beleggers hebben

¹ Een risicovrije rente is een rente die het kredietrisico (zoveel mogelijk) uitsluit en dus enkel het renterisico bevat, met andere woorden het risico dat de onderliggende waarde vermindert op het ogenblik dat de kortetermijnrentes stijgen.



kennelijk een goed inzicht in de reactiefunctie van het Eurosysteem: in het licht van de verslechterde economische vooruitzichten hebben ze hun verwachtingen ten aanzien van het niveau en het toekomstige verloop van de beleidsrentes systematisch en preventief bijgesteld, waardoor de risicovrije rentes op korte tot middellange termijn automatisch zijn gedaald.

In de loop van het jaar is in het eurogebied de volledige curve van risicovrije rendementen, tot aan het langeretermijnsegment, geleidelijk gedaald en ook afgevlakt. De risicovrije tienjaarsrente zakte aldus tot een historisch laag peil, een beweging die tot op zekere hoogte synchroon verliep met het verloop van de overeenstemmende rente in de Verenigde Staten, waar de beleidsrente in de tweede helft van het jaar driemaal werd verlaagd.

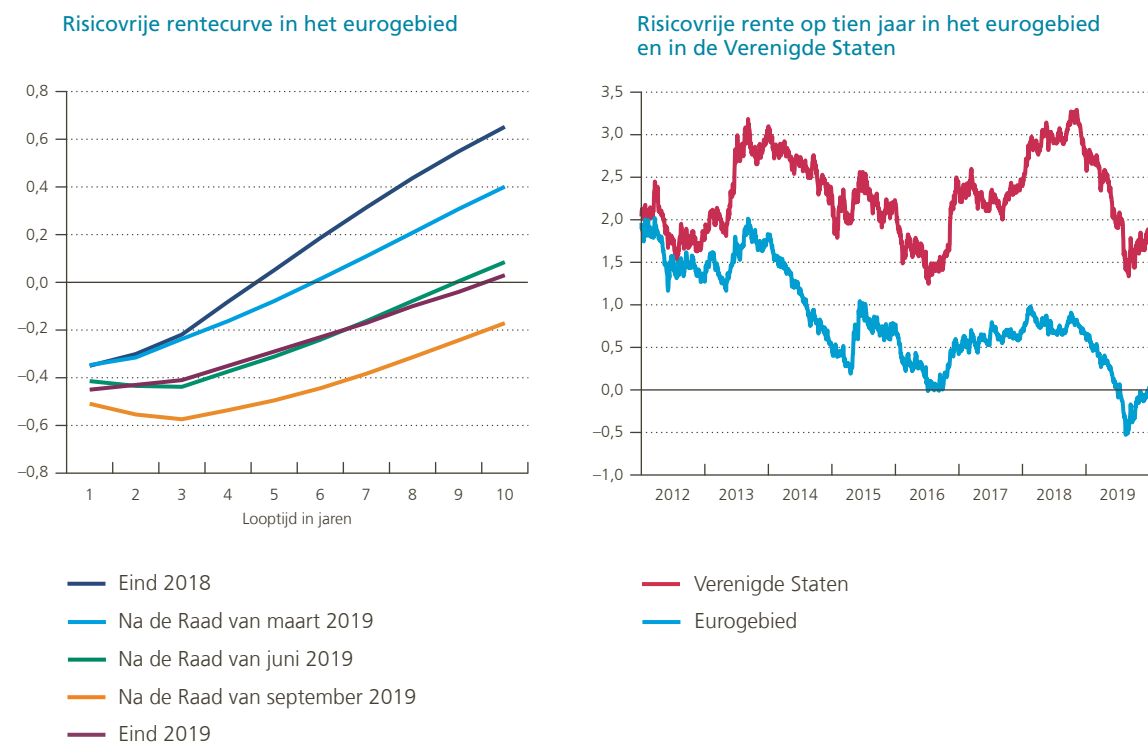
Op welke manier heeft het monetaire beleid van het Eurosysteem bijgedragen tot de in 2019 opgetekende ontwikkelingen? De uitsplitsing van de risicovrije nominale tienjaarsrente van het eurogebied in een reële component en een inflatiecompensatiefactor beklemtoont hoe doeltreffend de monetaire stimulus is. Ondanks de forse daling van de inflatiecompensatiefactor – een gevolg van de verslechterende macro-economische vooruitzichten – maakte de centralebankimpuls het immers mogelijk de nominale rente voldoende te doen dalen om de reële rente te verlagen.

