

Bank- en Financiewezen (Financiële Markten en Instellingen)

Prof. dr. Vander Vennet Rudi

Academiejaar 2019-2020



Woord vooraf

Deze cursus richt zich naar studenten economie, toegepaste economie en handelsingenieur op het bachelorniveau. De bedoeling is een grondige basisstudie van het bank- en financiewezen te bieden. Basiscurssussen zoals economie, micro- en macro-economie worden als verworven beschouwd. De financieel-economische topics worden in een algemeen theoretisch kader behandeld en waar mogelijk toegepast op de Belgische context. Bijzondere aandacht wordt besteed aan de internationale aspecten en de EMU.

Deze basis cursus is een goede voorbereiding voor voortgezette cursussen zoals beheer van financiële instellingen, micro-economie van banken en monetaire economie. Op diverse plaatsen wordt verwezen naar de voortgezette literatuur in de wetenschappelijke journals. Geïnteresseerde studenten worden aangemoedigd om deze referenties te raadplegen; ze kunnen topics zijn voor een masterproef. Op het einde van elk hoofdstuk worden verwijzingen opgenomen naar de basiswerken over de behandelde topics. Ook via Ufora wordt additionele literatuur aangeboden aan de geïnteresseerde studenten.

Hoe dient een student(e) deze cursus met succes aan te pakken ? Doorheen de tekst worden vier niveaus van de kennistaxonomie nagestreefd : (1) weten, (2) begrijpen, (3) toepassen en (4) integreren. (1) Voor sommige feiten, data en begrippen volstaat een passieve kennis. (2) De student(e) moet de meer belangrijke concepten en vooral relaties en theorieën begrijpen, i.e. een actief inzicht verwerven zodat hij/zij op basis van de theorie of het model redeneringen kan opbouwen. (3) Bepaalde theorieën moeten ook toegepast worden om de praktische implicaties in te zien en de empirische relevantie te beoordelen. (4) De cursus streeft finaal naar een integratie van deeldomeinen door verbanden te leggen tussen afzonderlijk behandelde onderdelen die logisch samenhangen of elkaar wederzijds beïnvloeden.

De praktische ondersteuning van de cursus verloopt deels via Ufora. Daar kunnen de studenten o.m. de volgende items vinden : cursusmateriaal (verplicht), additionele literatuur (niet verplicht, maar potentieel verhelderend), slides (verplicht) en krantenartikels (belangrijk om up to date te blijven en de relevantie van de behandelde topics in te zien).

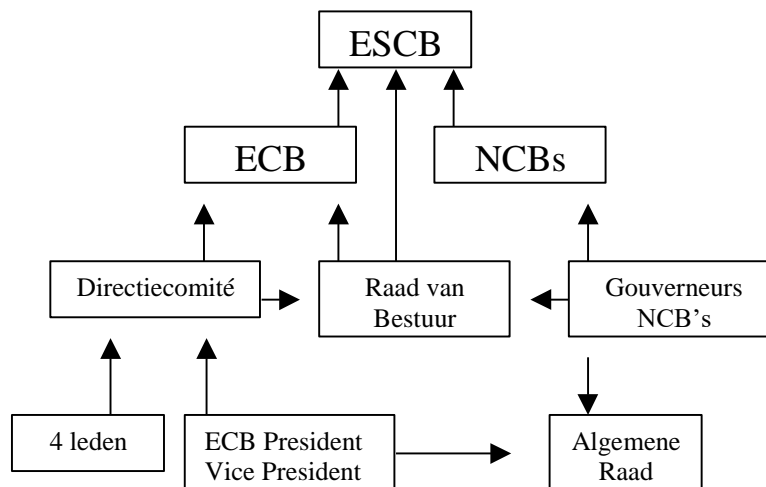
RVV, maart 2020

Hoofdstuk 7

Europese Centrale Bank en monetair beleid

1. INSTITUTIONEEL KADER

1.1 Het Europees Stelsel van Centrale Banken



Figuur 7.1. : Structuur van het Europees Systeem van Centrale Banken

Het Europees Stelsel van Centrale Banken (ESCB) is samengesteld uit de Europese Centrale Bank (ECB) en de nationale Centrale Banken (NCBs). De NCBs van de lidstaten die niet aan de EMU deelnemen, zijn leden van het ESCB met een bijzondere status: zij voeren een autonoom nationaal monetair beleid en nemen niet deel aan de besluitvorming met betrekking tot het gemeenschappelijke monetaire beleid voor de eurozone. Daarom wordt een onderscheid gemaakt tussen het ESCB en het 'Eurosysteem'. Het Eurosysteem bestaat slechts uit de ECB en de volledig deelnemende NCBs, zolang er nog lidstaten van de EU zijn die nog niet op de euro zijn overgegaan. De leidinggevende organen van de ECB zijn de Raad van Bestuur (RvB) en het Directiecomité (DC). De RvB omvat de leden van het DC en de Gouverneurs van de NCBs die het Eurosysteem vormen en bepaalt de monetaire politiek in de EMU en de hiervoor noodzakelijke richtlijnen. Het DC bestaat uit de president, de vice-president en vier andere leden en is verantwoordelijk voor de lopende zaken

van de ECB. Zij worden benoemd in onderlinge overeenstemming door de regeringen van de deelnemende lidstaten op aanbeveling van de Raad van de EU. Als dusdanig implementeert het DC de monetaire politiek overeenkomstig de richtlijnen van de RvB en geeft de nodige instructies aan de NCBs. De Algemene Raad (AR) bestaat uit de president, de vice-president en de gouverneurs van alle NCBs, d.w.z. van zowel de EMU- als de niet-EMU EU-lidstaten. De NCBs zijn deel van het ESCB en dienen te handelen overeenkomstig de richtlijnen en instructies van de ECB. Zij zijn de uitvoerende organen van het ESCB.

Het kapitaal van de ECB bedroeg bij de opstart 5 miljard euro, maar is sindsdien verhoogd. De NCBs zijn de enige inschrijvers op en houders van het kapitaal van de ECB. De inschrijving op het kapitaal is gebaseerd op een verdeelsleutel op basis van het aandeel van elk van de lidstaten in het BBP en de bevolking van de EU. Het is deze verdeelsleutel die is gebruikt voor de allocatie van aankopen van overheidsobligaties in het kader van de *quantitative easing* die de ECB heeft doorgevoerd van 2015 tot 2018.

Volgens het Verdrag van Maastricht en de statuten is het hoofddoel van het ESCB het handhaven van prijsstabiliteit. Daarnaast zal het de algemene economische politiek in de EU ondersteunen ter realisatie van de EU-doelstellingen, voor zover dit niet in conflict komt met prijsstabiliteit. Dit is bijvoorbeeld de bevordering van een evenwichtige ontwikkeling van de economische activiteit, een duurzame en niet-inflatoire groei met inachtneming van het milieu, een hoge graad van convergentie van de economische prestaties en een hoog niveau van werkgelegenheid en van sociale bescherming. Maar de klemtoon ligt duidelijk op het handhaven van een lage inflatie. In tegenstelling tot de ECB heeft de Amerikaanse Federal Reserve een gemengd mandaat met een even zware klemtoon op inflatie en groei. Het verschil werd bijvoorbeeld duidelijk in de periode van beursneergang en zwakke economische groei in de periode 2001-2003. Daar waar de Federal Reserve de rentevoeten drastisch verlaagde (in twaalf stappen van 6.5% tot 1% medio 2003) om de groei te stimuleren, verlaagde de ECB de korte termijn rentevoet slechts langzaam en in mindere mate (tot 2% medio 2003), hetgeen een bias uitdrukt ten voordele van inflatiebestrijding. Dezelfde opmerking geldt voor de renteverlagingen als reactie op de financiële crisis van 2007/9, sneller en drastischer door de Fed in vergelijking met de ECB; de Fed ging in 2008-2009 snel naar een korte rente van 0%, de ECB trager naar 1% en slechts na de soevereine crisis naar 0%. Sinds december 2015 heeft de Federal Reserve de korte rente stelselmatig verhoogd (in stappen van 25 basispunten), maar door de onzekerheid over de economische groei in 2019 en de mogelijke economische effecten van het coronavirus in 2020 heeft de Fed de beleidsrente verlaagd.

Het ESCB voert de volgende fundamentele taken uit, onafhankelijk van de EU-instellingen, regeringen of andere instellingen:

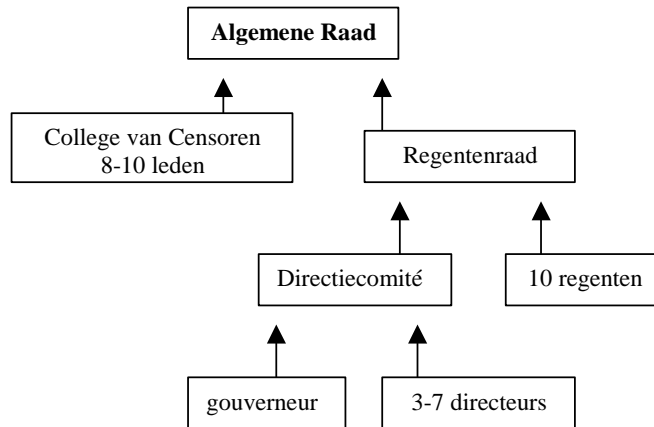
- Bepalen en uitvoeren van het monetaire beleid van de EMU.
- Verrichten van deviezenoperaties overeenkomstig het door de RvB bepaalde beleid.
- Aanhouden en beheren van de officiële deviezenreserves van de lidstaten.
- Bevorderen van de goede werking van de betalingssystemen.
- Bijdragen tot een goede beleidsvoering door de bevoegde autoriteiten m.b.t. prudentieel toezicht van kredietinstellingen en tot de stabiliteit van het financieel systeem.

De ECB is ook verantwoordelijk voor de organisatie van het TARGET-systeem. Het Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer System regelt de betalingsopdrachten tussen de ECB en de banken en de banken onderling binnen de eurozone.

Vanaf 2014 is de ECB verantwoordelijk voor het toezicht op de grote banken uit de Eurozone, als onderdeel van de bankenunie.

1.2. De Nationale Bank van België

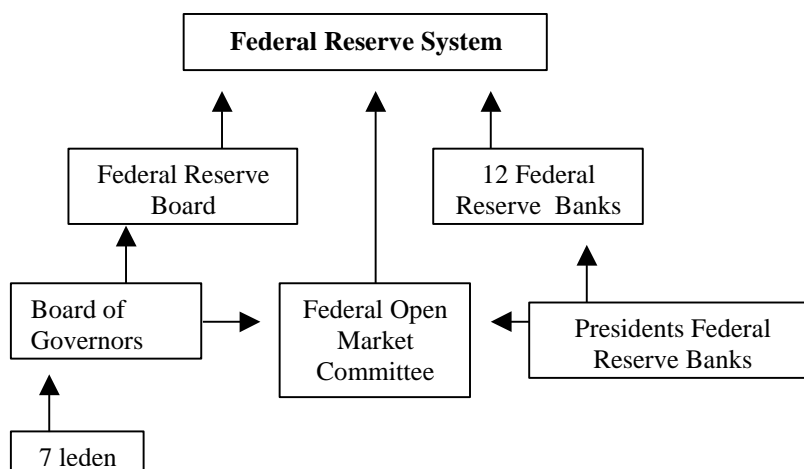
Sinds mei 1998 is de Nationale Bank van België (NBB) een onderdeel van het ESCB. De NBB wordt bestuurd door de Gouverneur en het Directiecomité. De Gouverneur wordt door de koning voor een (hernieuwbare) termijn van 5 jaar benoemd. Hij vertegenwoordigt de bank in de RvB van de ECB. De Gouverneur is voorzitter van het Directiecomité, de Regentenraad en de Algemene Raad. De directeurs worden door de koning benoemd, op voordracht van de Regentenraad. De regenten zijn vertegenwoordigers van 's lands economie (Ministerie van Financiën, de kredietinstellingen, werknemers- en de werkgeversorganisaties) die benoemd worden door de algemene vergadering. Het College van Censoren bestaat uit 8 tot 10 leden en is belast met het toezicht op de boekhouding. De regeringscommissaris beschikt over een beperkt vetorecht.



Figuur 7.2. : Structuur van de Nationale Bank van België

1.3. Het Federal Reserve System in de Verenigde Staten

Het Federal Reserve System (Fed) is de centrale bank van de Verenigde Staten. Haar structuur is te vergelijken met deze van het ESCB. De Fed bestaat uit 12 regionale Federal Reserve Banks (FRBs), die te vergelijken zijn met onze NCBs. De voornaamste zijn deze van New York, Chicago en San Francisco. Daarnaast is er de Board of Governors of the Federal Reserve System (vergelijkbaar met het DC van de ECB). De leden hiervan (zeven in aantal), samen met de gouverneur van de New York Fed en nog vier andere gouverneurs van andere Feds vormen samen het belangrijkste beslissingsorgaan van de Fed, namelijk het Federal Open Market Committee (FOMC). Van daaruit wordt het monetaire beleid van de VS bepaald. De Federal Reserve heeft een dubbele doelstelling: prijsstabiliteit bewaken, maar ook economische groei ondersteunen.



Figuur 7.3. : Structuur van het Federal Reserve System

2. Onafhankelijkheid van een centrale bank

Het Verdrag van Maastricht verleent de ECB volledige constitutionele onafhankelijkheid. Dit wordt eveneens zo bepaald in de statuten. De reden hiervoor is dat anders de politieke autoriteiten de mogelijkheid zouden hebben om druk uit te oefenen op de centrale bank, wat kan leiden tot inflatie. De assumptie hierbij is dat politici eerder gericht zijn op de korte termijn en hun beleidsdaden vooral richten op de volgende verkiezingen. Daarom zouden ze in de verleiding kunnen komen om door een expansief monetair beleid (lage rente) de economie kortstondig te stimuleren om de kans op herverkiezing te vergroten. De kans is evenwel groot dat monetaire expansie op termijn leidt tot inflatie, waardoor rentestijgingen nodig kunnen zijn die de economie in een recessie zouden duwen. In de literatuur staat dit bekend als het *time inconsistency problem*. Prijsstabiliteit is daarentegen een lange termijn objectief. De verwachting is dat een stabiel prijspeil tot een hogere groei op lange termijn leidt. De redenering is dus dat een onafhankelijke centrale bank geloofwaardiger zal zijn inzake inflatiebestrijding en meer met lange termijn objectieven zal bezig zijn. Dit wordt bevestigd door het empirisch onderzoek; landen die een meer onafhankelijke centrale bank hebben, zijn ook gekenmerkt door een lager gemiddeld inflatieniveau. Berger et al. (2002) en Arnone and Romelli (2013) bevestigen dat het omgekeerde verband tussen *central bank independence* en inflatie zeer robuust is.

Vandaar dat de ECB volledig onafhankelijk is. Bij de uitvoering van hun opdracht is het de ECB, een NCB of enig lid van hun besluitvormende organen niet toegestaan instructies te vragen aan of te aanvaarden van instellingen of organen van de Europese Unie, van de regering van een lidstaat of van enige derde. De instellingen en de organen van de EU en de regeringen van de lidstaten mogen niet trachten de leden van de besluitvormende organen van de ECB of van de NCBs bij de tenuitvoerlegging van hun taak te beïnvloeden. De statuten van de ECB voorzien in een reeks bepalingen die de ambtszekerheid van de gouverneurs van de NCBs en de leden van het DC waarborgen:

- Een ambtstermijn voor de voorzitters (of gouverneurs) van de NCBs van ten minste vijf jaar.
- Een ambtstermijn voor leden van het DC van de ECB van acht jaar, zonder de mogelijkheid van herbenoeming.
- Ontzetting uit het ambt is slechts mogelijk op grond van het niet meer voldoen aan de eisen voor de uitoefening van het ambt of ernstig tekortschieten.
- Het Europees Hof is bevoegd eventuele geschillen te beslechten.
- De ECB heeft instrumentonafhankelijkheid, hetgeen betekent dat ze autonoom beslist welke instrumenten ze inzet voor het bereiken van haar doelstelling van prijsstabiliteit.

Onafhankelijkheid betekent naast institutionele ook financiële onafhankelijkheid. Het Verdrag bepaalt dat de ECB haar eigen begroting heeft, onafhankelijk van die van de EU. Daarenboven stellen de statuten de ECB in staat autonome regels aan te nemen voor haar personeel en verbieden zij andere instellingen van de EU enige invloed uit te oefenen op de arbeids- en loonvoorwaarden van het personeel van de ECB. Bovendien is de bevoegdheid van de Europese Rekenkamer beperkt tot een doelmatigheidscontrole van de ECB, terwijl de rekeningen van de ECB door onafhankelijk externe accountants worden gecontroleerd.

3. Verantwoordingsplicht en doorzichtigheid

Bij onafhankelijkheid hoort accountability. Alle centrale banken handelen in een specifieke politieke en institutionele omgeving. In een democratische context is het essentieel dat een onafhankelijke centrale bank niet alleen open, doorzichtig en duidelijk is over haar beweegredenen, maar ook verantwoording aflegt voor haar acties. Bovendien is het noodzakelijk dat een monetair beleid, met als hoofddoel het handhaven van prijsstabiliteit, transparant is naar de economische agenten en de financiële markten. Dit moet vermijden dat er verkeerde interpretaties van monetaire beleidsbeslissingen zijn die tot druk op prijzen en rentevoeten zouden leiden. Het belang van deze kwesties wordt erkend in het Verdrag, dat de ECB strenge rapportageverplichtingen oplegt. De ECB publiceert een geconsolideerde weekstaat van het Eurosysteem en het Economic Bulletin met uitgebreide analyses en statistieken. Zij publiceert een jaarverslag over de werkzaamheden van het Eurosysteem en over het monetaire beleid in het afgelopen jaar. Het Europees Parlement kan een algemeen debat houden over het jaarverslag, en de president van de ECB en de overige leden van het DC kunnen op verzoek van het Europees Parlement of op eigen initiatief worden gehoord door de bevoegde commissies van het Europees Parlement. De president van de Ecofin-Raad (de Eurogroep) en een lid van de Europese Commissie mogen, zonder stemrecht, aan de vergaderingen van de RvB van de ECB deelnemen.

De ECB heeft er zich evenwel toe verbonden meer te doen dan die vereisten. De voorzitter van de ECB houdt onmiddellijk na de vergadering van de RvB een persconferentie. Zijn/haar geregelde verklaringen geven het oordeel van de RvB weer over de economische situatie en de verwachte prijsontwikkelingen en worden aangevuld met de publicatie van een Economic Bulletin (dat in alle officiële talen van de EU wordt vertaald). De ECB publiceert sinds 2015 ook een geredigeerd verslag van de vergaderingen van de governing council. De statuten laten echter niet toe dat de individuele stemming van de leden van de RvB openbaar wordt gemaakt, in tegenstelling tot bv. de ge-

bruiken in de Fed, de Bank of England of de Bank of Japan. De officiële reden is dat dit de onafhankelijkheid van zijn leden in gevaar zou brengen. Het argument is dat in het geval van openbaarmaking van de stemmingen gemakkelijker nationale of andere druk op de leden van de RvB zou kunnen worden uitgeoefend. De leden van de RvB mogen immers niet als nationale vertegenwoordigers worden beschouwd of als dusdanig optreden. Bij hun monetaire beleidsbeslissingen dienen zij het belang van de gehele eurozone voor ogen te houden; zij moeten nationale economische ontwikkelingen buiten beschouwing laten wanneer zij stemmen over monetaire beleidsbeslissingen die op het eurogebied betrekking hebben. Het is evident dat het evenwicht tussen onafhankelijkheid en publieke verantwoording soms moeilijk is. Zeker na de financiële crisis van 2008/9 en de daardoor veroorzaakte recessie hebben centrale banken een soepel monetair beleid gevoerd, ook via onconventionele maatregelen, om de economie te ondersteunen. Echter, het lang aanhouden van ultralage rentevoeten genereert op termijn ook onbedoelde neveneffecten die de onafhankelijkheid van de centrale banken onder druk kunnen zetten. In de laatste jaren is het duidelijk dat de druk vanuit politieke hoek op de centrale banken toeneemt. In Japan heeft de regering Abe actief geijverd voor een stimulerend monetair beleid. In de US uitten Congresleden en zelfs de president openlijk kritiek op de Federal Reserve. In de Eurozone is het gekend dat bijvoorbeeld Duitsland zich verzet tegen een te stimulerend monetair beleid en met name de *quantitative easing* van de ECB.

4. De traditionele taken van een centrale bank

In figuur 7.5 wordt de balans voorgesteld van de ECB. Aan de hand van deze balans zullen de verschillende functies van een centrale bank, en meer bepaald deze van de ECB, nader ontleed worden. Ook de werking van de verschillende instrumenten, later uitgewerkt in dit hoofdstuk, zullen aan de hand van deze balans worden toegelicht.

ACTIEF	Dec 2014	Feb 2019
1. Vorderingen op het buitenland		
• Goud en goudvorderingen	344	389
• Vorderingen op niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta	270	328
• Vorderingen op het IMF	81	77
2. Kredietverlening aan kredietinstellingen van het eurogebied	630	795
• Basis herfinancieringstransacties	156	6
• Langerlopende herfinancieringstransacties	473	723
• Marginale beleningsfaciliteit	924	66
3. Waardepapieren uitgegeven door ingezetenen van het eurogebied	590	2895
4. Overheidsschuld, luidende in Euro	27	24
Totaal activa	2.208	2.781
PASSIEF		
1. Bankbiljetten in omloop	1017	1207
2. Verplichtingen aan kredietinstellingen van het eurogebied	367	1977
• Rekeningen-courant	318	1342
• Depositofaciliteit	48	634
3. Verplichtingen aan overige ingezetenen van het eurogebied	64	404
4. Herwaarderingsrekeningen	331	376
5. Kapitaal en reserves	95	104
Totaal passiva	2.208	4.741

Figuur 7.5: Geconsolideerde financiële weekstaat van het Eurosysteem (in mld euro)

Concreet worden vier essentiële taken van een centrale bank onderscheiden, namelijk:

- Uitgifte van bankbiljetten;
- Beheer van de internationale reserves;
- Bank der banken;
- Monetaire autoriteit.