Tijdens het laatste kwartaal van 2019 lieten de rentes, zowel in nominale als in reële termen, een stijging optekenen. Dat ging gepaard met een schuchtere verbetering van de economische vooruitzichten, wat het restrictief karakter van die rentestijging nuanceert.

Grafiek 17

De risicovrije rentes van het eurogebied daalden

(in %)

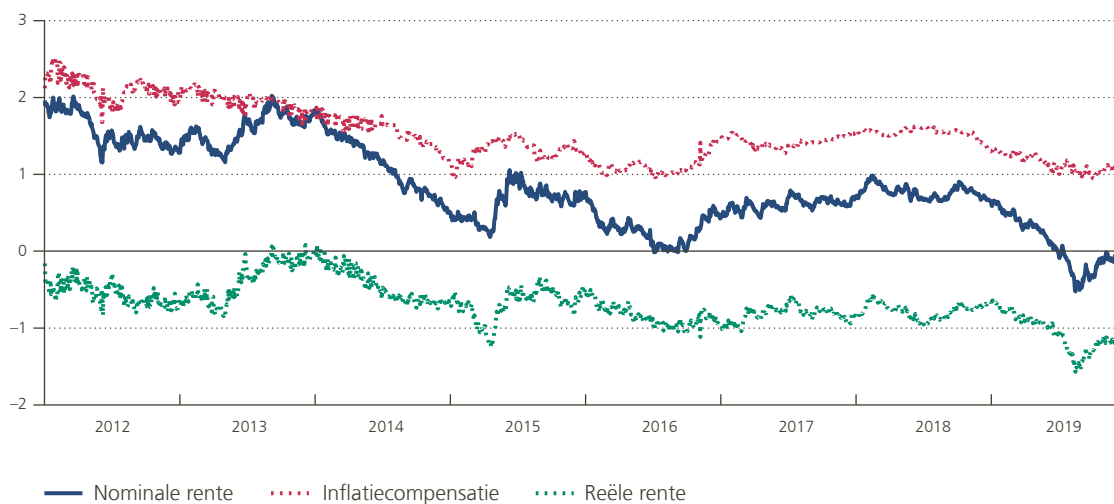


Bronnen: Bloomberg, Refinitiv.

Grafiek 18

Doordat het soepel monetair beleid werd verlengd, kon de reële rente, ondanks de daling van de inflatieverwachtingen, worden verlaagd

(uitsplitsing van de risicovrije nominale tienjaarsrente van het eurogebied, in %)



Bron: Refinitiv.



De monetaire versoepeling breidde zich uit naar de financieringsvoorwaarden in de ruime zin

De transmissie van de versoepelde voorwaarden naar de risicovollere financiële markten verliep voor zowel de overheids- als de private sector probleemloos. In tegenstelling tot sommige, aan het einde van 2018 waargenomen spanningen op de risicovollere financiële markten van het eurogebied, kon de verlenging van de monetairbeleidsaccomodatie in 2019 blijkbaar voorkomen dat de financiële variabelen de macro-economische vooruitzichten verder deden verslechteren.

De rendementen op tienjaarsoverheidsobligaties liepen terug, terwijl ook de rentever verschillen ten opzichte van Duits overheidspapier kleiner werden. Die versmalling van het rente-ecart versnelde in een context waarin de reactivering van het APP, zonder een specifieke einddatum aan te kondigen, gelijk stond met een versterkte

en verlengde aanwezigheid van het Eurosysteem als belangrijk koper op de markten voor overheidsschulden. Het rendementsecart van de Italiaanse obligaties verkleinde zeer duidelijk vanaf de zomer, toen de Italiaanse regering in zekere mate reageerde op de bezorgdheden van de Europese Commissie (EC) over de begrotingskoers van dat land.

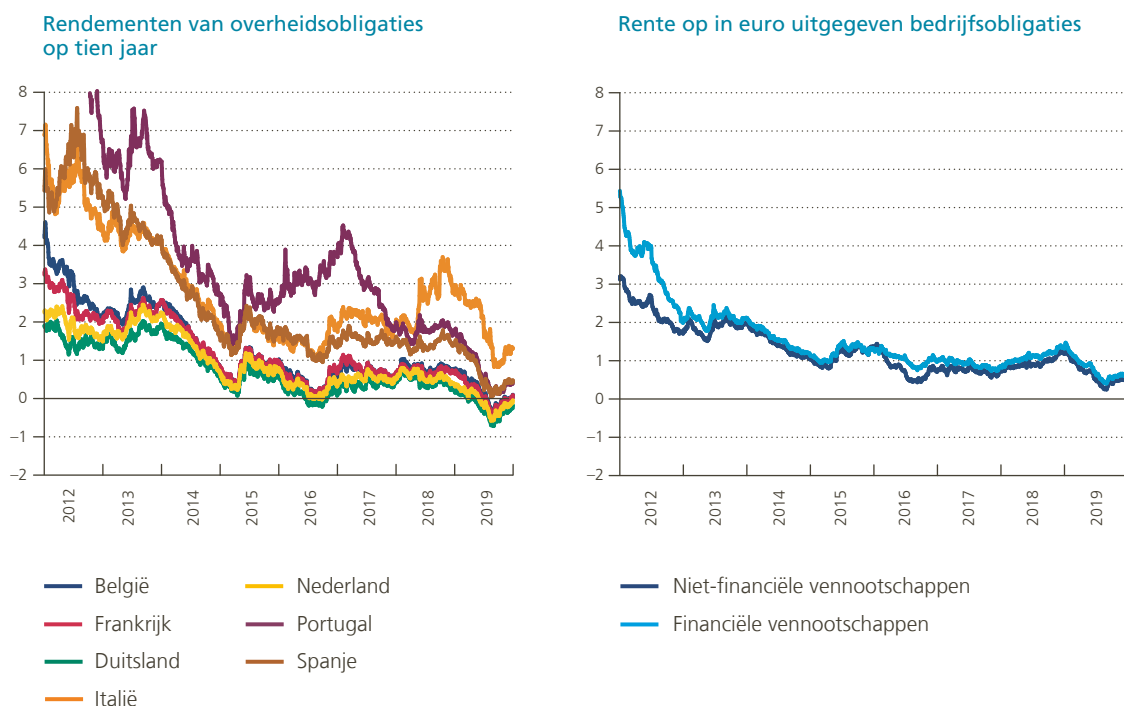
Ook het rendement van de obligaties van de niet-financiële en financiële vennootschappen daalde aanzienlijk en stabiliseerde zich vanaf september op een historisch laag niveau. Die neerwaartse beweging was algemeen verspreid, ongeacht de kredietkwaliteit van de obligatie-emittenten.

Bovendien werd in 2019 constant veel bankkrediet verleend aan niet-financiële vennootschappen, hoewel de groei ervan zich stabiliseerde. Het behoud van die volumedynamiek – ondanks de vertraging van de economische groei – was deels te danken aan de persistent lage rentes.