4.1. Uitgifte van bankbiljetten

De ontstaansreden van centrale banken is de primaire taak van de uitgifte van bankbiljetten. De uitgifte van bankbiljetten door de centrale bank is niet het gevolg van een autonome beslissing van de centrale bank, maar gewoon het resultaat van de wens van de economische actoren om een bepaalde hoeveelheid chartaal geld aan te houden. Aan deze vraag naar biljetten wordt dan, via de kredietinstellingen, door de centrale bank voldaan.

Voor elke biljettenemissie, die voor de centrale bank een dadelijk opvraagbare verplichting is, en die dus op de passiefzijde van de balans te vinden is (post bankbiljetten in omloop), bestaat een

tegenboeking: een stijging van een actiefpost of een daling van een andere passiefpost. Deze tegenposten vormen dus de determinanten van de biljettencreatie. Ze worden hier ontleed naargelang de tegenpartij. Die kunnen teruggevonden worden op het actief van de balans.

4.1.1. Vorderingen op het buitenland

Deze vorderingen, meestal aangeduid als internationale reserves of valuta, worden beheerd door de ECB. Wat ons hierbij het meest interesseert is de wijze waarop een toe- of afname van vorderingen op het buitenland de biljettenomloop kan beïnvloeden. Een overschot op de betalingsbalans leidt tot een toename van de voorraad internationale valuta bij de centrale bank. Veronderstel dat de ontvangen deviezen uit het buitenland via de kredietinstellingen verkocht worden aan de ECB, die in ruil euro afstaat. Op die manier leidt de toename van de deviezenvoorraad van de ECB tot een toename van de geldbasis (cf. hoofdstuk 8). Zo staat tegenover de toename van de actiefrubriek vreemde valuta een toename aan de passiefzijde in de vorm van rekeningen-courant van de kredietinstellingen en later bij opvraging bij de banken eventueel in de vorm van bankbiljetten in omloop. Bij een tekort op de betalingsbalans gebeurt het omgekeerde. Veronderstel dat de kredietinstellingen hun aankopen van deviezen (afname van een actiefpost van de ECB) betalen met bankbiljetten (afname van een passiefpost). De bankbiljetten die door de kredietinstellingen aan de ECB terugbezorgd worden, verdwijnen dan van de balans van de ECB.

Hieruit blijkt dus dat bankbiljetten enkel in omloop komen als gevolg van een grotere vordering op het buitenland indien de economische agent zijn overschot aan deviezen verkoopt aan zijn kredietinstelling én uitdrukkelijk wenst dat hij hiervoor vergoed wordt in bankbiljetten. In het geval hij de opbrengst van de verkoop op zijn zichtrekening (dus in giraal geld) stort, is de geldhoeveelheid wel gestegen (de deviezen behoren niet tot de geldhoeveelheid van de EMU, zijn giraal tegoed wel), maar blijft de biljettenomloop ongewijzigd. Wanneer deze persoon nadien dit zichttegoed opvraagt in chartaal geld, blijft de geldhoeveelheid gelijk, maar stijgt de hoeveelheid bankbiljetten in omloop op de balans van de centrale bank (althans in het geval dat de kredietinstelling voor hetzelfde bedrag als de geldopvraging door de cliënt biljetten heeft gevraagd bij de ECB). Hieruit kan men dus duidelijk vaststellen dat er een verschil bestaat tussen geldcreatie en biljettencreatie. Het ene impliceert zeker niet automatisch het andere.

4.1.2. Vorderingen tegenover de interne banksector

Door de rol van de centrale bank als lender of last resort (cf. 4.4) kunnen de kredietinstellingen die in liquiditeitskrapte verkeren bij de centrale bank kredieten opnemen. Een dergelijk krediet leidt tot een stijging van een actiefpost op de balans en de stijging van de passiefpost rekeningen-courant van de banken. De leningen aan de banken worden toegestaan aan de reporente. Tijdens de soevereine crisis heeft de ECB langerlopende kredieten toegestaan aan de banken (LTRO) ook tegen de reporente. Sommige TLTRO zijn toegestaan aan de banken tegen een rente gelijk aan de deposito-rente (dus negatief) onder de voorwaarde dat de banken de liquiditeiten wel degelijk hebben gebruikt om de gewenste leningen (in de regel kredieten aan KMOs) te verstrekken.

4.1.3. Vorderingen tegenover de overheid

Tot 1993 was dit een derde mogelijke vorm van biljettencreatie via vorderingen op de Staat. Monetair financieren van overheidsdeficits is echter verboden in de eurozone door het Verdrag van Maastricht. Rechtstreekse kredietverlening van de ECB aan een lidstaat is derhalve verboden. In sommige andere (voornamelijk minder ontwikkelde) landen is dit wel het geval. De reden voor de afschaffing van monetaire financiering in de EMU is het ermee gepaard gaande inflatiegevaar. Als de schuldgraad te hoog zou oplopen is de vrees dat de overheid de centrale bank zou aanzetten om de schuld te monetiseren.

Wanneer in 2010 de financiële crisis oversloeg naar een aantal landen van de Eurozone heeft de ECB een nieuwe faciliteit opgezet, namelijk het Securities Markets Program. Dat liet de ECB toe om overheidsobligaties op te kopen op de secundaire markt. De ECB argumenteert dat dit geen monetaire financiering is; het is de bedoeling om marktinefficiënties te vermijden en de transmissie van haar monetair beleid te garanderen. In 2012 is het SMP stopgezet en vervangen door OMT (Outright Monetary Transactions), waarbij de ECB heeft aangekondigd dat ze onder bepaalde voorwaarden op de secundaire markt obligaties kan opkopen van landen die een Europees herstructureringsprogramma hebben aangevraagd. Deze aankondiging in september 2012 had onmiddellijk een aanzienlijk neerwaarts effect op de lange termijnrentevoeten van landen zoals Spanje en Italië. In 2015 lanceerde de ECB een programma van quantitative easing (QE) waarbij het overheidsobligaties opkoopt op de secundaire markt (van banken, pensioenfondsen en andere institutionele beleggers). Ook dit doet de vorderingen op de overheden toenemen op de balans van de ECB. Door het opkopen van obligaties poogt de ECB een neerwaartse druk uit te oefenen op de lange termijnrente voor de betrokken landen. Dit is geen monetaire financiering want de aankopen van overheidspapier

gebeuren op de secundaire markt. De centrale banken kopen dit papier van banken en andere institutionele beleggers, niet bij uitgifte door de overheid. Het Europees Hof van Justitie heeft in 2018 bevestigd dat QE geen monetaire financiering is.

4.2. Beheer van de internationale reserves

De internationale reserves of de officiële wisselreserves zijn een verzamelterm voor alle vorderingen van de centrale bank op het buitenland. Deze vorderingen (nl. de goudvoorraad, de vreemde valuta's, de vorderingen op het IMF, en andere) komen voor op het actief van de balans van de ECB. Om de netto-vorderingen op het buitenland te bekomen moet men hiervan de verplichtingen t.o.v. het buitenland aftrekken.

Goud in het bezit van de monetaire autoriteiten wordt algemeen beschouwd als een vordering op het buitenland, omdat het bruikbaar is voor de aankoop van vreemde valuta's.

In het kader van de oprichting van het IMF hebben de lidstaten, door storting van een deel van hun internationale reserves, financiële middelen ter beschikking gesteld van het IMF. Sinds 1970 heeft het IMF bovendien aan de lidstaten Bijzondere Trekkingsrechten (special drawing rights, SDRs) toegekend. De post 'vorderingen op het IMF' bestaat uit trekkingsrechten binnen de reservetranche (netto, d.w.z. het nationale quotum minus de saldi in euro die ter beschikking staan van het IMF), bijzondere trekkingsrechten en andere vorderingen in het kader van faciliteiten die over de jaren door het IMF zijn opgezet.

De post vorderingen in vreemde valuta vertegenwoordigt de voornaamste deviezenreserves van het Eurosysteem. Het bedrag van deze post stemt overeen met de tegenwaarde van de tegoeden in vreemde valuta's die de ECB op haar zichtrekeningen heeft staan bij haar buitenlandse correspondenten of die de ECB kortlopend heeft belegd in het buitenland (in hoofdzaak USdollar).

4.3. Bank der banken (lender of last resort)

Als bank der banken staat de ECB kredieten toe aan de kredietinstellingen, vandaar dat deze taak ook omschreven wordt als *lender of last resort* (kredietgever in laatste instantie). De feitelijke macht van de ECB als ultieme kredietgever is een gevolg van lekken die kunnen optreden in de geldmarkt en die derhalve een liquiditeitsbehoefte creëren: enerzijds het deviezenlek, en anderzijds het biljettenlek.

De netto-vraag of het netto-aanbod van deviezen op de valutamarkt vloeit voort uit de handel met het buitenland (import en export van goederen en diensten). In het geval dat de betalingsbalans een tekort vertoont, en dus de vraag naar vreemde valuta's groter is dan het aanbod (deviezenlek), doet zich steeds een vernietiging voor van binnenlandse liquiditeiten en dus een vermindering van de kasmiddelen (in bankbiljetten of in de vorm van rekening-courranttegoeden bij de ECB) van de kredietinstellingen (geldmarktverkrapping). De kredietinstellingen moeten aan de ECB immers deze deviezen betalen. Om hun kasmiddelen op peil te houden, moeten de kredietinstellingen eventueel een beroep doen op kredieten van de ECB. Het omgekeerde proces doet zich voor wanneer het aanbod van vreemde valuta's groter is dan de vraag (geldmarktverruiming). De kans op een deviezenlek is afhankelijk van vele factoren. Eén ervan is van structurele aard, met name de graad van openheid van de binnenlandse economie t.o.v. het buitenland.

Het biljettenlek is een gevolg van veranderingen in de bankbiljettenomloop. Geld wordt doorgaans gecreëerd bij kredietinstellingen, nl. in de vorm van dadelijk opvraagbare deposito's. Een deel van de gecreëerde deposito's wordt echter in bankbiljetten omgezet (biljettenlek), aangezien het publiek een deel van zijn transacties in chartaal geld vereffent. Met andere woorden, het biljettenlek ontstaat wanneer depositohouders hun deposito's in biljetten opvragen. De kredietinstellingen moeten zich tot de ECB wenden om aan deze bijkomende biljettenvraag te voldoen (geldmarktverkrapping). Ze betalen deze biljetten door intering op hun rekening-courant bij de ECB. Om deze rekening-courranttegoeden opnieuw aan te vullen, kunnen de kredietinstellingen kredieten opnemen bij de ECB. Het omgekeerde proces doet zich voor wanneer de biljettenvraag daalt. Een verminderde biljettenvraag leidt dus tot een geldmarktverruiming.

Zowel het deviezenlek als het biljettenlek activeren de rol van de ECB als lender of last resort. De gedaalde neiging van het publiek om biljetten aan te houden leidt tot een feitelijke afzwakking van deze macht. De rol als lender of last resort is echter ook afhankelijk van de mogelijkheden die de kredietinstellingen hebben om elders op de geldmarkt eventuele liquiditeitstekorten aan te vullen (vooral via de interbankenmarkt). Het spreekt voor zichzelf dat de rol van lender of last resort het belangrijkste is wanneer een liquiditeitskrapte zich bij alle kredietinstellingen tegelijk voordoet, zodat ze zich niet tot elkaar kunnen wenden (zoals na de val van Lehman Brothers in september 2008). Het instellen van reservevereisten voor de banken heeft de impact van de ECB versterkt.

De verschillende wijzen van kredietverlening door de ECB aan de kredietinstellingen worden verder in dit hoofdstuk uitgebreid besproken.

5. HET MONETAIR BELEID in de EUROZONE

De ECB heeft als doelstelling om de inflatie onder maar dicht bij de 2% te houden op middellange termijn. Daarvoor heeft ze een aantal instrumenten ter beschikking. In het conventioneel monetair beleid zijn dat de korte termijn rentetarieven. In turbulente tijden en wanneer de gerealiseerde inflatie onder de doelstelling blijft maakt de ECB ook gebruik van onconventionele vormen van monetair beleid, waarvan QE het voornaamste is.

5.1. Het operationele kader bij de uitvoering van het monetaire beleid

Het operationele kader kan worden gedefinieerd als een samenspel van instrumenten die een centrale bank hanteert om de liquiditeit te beheren en de geldmarktrentes te sturen. Op de geldmarkt hebben kredietinstellingen met een liquiditeitsoverschot de mogelijkheid om met instellingen die een liquiditeitstekort vertonen middelen uit te wisselen voor een periode die loopt van één dag tot één jaar. In normale tijden vertoont het bankwezen van het eurogebied een netto-liquiditeitstekort waardoor het afhankelijk is van herfinanciering door het Eurosysteem. Dit laatste treedt hierbij op als een marginale verschaffer van liquiditeiten, waardoor het de geldmarktrentes kan sturen en monetaire-beleidsimpulsen kan overbrengen.

Het beroep op de instrumenten van monetair beleid komt tot uitdrukking in de geconsolideerde balans, die wekelijks door het Eurosysteem wordt gepubliceerd. De actiefzijde van de balans toont onder meer de instrumenten via welke de centrale bank liquiditeiten aan het bankwezen verschaft, terwijl op de passiefzijde de instrumenten verschijnen die liquiditeiten aan het stelsel onttrekken.

De instrumenten kunnen met twee verschillende oogmerken ingezet worden: sturend of neutraliserend. Sturende interventies zijn erop gericht de korte rente in de een of de andere richting te duwen. Door in de markt tussen te komen zal de centrale bank proberen een bepaald rente-effect uit te lokken. Zo kan de centrale bank om de geldmarktrente op te drijven b.v. effecten uit de eigen portefeuille verkopen tegen contante betaling. Op de geldmarkt zijn hierdoor minder liquide middelen beschikbaar, wat er de geldmarktpartijen kan toe aanzetten hogere interesten te bieden om te trachten het ontbrekende bedrag aan te trekken. Slagen ze daarin, dan wordt het geldmarktevenwicht hersteld, zij het tegen een hogere rente. Lukt het hen niet, dan moeten ze op het einde van de dag een beroep doen op aanvullende liquiditeiten via de marginale leenfaciliteit bij de centrale bank, zij het tegen een rente boven het niveau van de marktrente (cf. 5.3), wat hen er ook toe zal aanzetten hun interest te verhogen. Omgekeerd kan de centrale bank de liquiditeit van de geldmarkt verruimen en de rente een neerwaartse impuls geven.

Neutraliserende operaties hebben tot doel de autonome versturende invloeden zo veel mogelijk ongedaan te maken. Deze interventies zijn erop gericht een gelijkmatig verloop in de tijd van de kasposities van de kredietinstellingen te verkrijgen. Daartoe zal de centrale bank toevallige of seizoensgebonden onevenwichtigheden op de geldmarkt en hun renteverstorende uitwerking zo veel mogelijk trachten te compenseren. De belangrijkste te neutraliseren autonome versturende factoren zijn de veranderingen in de biljettenomloop en de vraag naar en het aanbod van vreemde valuta's (biljettenlek en deviezenlek).

In normale tijden zijn de kernelementen van het operationele kader van het Eurosysteem de openmarkttransacties, de permanente faciliteiten en een stelsel van reserveverplichtingen. Deze worden hierna kort besproken.

5.2. Openmarkttransacties

In het kader van de monetaire beleidsstrategie spelen openmarkttransacties een belangrijke rol bij het sturen van de korte rentes en het beheren van de liquiditeitstoevoer in de markt. Het Eurosysteem voorziet in het overgrote deel van de liquiditeitsbehoefte van het bankwezen via de basisherfinancieringstransacties. Dit zijn openmarkttransacties die op regelmatige basis worden uitgevoerd via tenders, met een wekelijkse frequentie en een looptijd van twee weken. Aanvullende liquiditeiten worden verschaft via langerlopende herfinancieringstransacties die op regelmatige basis worden verricht door middel van tenders, met een maandelijkse frequentie en een looptijd van drie maanden.

Het Eurosysteem kan deze tenders uitvoeren in de vorm van hoeveelheids- of rentetenders. Bij een hoeveelheidstender maakt het Eurosysteem vooraf de rentevoet bekend en geven de deelnemende tegenpartijen het bedrag op waarvoor ze tegen die vaste rentevoet een transactie wensen aan te gaan. Rentetenders kunnen onder twee vormen voorkomen. Bij de toewijzing tegen één enkel rentetarief (Hollands systeem) stelt de ECB een limietrente vast die van toepassing is op alle tegen een hogere rente ingediende offertes en op alle of een deel van de offertes die tegen deze limietrente werden ingediend. Bij de toewijzing tegen meervoudige rentetarieven (Amerikaanse systeem) stelt de ECB na het indienen van de offertes een onderste limietrente vast. De offertes tegen hogere rentetarieven worden integraal toegewezen tegen het door de inschrijver voorgestelde rentetarief, ter-

wijl de inschrijvingen tegen de limietrente eventueel naar evenredigheid kunnen worden vermindert. De laatste jaren heeft de ECB de liquiditeiten steeds toegekend volgens het principe van *fixed rate full allotment*.

De tegenpartijen bij monetaire beleidstransacties van het Eurosysteem moeten voldoen aan bepaalde bedrijfseconomische en operationele vereisten, d.w.z. ze moeten financieel gezond zijn, onderworpen zijn aan bedrijfseconomisch toezicht en voldoen aan operationele criteria voor deelname aan monetaire beleidstransacties. De lijst, die alle in het eurogebied gevestigde kredietinstellingen omvat, telt meer dan 7000 namen, nl. alle reserveplichtige instellingen. Meer dan 4000 van deze kredietinstellingen hebben toegang tot de twee permanente faciliteiten van het Eurosysteem, terwijl er bijna 3000 toegang hebben tot de herfinancieringstransacties. In de realiteit zijn het vooral de grotere banken die actief deelnemen aan de liquiditeitstenders van de ECB, op hun beurt zijn zij de tegenpartij voor kleinere banken. Deze situatie is analoog aan die in de USA.

De kredietinstellingen kunnen gedurende de vastgelegde periode over de liquiditeiten beschikken. De tenders gebeuren via cessie-retrocessie van overheidseffecten of handelspapier. Bij afgifte van overheidseffecten (de cessie) ontvangt de instelling het nominale bedrag, verminderd met de interesten. Na verloop van tijd betaalt de kredietinstelling het nominale bedrag van de effecten terug en ontvangt in ruil de effecten (de retrocessie). De liquiditeiten die op basis van de tenders ter beschikking worden gesteld, worden op het actief van de balans geboekt onder de subpost 'vorderingen tegenover de interne kredietsector' (figuur 7.5). De tegenpost op het passief is verplichtingen tegenover de interne kredietsector, rekeningen-courant.

Aangezien de tenders voor de kredietinstellingen de belangrijkste bron vormen om zich via de centrale bank te financieren, is het logisch dat de reporente op deze tenders een determinerende invloed heeft op de andere interestvoeten. Wanneer de centrale bank van oordeel is dat de interesten moeten dalen om de economie te stimuleren, kan ze de voorwaarden waartegen de kredietinstellingen kredieten kunnen opnemen versoepelen. Meteen zijn deze instellingen in staat om de kredieten die ze zelf verstrekken ook aantrekkelijker te maken door de rente ervan te verlagen. Deze gedaalde debetrente (de interest die kredietinstellingen verwerven op de door hen verstrekte kredieten) doet ook de creditrente (de interest die kredietinstellingen bieden op de bij hen aangehouden deposito's) zakken want de kredietinstellingen willen wegens de lagere interestopbrengsten van de verstrekte kredieten ook minder hoge interestuitgaven op de ingezamelde deposito's. Als de centrale bank een restrictief monetair beleid wil voeren (in geval van stijgende inflatie) zal de verhoogde reporente alle andere

bankrentevoeten opwaarts beïnvloeden zodat een afremmend effect ontstaat op de vraag naar leningen.