Grafiek 19

De transmissie van de versoepelde voorwaarden naar de risicovollere financiële markten verliep zonder problemen

(in %)



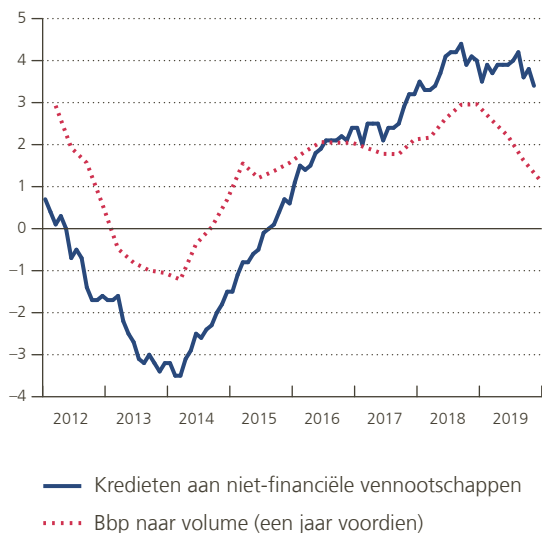
Bron: Refinitiv.

Grafiek 20

Door de historisch lage rentes bleef de kredietverlening van de banken robuust, ondanks de vertraging van de economische groei

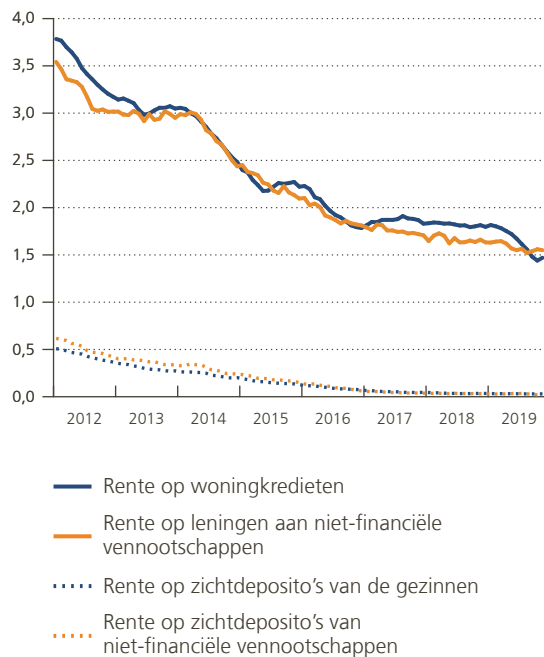
Verstrekking van bankkredieten aan niet-financiële vennootschappen en bbp naar volume van het eurogebied

(veranderingspercentages op jaarbasis)



Belangrijkste banktarieven voor particuliere klanten

(in %)



Bron: ECB.

Het verloop van de criteria inzake kredietverlening aan ondernemingen, zoals dat blijkt uit de antwoorden op de driemaandelijke enquêtes van het Eurosysteem naar de bancaire kredietverlening (Bank Lending Survey), lijkt echter te wijzen op beginnende aarzende tekenen van verkrapping op de kredietmarkt. Volgens de banken is die aanscherping voornamelijk toe te schrijven aan hun toenemende risicoperceptie als gevolg van de vertraging van de bedrijvigheid veel meer dan aan factoren in verband met balansrestricties. Bovendien begint ook de economische vertraging negatieve gevolgen te hebben voor de kredietvraag.