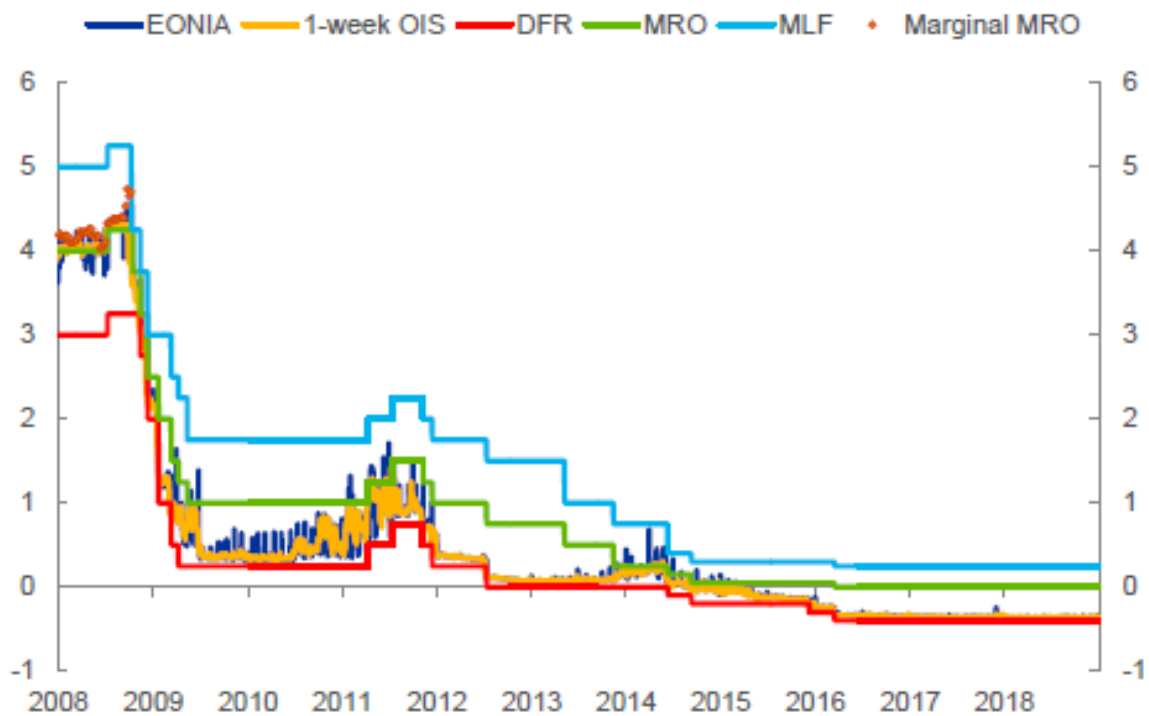
Toch moet erop gewezen worden dat het domino-effect van een verandering van de marktrentes op de andere interestvoeten geen absoluut karakter heeft. De mate waarin de door de centrale bank doorgevoerde wijzigingen de andere interestvoeten beïnvloeden is immers van een aantal factoren afhankelijk, nl. de mate waarin de kredietinstellingen zich elders kunnen financieren tegen andere voorwaarden, de graad van mededinging tussen de kredietinstellingen onderling, de gemiddelde looptijden van de activa (de kredieten) en de passiva (de deposito's) op de balansen van de kredietinstellingen. De pass-through van de reporente van de centrale bank naar de retailrentevoeten is dus niet onmiddellijk noch compleet (zie De Graeve, De Jonghe and Vander Venet, 2007).

5.3. Permanente faciliteiten

Het Eurosysteem legt het monetaire beleid ook ten uitvoer via de vaststelling van de rente op zijn permanente faciliteiten. Deze faciliteiten dienen om liquiditeiten op één dag te verschaffen of te onttrekken aan de banken. Tegenpartijen kunnen gebruik maken van de marginale beleningsfaciliteit voor het verkrijgen van daggeld tegen onderpand van effecten, terwijl ze gebruik kunnen maken van de depositofaciliteit om deposito's op één dag aan te houden bij de centrale bank. Dit gebeurt aan penaliserende rentevoeten aangezien de rente die de banken betalen op leningen in de marginale beleningsfaciliteit boven de reporente ligt en die op deposito's in de marginale depositofaciliteit onder de reporente. Alle instellingen die voldoen aan de criteria om als tegenpartij te kunnen optreden, hebben toegang tot de permanente faciliteiten. Bovendien moeten tegenpartijen, wanneer ze op de marginale beleningsfaciliteit een beroep doen, voldoende onderpand ter beschikking stellen.

Vanaf 2014 werd de depositorente negatief en daarna in stappen verder verlaagd (tot -0.5% in 2019). De ECB wil op die manier de banken ontmoedigen om overtollige liquiditeiten te parkeren bij de centrale bank en hen aan te moedigen om leningen aan de reële economie te verstrekken. Een negatieve depositorente is in principe een krachtig instrument om de banken aan te zetten tot leningen. Echter, een deel van de liquiditeiten bij de banken staan wel degelijk op hun depositorekening bij de ECB en de penaliserende rente zet een negatieve druk op de rendabiliteit van de banken. Daardoor het er een gevaar dat de banken overmatige risico's zouden nemen in een zoektocht naar alternatieve rendementen.

In feite bakenen de rentevoeten van de belenings- en depositofaciliteit de band af waarbinnen de overige marktrentetarieven vrij kunnen fluctueren (zoals weergegeven in figuur 7.6), zoniet zou er arbitrage optreden. In die zin hebben deze twee geadministreerde rentevoeten vanuit het oogpunt van het monetaire beleid een sterk sturend karakter. Ze moeten er door hun penaliserende karakter immers alle marktpartijen toe aansporen hun verwachte saldi reeds in de loop van de dag op de geldmarkt zelf te verhandelen.



Figuur 7.6. : ECB-rentevoeten en de daggeldrente (EONIA)

5.4. Stelsel van reserveverplichtingen

Het Eurosysteem legt reserveverplichtingen op aan de in het eurogebied gevestigde kredietinstellingen. Deze reserveverplichtingen moeten gemiddeld over een houdperiode van één maand worden nagekomen. Op basis van de reserveverplichtingen moeten de kredietinstellingen 2% van hun deposito's aanhouden in liquiditeiten op een rekening bij de centrale bank (deze vereiste werden in 2011 verlaagd tot 1%). De verplichte reserves worden vergoed aan een rente die overeenkomt met het gemiddelde rentetarief van de wekelijkse tenders gedurende de houdperiode. Daardoor ligt de rente dicht bij de geldmarktrente zodat de reserveverplichtingen het concurrentievermogen van de in het eurogebied gevestigde kredietinstellingen niet beïnvloedt. Wanneer de verplichte reserves niet zouden worden vergoed zou dit equivalent zijn aan een impliciete belasting op het banksysteem.

Een eerste belangrijke functie van het stelsel van reserveverplichtingen is het stabiliseren van de geldmarktrente. De middelingsvoorziening stelt de kredietinstellingen in staat de fluctuaties in de liquiditeitsverhoudingen te egaliseren, aangezien de dagelijkse reserve-overschotten (boven de reserveverplichtingen aangehouden reservebedragen) kunnen worden gecompenseerd met de reserve-tkortens tijdens dezelfde houdperiode. Een tweede belangrijke functie van het stelsel van reserveverplichtingen is het vergroten van het liquiditeitstekort van het bankwezen. Wanneer de centrale bank het minimum kaspercentage verhoogt, moeten de kredietinstellingen een grotere kasvoorraad aanhouden dan voorheen bij een gegeven hoeveelheid deposito's of kredieten. Er kunnen zich verschillende mogelijkheden voordoen. De kredietinstellingen met een grotere liquiditeit dan het geldende kaspercentage moeten (waarschijnlijk) geen maatregelen nemen, zodat de verandering van het kaspercentage voor hen geen onmiddellijk effect heeft. De kredietinstellingen daarentegen met een onvoldoende liquiditeit bij het nieuwe kaspercentage, zullen ofwel bepaalde activa ten gelde moeten maken, ofwel hun kredietpolitiek en de samenstelling van hun beleggingsportefeuille moeten herzien. Een verhoging (resp. verlaging) van het verplichte kasreservepercentage impliceert een vermindering (resp. vermeerdering) van het voorheen beschikbare kassaldo (het verschil tussen het werkelijke kassaldo en het verplichte) bij de kredietinstellingen. Aldus wordt verdere kredietverlening door kredietinstellingen ontmoedigd (resp. aangemoedigd). Een verhoging (verlaging) van de reservevereisten sorteert dus een liquiditeitsverkrappend (-verruimend) effect. De reservevereisten zijn dus een krachtig wapen van monetair beleid, maar omwille van de structurele impact ervan op het banksysteem worden wijzigingen niet frequent doorgevoerd. In landen met een minder ontwikkeld banksysteem hanteert de centrale bank de reservevereisten op een meer actieve wijze (bv. China).

5.5. ELA

Voor de volledigheid vermelden we nog dat de commerciële banken liquiditeit kunnen verkrijgen van hun eigen nationale centrale bank via Emergency Liquidity Assistance (ELA). Dit is een uitzonderlijke vorm van kredietverstrekking die rechtstreeks door een nationale centrale bank kan worden verstrekt in noodgevallen; de goedkeuring van de ECB is wel vereist; een afkeuring vergt een tweederde meerderheid in de governing council. Tijdens de financiële crisis heeft bijvoorbeeld Dexia even beroep gedaan op ELA. Tijdens de Griekse crisis hebben de Griekse banken gedurende een vrij lange periode een beroep moeten doen op ELA, anders konden ze niet meer voldoen aan deposito-opvragingen en zouden ze failliet gegaan zijn.

5.6. ONCONVENTIONEEL MONETAIR BELEID

In normale economische tijden werkt het monetair beleid van de ECB via het sturen van de repo-rente, gekoppeld aan de marginale faciliteiten voor leningen en deposito's. Echter, wanneer de repo-rente de zero lower bound (ZLB) bereikt en de ECB een additionele stimulus nodig acht, moet ze onconventionele instrumenten gebruiken. De Federal Reserve en de Bank of England hebben vrij snel na de bankencrisis quantitative easing doorgevoerd door het opkopen van overheidseffecten of asset-backed securities. De ECB slechts vanaf 2015. Een volledig overzicht van het monetair beleid en de daarbij horende instrumenten kan gevonden worden in Hartmann and Smets (2018) die de eerste 20 jaar van het monetair beleid van de ECB in kaart brengen.

De ECB de volgende vormen van niet-conventioneel monetair beleid ingezet:

- *Long term refinancing operations*. Deze LTRO waren bedoeld om liquiditeiten te verschaffen aan de banken voor langere periodes, tot 1 jaar en later zelfs drie jaar, aan vaste rentevoet, met als doelstelling de kredietverlening van de banken te ondersteunen. De 3-jaars LTRO werden eind 2011 en begin 2012 uitgevoerd en injecteerden een brutobedrag van ongeveer 1000 miljard euro in het banksysteem als een vorm van structurele herfinanciering. Vanaf 2014 voerde de ECB TLTROs (targeted LTRO) uit voor een periode van vier jaar, bedoeld om de kredietverlening aan de kleine en middelgrote ondernemingen te stimuleren.
- *Security Markets Program*. Dit SMP werd gelanceerd in mei 2010 en was er op gericht om op de secundaire markt obligaties op te kopen van landen die onder de druk van de financiële markten dreigden te kapseizen. Het ging in 2011 over Griekenland, Ierland, Portugal en de landen die door de stress besmet werden, namelijk Spanje en Italië. Door obligaties op te kopen ondersteunde de centrale bank de koersen van deze effecten, zodat de rentevoeten dalen. De obligaties die in dit programma werden gekocht zullen in principe tot op de eindvervaldag worden aangehouden, al heeft de ECB bijvoorbeeld reeds Ierse obligaties verkocht aan het Irish National Treasury Management Agency in het kader van een wederinkoop. Op zijn hoogtepunt hield het Eurosysteem effecten aan in dit programma voor een waarde van 219.5 miljard euro. Het SMP stopte met de aankondiging van de OMT.
- *Outright Monetary Transactions (OMT)*. In de zomer van 2012 was er een reëel gevaar op een implosie van de eurozone. Dit bracht Mario Draghi er toe om in Londen tijdens een speech zijn befaamde uitspraak te doen: 'We will do everything to save the euro. And believe me, it will be enough'. In navolging van deze uitspraak kondigde de ECB in september 2012 het OMT programma aan. Dat bestaat er in dat de ECB kortlopende obligaties (tot 3

jaar) zou opkopen van landen die Europese financiële steun annex een herstructureringsprogramma zouden aanvragen. Tot op heden is het OMT nog niet in werking getreden, maar algemeen wordt aanvaard dat deze aankondiging de financiële markten heeft gekalmeerd omdat het redeneringsrisico (het risico van een exit van landen uit de Eurozone, waardoor dat land opnieuw de oude munt zou moeten invoeren, met in de regel een grote devaluatie als gevolg) sterk is gedaald. Dit toont meteen de kracht van de communicatie van een centrale bank.

- Opkopen van *asset-backed securities* en *covered bonds*. Eind 2014 lanceerde de ECB een programma om op de secundaire markt ABS en covered bonds van de banken op te kopen, zodat extra liquiditeiten worden vrijgemaakt die de banken kunnen gebruiken voor leningen aan de reële economie.
- In januari 2015 lanceerde de ECB een programma van quantitative easing waarbij het voor een bedrag van initieel 60 miljard euro per maand overheidsobligaties opkoopt van eurozonelanden, in proportie tot de sleutel in het kapitaal van de centrale bank van elk van de landen. De bedoeling is de lange termijnrente neerwaarts te beïnvloeden om op die manier de kredietverlening aan de reële economie te stimuleren. Door de aanhoudend lage inflatie(verwachtingen) heeft de ECB het programma enkele keren verlengd, maar ook de bedragen van opkoop aangepast. Eind december 2018 is QE gestopt, maar de ECB heeft het programma heropgestart eind 2019, voor bedragen van 20 miljard euro per maand, zonder einddatum. Daarenboven heeft de ECB altijd gesteld dat het de aflopende obligaties zal herinvesteren, zodat het stimulerende effect behouden blijft. De doelstelling van QE is om effecten van de banken (en andere institutionele beleggers) te kopen om hen aan te moedigen de vrijkomende middelen te gebruiken voor de financiering van (nieuwe investeringen in) de reële economie.
- Net zoals de andere centrale banken gebruikt de ECB ook *forward guidance* in haar communicatie om de financiële markten te beïnvloeden en haar intentie inzake rentevoeten op langere termijn kenbaar te maken. Soms wordt dit gekoppeld aan een specifieke doelstelling (De Fed kondigde aan dat ze de rentevoeten laag zou houden tot de werkloosheid onder een bepaald niveau was gedaald), soms blijft de guidance algemeen (de ECB stelde dat de rentevoeten laag zouden blijven 'as long as necessary' of dat ze de herinvestering van aflopende effect in haar QE-programma zou blijven doorvoeren voor een geruime periode na eventuele renteverhogingen. Over de tijd heeft ook de ECB haar forward guidance versterkt door het te koppelen aan een tijds kader en het behalen van haar doelstelling van inflatie onder maar dicht bij 2%.

5.7. EVALUATIE VAN HET ONCONVENTIONAAL MONETAIR BELEID VAN DE ECB

Voor een definitief oordeel over de effectiviteit van het onconventioneel monetair beleid van de ECB is het te vroeg. Zelf komt de ECB tot een positief oordeel (zie Rostagno et al. 2019). De academische literatuur is meer genuanceerd.

De volgende vaststellingen en opmerkingen zijn relevant.

Het (onconventioneel) monetair beleid van de ECB heeft gewerkt in de zin dat het verlagen van de korte rente rechtstreeks door de ECB en van de lange rentevoeten via QE een duidelijk neerwaarts effect hebben gehad op de rentevoeten van de overheidsobligaties en via dat kanaal ook een neerwaarts effect hebben gesorteerd op de leningrentevoeten van de banken. Ook het volume aan bankleningen aan de reële economie (gezinnen en ondernemingen) is gestegen, zij het soms in ongelijke mate over diverse landen. Echter, de doelstelling van haar beleid, nl. de inflatie terug brengen naar onder maar dicht bij 2% is niet gelukt. Meer nog, de kerninflatie is de laatste vijf jaar koppig rond 1% blijven hangen.

Het effect op het rendement en het risicoprofiel van de banken is eveneens gemengd. Volgens de ECB is het netto-effect van het onconventioneel monetair beleid op de situatie van de banken neutraal (Altavilla et al 2019). De banken hebben meer leningen verstrekt en door de monetaire stimulus zorgt een beter draaiende economie voor minder kredietverliezen. De dalende rentevoeten hebben voor sommige banken ook meerwaarden opgeleverd in hun effectenportefeuille. Echter, door de aanhoudend lage rentevoeten is de rentemarge van de banken stelselmatig onder druk gekomen. En de negatieve rentevoeten op de depositofaciliteit van de ECB vormen een direct kost voor de banken die dergelijke liquiditeiten aanhouden. Per saldo was de impact op de banken dus initieel positief, maar na verloop van tijd veroorzaakt de low-for-long rente-omgeving voor een daling van de rendabiliteit van de banken (Borio et al. 2017). Dergelijke omgeving kan sommige banken aanzetten om hun risicogedrag aan te passen en op zoek te gaan naar hogere rendementen door nieuwe leningen toe te staan een meer risicovolle ontleners of door effecten met een hoger risicoprofiel aan te kopen (Lamers, Meuleman, Mergaerts, Vander Vennet, 2019). In principe kunnen macroprudentiële maatregelen gebruikt worden om risicogedrag van de banken te beperken, maar het is onduidelijk hoe de interactie tussen monetair en macroprudentieel beleid over de tijd zal evolueren (Meuleman and Vander Vennet, 2020).

Als de rendabiliteit van de banken teveel onder druk komt, kunnen ze er ook voor opteren om de rentedalingen veroorzaakt door het accommoderend monetair beleid niet langer door te rekenen,

maar integendeel de leningmarges te verhogen. Daardoor zou het monetair beleid dat bedoeld is als stimulerend de facto restrictieve gevolgen hebben, Brunnermeier and Koby (2018) noemen de (negatieve) beleidsrente die dit onbedoelde effect zou veroorzaken de ‘reversal rate’. Heider, Saidi and Schepens (2019) tonen aan dat de negatieve depositorente van de ECB geleid heeft tot minder leningen en een hoger risicoprofiel voor de banken die een hogere afhankelijkheid hebben van depositofunding (waarop geen negatieve rentevoeten kunnen toegepast worden, waardoor de rentemarge van dergelijke banken daalt).

6. Doelstellingen en strategie

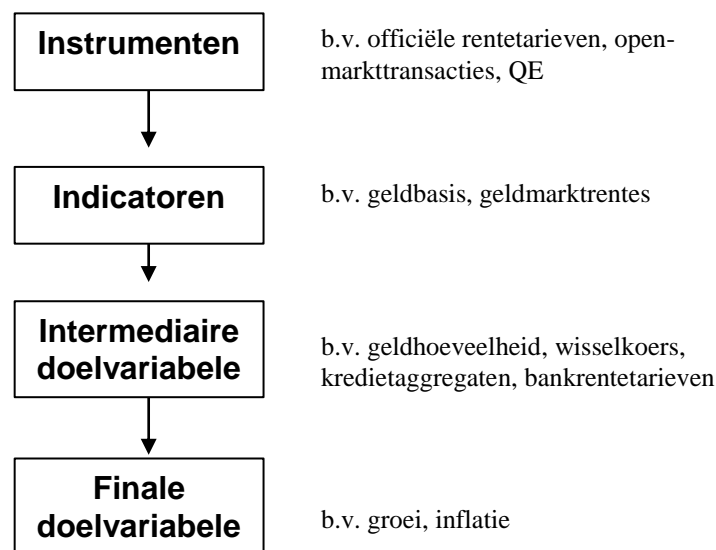
6.1. Doelstellingen van monetaire politiek

Volgens het Verdrag van Maastricht en de statuten van het ESCB is de hoofddoelstelling het handhaven van prijsstabiliteit. De motivatie voor dit duidelijk omschreven mandaat is de overtuiging bij de Europese leiders dat een monetair beleid dat op een geloofwaardige manier prijsstabiliteit handhaaft de best mogelijke bijdrage levert tot de economische ontwikkeling. De voornaamste voordelen van prijsstabiliteit zijn: (1) een grotere doorzichtigheid van het relatieve prijsmechanisme waardoor een meer doelmatige allocatie van middelen wordt bevorderd, (2) een lagere inflatiepremie in de lange termijnrente waardoor investeringen worden aangemoedigd, (3) de kosten voor indekking tegen inflatie vermijden en (4) willekeurige herverdeling van inkomens en vermogens door inflatie of deflatie vermijden.

Daarnaast zal het monetair beleid het algemeen economisch beleid ondersteunen, maar het Verdrag vermeldt uitdrukkelijk ‘voor zover dit niet in conflict komt met prijsstabiliteit’. Dit toont aan dat het mandaat van de ECB in eerste instantie toegespitst is op prijsstabiliteit en dus het nastreven van een lage en stabiele inflatie. Andere mogelijke doelstellingen van monetaire politiek zouden kunnen zijn: hoge werkgelegenheid en economische groei (zoals in het geval van de Federal Reserve in de VS), stabiliteit van de financiële markten en stabiliteit van de wisselkoers. Aangezien de euro een zwevende munt is, is het monetair beleid niet gebonden aan een wisselkoersdoelstelling. Er moet wel worden opgemerkt dat het Verdrag van Maastricht de Raad van Ministers machtigt om met een gekwalificeerde meerderheid ‘algemene oriëntaties’ voor het Eurosysteem uit te werken met betrekking tot het wisselkoersbeleid, maar dit is nog niet gebeurd. China bijvoorbeeld voert wel een actief beleid ter bepaling van de wisselkoers van de renmimbi tegenover de dollar.

6.2. De monetaire beleidsstrategie

De belangrijkste opgave voor de monetaire autoriteiten is het verwerven van voldoende en exacte kennis over de omvang en de tijdsduur van de impact van hun beslissingen op de reële sector, geconcretiseerd in de finale beleidsvariabelen zoals inflatie en groei. De centrale bank heeft immers geen directe controle over deze finale beleidsvariabelen. Er zijn verschillende kanalen van monetaire transmissie van de monetaire politiek naar de reële economie die elk (al dan niet) lange, variabele en niet geheel voorspelbare vertragingen kennen. Bovendien is er onzekerheid omtrent de exacte werking van deze kanalen. Om dit zwarte doos-enigma enigszins op te vangen, worden tussen instrumenten en doelstellingen vaak variabelen ingeschakeld die als kenmerken hebben dat ze (a) de invloed van acties via de monetaire instrumenten zichtbaar maken, en (b) een voorspelbare band vertonen met de finale beleidsvariabelen (figuur 7.7). Op dit tussenniveau kan een onderscheid gemaakt worden tussen indicatoren (operating targets) en intermediaire doelvariabelen (intermediaire targets).