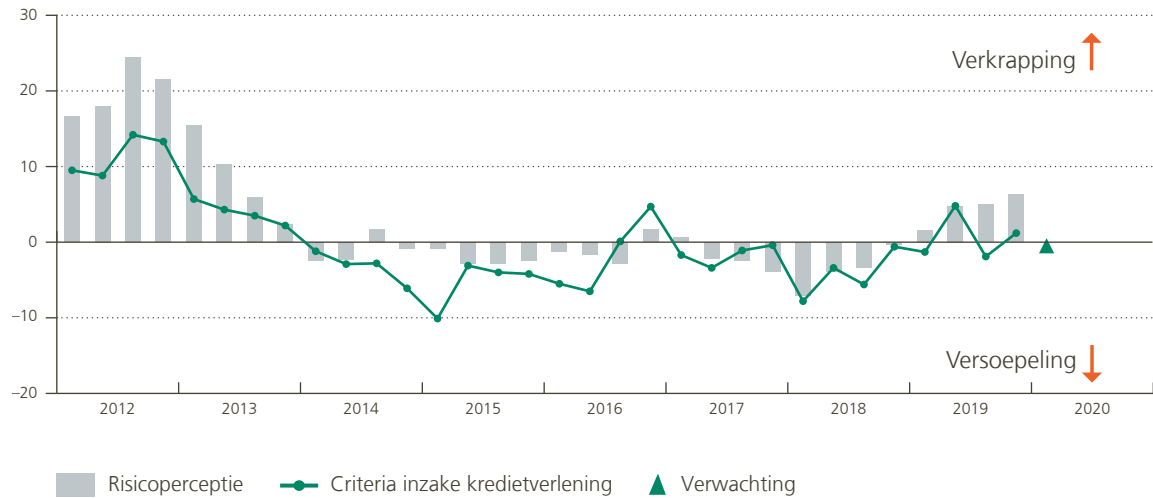
Hoewel de banken in 2019 te kennen gaven dat het negatieve rentebeleid hun nettorentemarge ongunstig beïnvloedde, preciseerden ze tegelijkertijd dat de lage rentes de transmissie van dat beleid niet in de weg stond: de negatieve rentes bleven ertoe bijdragen dat de rentes op kredieten daalden en dat het kredietvolume enigszins toenam.



Grafiek 21

De criteria inzake kredietverlening aan ondernemingen werden in 2019 enigszins aangescherpt als gevolg van de verhoogde risicoperceptie van de banken

(verloop van de criteria inzake kredietverlening aan ondernemingen, en risicoperceptie als factor die aan dat verloop heeft bijgedragen; in nettopercentages¹)



Bron: ECB.

1 De nettopercentages komen overeen met het verschil tussen het percentage antwoorden van de banken die een verloop in de ene richting aangeven en het percentage antwoorden die gewag maken van een verloop in de andere richting.

2.4 Het uitstel van de monetairbeleidsnormalisatie roept vragen op

De in september 2019 genomen stimuleringsmaatregelen impliceren dat de rentes nóg langer laag, en zelfs negatief zullen blijven. Hoewel de Raad van Bestuur van de ECB op die manier de economische activiteit en de inflatie wil ondersteunen, stuit het soepel monetair beleid ook op kritiek. Zo voeren sommigen aan dat het monetair beleid te agressief en te ambitieus is omdat de maatregelen weinig impact hebben op de inflatie en omdat ze ongewenste neveneffecten sorteren. Anderen zijn dan weer van oordeel dat het aanbeveling verdient de centrale bank en de budgettaire overheid in hoge mate te laten samenwerken om de economische dynamiek nieuw leven in te blazen.

Sorteren de stimuleringsmaatregelen het beoogde effect op de inflatie?

Ondanks de aanzienlijke monetaire stimulering, blijft de inflatie in het eurogebied ver onder de doelstelling. De vraag rijst dan ook of de maatregelen wel effectief zijn. Het antwoord is niet eenvoudig omdat een correcte analyse van de macro-economische impact van het monetair beleid meer behelst dan de vaststelling dat de negatieve rentes niet gepaard gaan met een inflatie van ongeveer 2%. Om de impact van de stimulus correct in te schatten, moet immers worden nagegaan wat het inflatiecijfer zou zijn geweest, mocht de centrale bank die uitzonderlijke maatregelen niet hebben genomen.

Evalueren hoe doeltreffend het monetair beleid is, wordt bovendien bemoeilijkt door het feit dat het wordt gevoerd in een steeds veranderende context waarin nieuwe economische schokken de impact van vroegere maatregelen op de inflatie verhullen en mogelijk een verdere versoepeling van het monetair beleid

vereisen. Diverse studies – hoewel omgeven door grote onzekerheid¹ – doen vermoeden dat de uitzonderlijke maatregelen een zichtbare impact hebben gehad op de economische groei en op de inflatie in het eurogebied.