Figuur 7.7. : Schematische voorstelling van het monetaire beleidskader

Aangezien de transmissie complex is, moeten de voorbereiding, de bespreking en de presentatie van monetaire beleidsbesluiten in een samenhangend kader worden geplaatst. Dat is de rol van de monetaire beleidsstrategie. De strategie dient twee essentiële doelen.

- Ten eerste legt de strategie aan het besluitvormingsproces zelf een duidelijke structuur op. De strategie moet waarborgen dat de Raad van Bestuur over de informatie en analyses beschikt die

nodig zijn voor het nemen van effectieve monetaire beleidsbesluiten die bijdragen tot het handhaven van prijsstabiliteit.

- Ten tweede vormt de monetaire beleidsstrategie van het Eurosysteem een middel voor de communicatie met de financiële markten en het publiek.

Teneinde een gedegen reputatie te kunnen opbouwen en aldus de noodzakelijke geloofwaardigheid te verwerven voor een effectieve uitvoering van het monetaire beleid, moet de monetaire beleidsstrategie van het Eurosysteem aan een aantal criteria voldoen :

- De strategie moet effectief zijn, m.a.w. op middellange termijn effectief leiden tot een inflatie onder maar dicht bij 2%.
- De strategie moet helder en begrijpelijk zijn. Als onduidelijkheid bestaat over de doelstelling van het monetaire beleid of over de wijze waarop deze doelstelling zal worden nagestreefd, wordt onnodig onzekerheid gecreëerd onder het publiek en op de financiële markten.
- Voorts moet de strategie doorzichtig zijn. Aan het publiek moet tevoren informatie worden verschaft over de wijze waarop door de Raad van Bestuur monetaire beleidsbesluiten worden genomen en over de economische ratio waarop deze worden gebaseerd.
- De strategie moet waarborgen dat het Eurosysteem ter verantwoording kan worden geroepen voor zijn beleidsdaden en voor de wijze waarop de hoofddoelstelling van prijsstabiliteit wordt gerealiseerd.

Na afweging van verscheidene mogelijkheden op grond van de bovenvermelde criteria en overwegingen, heeft de Raad van Bestuur van de ECB de op stabiliteit gerichte monetaire beleidsstrategie van het Eurosysteem vastgelegd. De strategie bestaat uit twee hoofdelementen :

- Een kwantitatieve definitie van prijsstabiliteit als de primaire doelstelling van het gemeenschappelijke monetaire beleid, en
- De "twee pijlers" van de strategie ter verwezenlijking van deze doelstelling :
 - een rol voor de geldhoeveelheid, zoals tot uitdrukking gebracht door de bekendmaking van een referentiewaarde voor de groei van een ruim monetaire aggregaat, en
 - een breed gebaseerde beoordeling van de vooruitzichten ten aanzien van de prijsontwikkelingen en de risico's voor prijsstabiliteit in het eurogebied als geheel.

Tegen deze achtergrond heeft de Raad van Bestuur van de ECB bij de start van de euro de volgende definitie vastgesteld : "prijsstabiliteit wordt gedefinieerd als een jaarlijkse stijging van de Geharmoniseerde Consumptieprijsindex (HICP) voor het eurogebied van minder dan 2 %". Volgens deze definitie moet prijsstabiliteit "op de middellange termijn worden gehandhaafd". Tegelijkertijd geeft het woord "stijging" in de definitie duidelijk aan dat deflatie, d.w.z. langdurige dalingen in het niveau van de HICP, niet verenigbaar wordt geacht met prijsstabiliteit. In het voorjaar van 2003 heeft de ECB, na een interne beoordeling van de monetaire beleidsstrategie, beslist om aan de definitie toe te voegen '... minder dan 2% maar dicht tegen 2%'. Hiermee wil de ECB duidelijk maken dat ze voldoende ver uit de deflatiezone wil blijven (ECB, 2003).

Er zijn belangrijke argumenten voor een kleine, maar positieve inflatie als doelstelling. (1) Het risico van deflatie en de zero lower bound op de nominale rentevoeten. Een beperkte inflatie creëert een ruimte ten opzichte van de risico's van deflatie (een daling van het prijspeil). Omdat de nominale rente niet ver onder nul kan zakken, moet een centrale bank de reële rente onder 0 krijgen om eventuele deflatie te bestrijden. (2) De mogelijkheid van opwaartse meetfouten in de geregistreerde inflatie, voornamelijk door kwaliteitsverbeteringen van producten. (3) Het bestaan van neerwaartse loon- en prijsrigiditeiten, waardoor een positieve inflatie toch een remmende invloed kan hebben op de reële lonen. (4) Daarnaast wil de ECB een voldoende ruime marge creëren om met verschillen in inflatie tussen de landen van de eurozone om te kunnen gaan. Zo wordt voorkomen dat sommige landen met de effecten van een zeer lage inflatie of zelfs deflatie te maken krijgen.

Met deze invulling wordt ook duidelijk waaraan de inflatie wordt afgemeten: aan de stijging van de consumptieprijzen, de Geharmoniseerde Consumptieprijsindex. 'Geharmoniseerd' wil zeggen dat alle landen in de eurozone dezelfde methodologie gebruiken om deze inflatie te meten. Belangrijk is dat met de focus op consumentenprijzen prijsstijgingen op andere gebieden, met name die van vastgoed, aandelen en overige financiële bezittingen, buiten beeld blijven.

De uitspraak dat "prijsstabiliteit *op de middellange termijn* moet worden gehandhaafd" geeft aan dat het monetaire beleid zich op de toekomst - de middellange termijn- moet richten. Daarmee wordt tevens het bestaan erkend van prijsvolatiliteit op de korte termijn, die voortvloeit uit niet-monetaire invloeden op het prijspeil die niet door het monetaire beleid kunnen worden beheerst. Daarbij valt te denken aan de effecten van wijzigingen in indirecte belastingen of schommelingen in internationale energie- of grondstoffenprijzen. Het Eurosysteem kan niet verantwoordelijk worden gesteld voor deze invloeden op de korte termijn op het prijspeil, waarop het systeem weinig invloed kan uitoefenen (bijvoorbeeld een onverwachte olieprijschok).

Begin 2020 heeft de ECB aangekondigd dat ze de monetaire beleidsstrategie fundamenteel willen herevalueren. De monetary policy strategy review zal slaan op de doelstelling, de instrumenten en de communicatie.

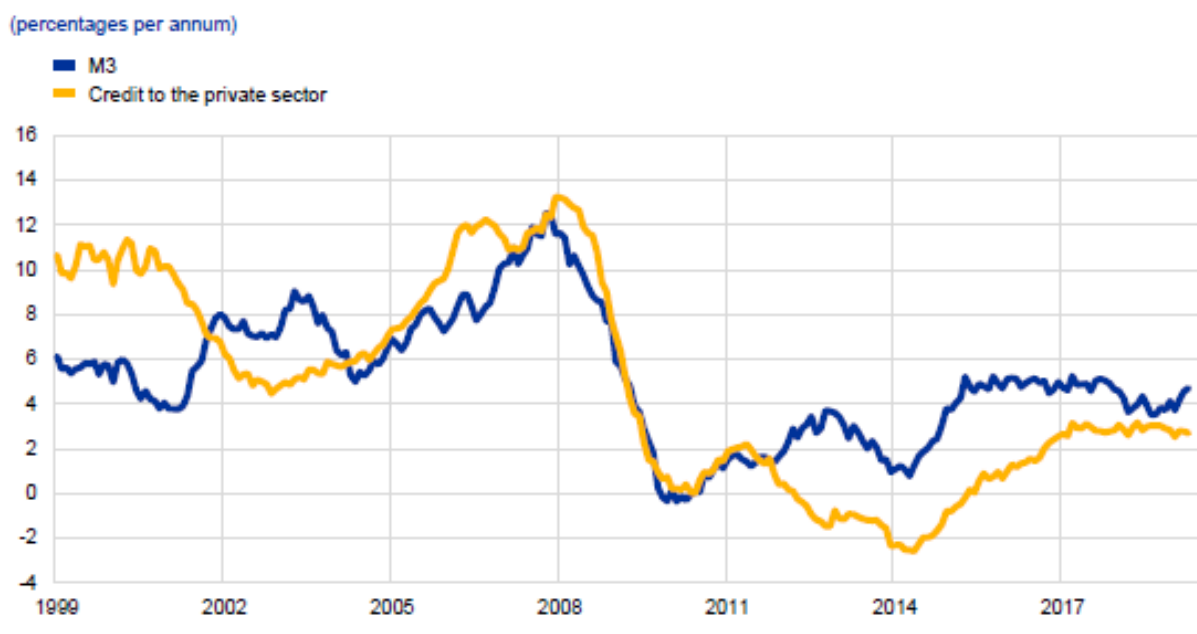
De twee pijlers van de strategie

Sinds 1999 hanteerde de ECB een monetaire beleidsstrategie gebaseerd op twee pijlers, enerzijds een referentiewaarde voor de evolutie van de geldhoeveelheid, anderzijds een brede beoordeling van de risico's voor prijsstabiliteit op basis van niet-monetaire indicatoren. De verantwoording voor de eerste pijler was dat inflatie in laatste instantie een monetair verschijnsel is. De evolutie van de geldhoeveelheid is een natuurlijk "nominaal anker". Om de aan de geldhoeveelheid toegekende rol tot uitdrukking te brengen, hanteert de Raad van Bestuur een kwantitatieve referentiewaarde voor de geldgroei. Het bestaan van een referentiewaarde houdt echter niet in dat het Eurosysteem verplicht zou zijn afwijkingen van de werkelijke geldgroei ten opzichte van de referentiewaarde op de korte termijn te corrigeren. De Raad van Bestuur heeft ervoor gekozen een referentiewaarde aan te kondigen voor het geldaggregaat M3, dat ruim is gedefinieerd en niet slechts de chartale geldhoeveelheid en de traditionele depositocomponenten omvat, maar tevens aandelen/participaties in geldmarktfondsen en door monetaire financiële instellingen uitgegeven schuldbewijzen. De afleiding van de referentiewaarde is op de volgende veronderstellingen voor de middellange termijn gebaseerd :

- Prijsstabiliteit moet worden gehandhaafd conform de door het Eurosysteem bekendgemaakte definitie, zodat de jaarlijkse stijging van de HICP voor het eurogebied onder maar dicht bij 2 % is.
- De trendmatige groei van het reële bruto binnenlandse product (BBP) lag tussen 2 en 2,5 % per jaar, maar de potentiële groei is na de crisis duidelijk lager geworden.
- Op de middellange termijn is de daling van de omloopsnelheid van M3 globaal ½-1 % per jaar.

Met inachtneming van deze factoren heeft de Raad van Bestuur op basis van de formule $MV = PY$ de referentiewaarde voor de groei van M3 op 4,5 % per jaar gesteld. In de realiteit wijkt de effectieve geldgroei vaak af van deze referentiewaarde. Daarom hechtte de ECB gradueel minder belang aan de eerste pijler.