Twee factoren maken het momenteel moeilijker voor de centrale bank om de inflatie rond 2% te stabiliseren. Een eerste factor is de lage evenwichtsrente (zie Kader 1). De mate van monetaire stimulus wordt immers bepaald door de verhouding van de rente in de economie tot die evenwichtsrente. De huidige lage rentes wijzen in dat verband dus blijkbaar niet op een zeer sterke monetaire stimulus, wat het tragere herstel van de inflatie mee kan verklaren. Een tweede factor is de zwakkere link tussen de inflatie en de binnenlandse economische activiteit (in het jargon spreken men van een vlakke prijs-Phillips-curve²). Daardoor kan een té lage inflatie moeilijker opnieuw naar haar doelstelling worden gebracht.

Wegen de voordelen op tegen de nadelen?

Een ander punt van kritiek is dat het soepel monetair beleid perverse bijeffecten sorteert. Zo kunnen de lage rentes buitensporig risicogedrag in de hand werken, zeepbellen creëren (bijvoorbeeld op de huizenmarkt) en spaarders straffen. Voor zover de

1 Zie bijvoorbeeld Mouabbi S. en J.G. Sahuc (2019), "Evaluating the Macroeconomic Effects of the ECB's Unconventional Monetary Policies", *Journal of Money, Credit and Banking*, June, 831-858 en Rostagno M. et al. (2019), "A Tale of two Decades: The ECB's Monetary Policy at 20", ECB, *Working Paper Series*, 2346.

2 Zie bijvoorbeeld Cordemans N. en J. Wauters (2018), "De inflatie in het eurogebied, niet langer in het spoor van de economische activiteit?", NBB, *Economisch Tijdschrift*, juni, 79-95.



lagerenteomgeving een lagere evenwichtsrente weer-spiegelt, speelt het monetair beleid daar echter een beperkte rol bij. De Raad van Bestuur is zich niettemin bewust van die neveneffecten. Hij monitort ze en tracht ze zoveel mogelijk te beperken; dat de TLTRO's niet van toepassing zijn op hypothecaire kredieten is daar een voorbeeld van. Er is echter ook voor andere beleidsdomeinen een belangrijke taak weggelegd om ongewenste bijwerkingen te temperen en een normalisatie van het monetair beleid te faciliteren.

Zo is het prudentieel beleid het meest gepast om specifieke financiële kwetsbaarheden aan te pakken. Het beschikt daartoe immers over meer gerichte instrumenten dan het monetair beleid. Zo heeft de Belgische prudentiële autoriteit de Belgische banken specifieke maatregelen opgelegd om oververhitting op de huizenmarkt tegen te gaan (zie Hoofdstuk 4). Mochten dergelijke neveneffecten zich in het eurogebied wijd verspreiden en niet langer aangepakt kunnen worden met gerichte prudentiële maatregelen, dan kunnen ze ook voor het monetair beleid een relevant gegeven worden bij de beleidsbeslissingen.

De ongewenste gevolgen van het soepel monetair beleid kunnen ook worden beperkt door een intelligent begrotingsbeleid, waarbij alle lidstaten een groeivriendelijker samenstelling van de overheidsfinanciën nastreven. Overheden van de landen van het eurogebied die over een zekere budgettaire ruimte beschikken, zoals het

geval is in Duitsland en Nederland, kunnen die ruimte bij voorkeur benutten, terwijl overheden met een hoge schuld zich er ten volle toe engageren de Europese begrotingsregels na te leven. De overheid kan, door op korte termijn de vraagzijde van de economie mee te ondersteunen, bijvoorbeeld via investeringen in infrastructuur, groene en digitale projecten, de stimuleringsstaak van de centrale bank verlichten en zodoende de nood aan niet-conventionele monetairbeleidsmaatregelen lenigen. Die overheidsinvesteringen kunnen op langere termijn de economie ook productiever maken en aldus de evenwichtsrente doen stijgen, wat de centrale bank extra beleidsruimte biedt. Ook structurele en institutionele hervormingen zijn daarbij van belang. Zo kan een verlenging van de loopbanen de prikkel om te sparen afzwakken en het evenwicht tussen sparen en investeren bij een hogere rente helpen bereiken.

Zijn er efficiëntere alternatieve maatregelen?

Veeleer dan te pleiten voor een begrotingsbeleid dat complementair is aan het monetair beleid, stellen sommigen een zeer sterke begrotingsimpuls voor, idealiter in nauwe samenwerking met de centrale bank. Die overtuiging wordt gevoed door het besef dat de wereld ook voor een grootschalige, zware investeringen vereisende klimaatuitdaging staat. Aanhangers van de moderne monetaire theorie (MMT) argumenteren

aldus dat de centrale bank de vraagzijde van de economie zou kunnen stimuleren door 'gratis' geld te drukken waar de overheid allerlei projecten mee kan financieren. Dat voorstel klinkt aantrekkelijk, maar het stuit al gauw op tal van bezwaren. Zo verbiedt artikel 123 van het VWEU de monetaire financiering van Europese overheden door het Eurosysteem. Daarnaast leert de ervaring dat een dergelijke monetaire impuls in de praktijk moeilijk dusdanig kan worden gekalibreerd dat hij resulteert in een gecontroleerde toename van de inflatie in overeenstemming met de doelstelling. In het verleden hebben dergelijke experimenten namelijk veeleer tot hyperinflatie geleid.

Een dergelijke alternatieve maatregel is in feite helemaal niet gratis. Uit de geconsolideerde balans van de overheid en de centrale bank blijkt dat de monetaire financiering van overheidsinterventies in werkelijkheid neerkomt op een kortlopende lening tegen de rente op de depositofaciliteit. Indien de inflatie weer toeneemt, zou de centrale bank die rente moeten verhogen, en zich daarbij blootstellen aan toenemende verliezen die, uiteindelijk, zouden moeten worden gefinancierd via extra inflatie of door de overheid.¹

Het succes van dergelijke radicale beleidsvoorstellen hangt dus in hoge mate af van de coördinatie tussen de centrale bank en de overheid. Het is echter onduidelijk hoe die coördinatie in de praktijk (goed) zou werken.

¹ Voor meer informatie, zie Kasongo Kashama M. (2016), 'Helikoptergeld en schuldgefinancierde begrotingsstimulans: in feite hetzelfde?', NBB, *Economisch Tijdschrift*, december, 33-43.

De monetairbeleidsmakers staan open voor reflectie

Het monetair beleid staat voor grote uitdagingen en vragen. Er is dus behoefte aan een grondige reflectie over hoe het monetair beleid doeltreffend kan blijven in een sterk gewijzigde context (die gekenmerkt wordt door, bijvoorbeeld, een lage evenwichtsrente). De centrale bankiers zijn zich daarvan bewust. Nieuwe ontwikkelingen en inzichten kunnen zorgen voor een bijsturing van het monetairbeleidskader, wat in het verleden ook reeds is gebeurd. De Bank of Canada, bijvoorbeeld, gaat om de vijf jaar na of haar monetairbeleidskader aan hernieuwing toe is en de Federal Reserve is in 2019 van start gegaan met een evaluatie van de monetairbeleidsstrategie.

In januari 2020 is het Eurosysteem gestart met een evaluatie van zijn monetairbeleidsstrategie; de vorige dateerde van 2003. Het mandaat inzake prijsstabiliteit staat niet ter discussie.

Wat wél zal worden geëvalueerd, zijn de kwantitatieve formulering van prijsstabiliteit, de doeltreffendheid en mogelijke neveneffecten van de monetairbeleidsinstrumenten, de economische en mone-

taire analyses die bij de beslissingen over het monetair beleid worden gebruikt en de communicatie. De Raad zal ook rekening houden met hoe andere overwegingen, bijvoorbeeld financiële stabiliteit, werkgelegenheid en milieuduurzaamheid, relevant kunnen zijn bij het vervullen van zijn mandaat. Centraal in het proces staan grondige analyse, openheid van geest en dialoog met alle belanghebbenden.