M3 growth and credit to the private sector



Source: ECB

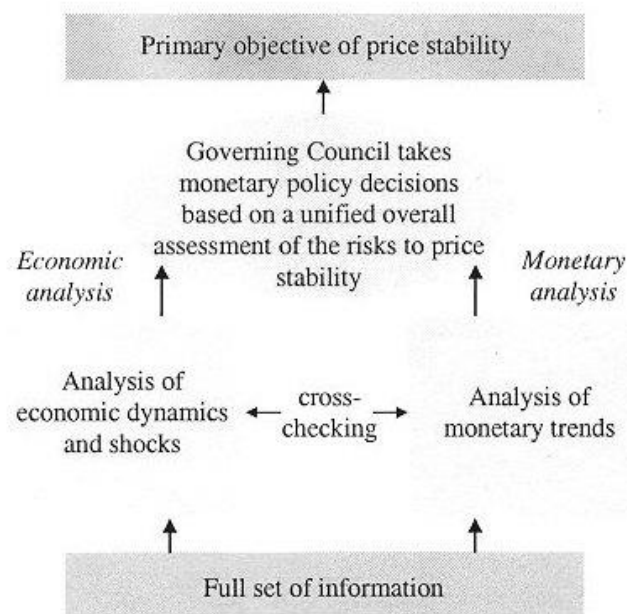
Figuur 7.8. : Groei van M3

Sinds mei 2003 zijn de twee pijlers gedefinieerd als ‘economische analyse’ en ‘monetaire analyse’. De communicatie van de ECB na elke meeting van de Governing Council volgt sindsdien deze structuur: eerst een uiteenzetting van de economische analyse van de risico’s voor de prijsstabiliteit op korte en middellange termijn, gevolgd door een monetaire analyse van ontwikkelingen op de lange termijn van geldhoeveelheid en het prijspeil. De beide perspectieven worden samengebracht in een conclusie omtrent ‘de risico’s voor prijsstabiliteit’. Hoewel de ECB de termen niet hanteert kan men zeggen dat de eerste pijler kan omschreven worden als ‘inflation targeting’ en de tweede als ‘monetary targeting’.

De economische analyse focust derhalve op de huidige economische en financiële ontwikkelingen en hun mogelijke effect op het prijsniveau. De analyse van vraag en aanbod op de goederen, diensten- en factormarkten vormt de kern. Bij deze beoordeling zal van een breeds scala aan economische indicatoren gebruik worden gemaakt. Zij omvatten onder meer de lonen, de wisselkoers, obligatiekoersen en de rentetermijnstructuur, verscheidene maatstaven van de reële economische bedrijvigheid, indicatoren voor het begrotingsbeleid, prijzen- en kostenindices en de resultaten van enquêtes onder producenten en consumenten. Uiteraard is het ook nuttig voorspellingen voor de inflatie op basis van al deze grootheden te betrekken bij de beoordeling van de juistheid van de koers van het monetaire beleid. In dit opzicht zal het Eurosysteem het volledige scala aan inflatievoorspellingen in

ogenschouw nemen, zoals die worden opgesteld door internationale organisaties, andere autoriteiten, marktdeelnemers, enz..., en publiceert het ook zelf periodiek inflatievoorspellingen.

The stability-oriented monetary policy strategy of the ECB



Dit zijn de belangrijkste pijlers van het monetaire beleidskader en de wijze van communicatie van de monetaire beslissingen. Tijdens de crisis hebben centrale banken evenwel geëxperimenteerd met meer expliciete vormen van communicatie om de actoren op de financiële markten meer effectief te sturen. Dit wordt algemeen aangeduid met de term *forward guidance*. Het betekent dat de centrale bank expliciete indicaties geeft over haar toekomstig beleid. Zo stelde de Federal Reserve in 2010 dat het de korte rente laag zou houden tot de werkloosheid onder de 6.5% zou zijn gedaald. De ECB heeft nooit bepaalde numerieke condities gecommuniceerd, maar vanaf medio 2013 liet ook de ECB weten dat ze haar basistarieven gedurende een lange periode ('as long as needed') op hun toenmalig niveau zouden blijven of zelfs verlagen. De forward guidance is ondertussen bijgesteld om duidelijk te maken dat de ECB de rente laag zal houden en de QE intact tot de inflatie duurzaam naar de doelstelling van 2% evolueert.

7. Beoordeling van een central bank: Taylor Rule

Beoordelen of een centrale bank al dan niet haar doelstelling bereikt kan gebeuren door de gerealiseerde inflatie te vergelijken met de doelstelling van de centrale bank. Echter, men moet er rekening

mee houden dat de doelstelling vaak is geformuleerd als een range rond een doelinflatie (bijvoorbeeld 2% in het geval van de Federal Reserve of onder maar dicht bij de 2% in het geval van de ECB). En dat de doelstelling moet bereikt worden over een bepaalde tijdshorizon (b.v. medium term). Een andere mogelijkheid is de korte rente die de centrale bank hanteert te vergelijken met een benchmark. Een veel gebruikt instrument daarvoor is de Taylor rule, genoemd naar de Amerikaanse econoom John Taylor die de formule ontwikkelde. In haar meest algemene vorm kan de Taylor rule geschreven worden als:

$$i_t = \pi_t + r_t^* + a_\pi(\pi_t - \pi_t^*) + a_y(y_t - \bar{y}_t)$$

- i_t is de kortetermijnrentevoet, bijvoorbeeld de reporente van de ECB of de Federal funds rate;
- π_t is de effectieve inflatie;
- r_t^* is de veronderstelde reële rentevoet waarbij er evenwicht is tussen sparen en investeren;
- π_t^* is de doelstelling inzake inflatie;
- y_t is de effectieve reële economische groei en
- \bar{y}_t is de potentiële economische groei.

In deze vergelijking zijn a_π en a_y positief en Taylor gaf voor beide een waarde van 0,5 mee. Deze coëfficiënten kunnen geïnterpreteerd worden als de respectievelijke gewichten die de centrale bank hecht aan prijsstabiliteit (inflatie) versus economische groei.

De interpretatie van de Taylor rule is voor de hand liggend: de kortetermijnrente die de centrale bank optimaal hanteert varieert op basis van het verschil tussen de feitelijke en de gewenste inflatie en de huidige economische groei versus de potentiële economische groei. Wanneer de effectieve inflatie hoger ligt dan de doelinflatie en/of wanneer de gerealiseerde economische groei hoger ligt dan de potentiële groei op lange termijn, zal de centrale bank de korte rente verhogen om via een restrictief monetair beleid de economie af te remmen. Wanneer de inflatie onder de doelstelling ligt of de economie groeit beneden haar potentieel zal de centrale bank stimuleren via een daling van de korte rente. Dit laat toe om op basis van een eenvoudig afweging van groei en inflatie ten opzichte van hun doelstelling vast te stellen of de centrale bank een monetair beleid voert dat aangepast is aan de economische omstandigheden. Houd evenwel in het achterhoofd dat de centrale bank in de realiteit met veel meer variabelen moet rekening houden, evenals met verwachtingen inzake inflatie.

Op basis van een eenvoudige Taylor rule blijkt voor de ECB dat de reporente vóór de financiële crisis wellicht te laag was voor de perifere eurolanden, zodat de artificieel lage reële rente potentieel de huizenprijzen heeft opgedreven. In de crisis moest voor die landen de rente veel forser gedaald zijn dan wat de ECB heeft doorgevoerd (tot zelfs negatief) om voldoende stimulerend te zijn voor

de economische groei. Na de crisis toont de Taylor rule dat de normalisering van de korte rentevoeten wellicht aangewezen was voor de kernlanden, maar niet voor de periferie van de eurozone. De Taylor rule is dus een nuttig instrument om te oordelen hoe accommoderend of restrictief het monetair beleid is, gegeven de macroeconomische omgeving

De Taylorcurve analyseert de afweging tussen de volatiliteit van de output en de volatiliteit van de inflatie; in principe poogt een centrale bank beide te minimaliseren.

8. Inflation targeting

Diverse centrale banken hebben in verschillende tijdsperiodes een beleid gevoerd dat (hoofdzakelijk) gericht was op één of meerdere intermediaire variabelen. Zo werd de politiek van de Bundesbank meestal omschreven als ‘monetary targeting’ omdat de evolutie van de geldhoeveelheid een centrale plaats innam. Andere landen hanteerden een wisselkoersdoelstelling (‘exchange rate targeting’). Dat was b.v. het geval voor België door de koppeling van de BEF aan de DEM vanaf 1990. Een andere optie, die door een aantal centrale banken is geïntroduceerd wordt omschreven als ‘inflation targeting’. Het wordt onder meer gebruikt in Nieuw-Zeeland, Canada, Polen, Zweden en Engeland. Inflation targeting is die vorm van monetaire politiek waarbij het doel van monetair beleid, met name stabiele en lage inflatie, rechtstreeks nagestreefd wordt (Bernanke et al. 1999, Svensson 1999).

Hoewel de institutionele vormgeving van de inflation targeting strategie verschilt tussen de landen die het hanteren, zijn er een aantal gemeenschappelijke karakteristieken. Vooreerst wordt er steeds een expliciete symmetrische doelinflatie vooropgesteld, in vele gevallen 2% per jaar. Deze doelstelling wordt publiek gemaakt, in de hoop dat dit positieve effecten op de geloofwaardigheid zal vertonen en dat de inflation target het anker wordt voor de private inflatieverwachtingen. Daarnaast wordt er een bandbreedte bepaald die aangeeft hoeveel de feitelijke inflatie mag afwijken van de doelinflatie vooraleer de centrale bank genoodzaakt is om in te grijpen. Veelal is dit één (1) procentpunt boven en onder de doelinflatie. Bijvoorbeeld, de Bank of England heeft een symmetrische inflation target van 2%, als de inflatie met meer dan 1% afwijkt, moet de gouverneur van de BoE uitleg verschaffen aan de minister van financiën. Als intermediaire doelvariabele wordt soms (maar niet altijd) de door de centrale bank geraamde inflatieverwachting gebruikt. De monetaire strategie bestaat er dan in om de instrumenten zodanig te gebruiken dat men het monetair beleid verstrakt indien de inflatie dreigt boven de band terecht te komen en men versoepelt indien deze dreigt eronder te komen. Het lijkt erop dat de meeste centrale banken evolueren in de richting van een vorm van

expliciete inflation targeting. De ECB hanteert een asymmetrische inflatiedoelstelling; onder maar dicht bij de 2%. In 2012 heeft de Federal Reserve een doelinflatie van 2% bekend gemaakt. De volgende stap zou kunnen *nominal GDP targeting* zijn, met een doelstelling voor de nominale groei (die bestaat uit de reële groei plus de inflatie).

9. Monetair beleid going forward

Belangrijke vragen over de rol van centrale banken en het monetair beleid zijn na de financiële crisis actueel geworden. Monetair beleid is in zijn huidige vorm primair gericht op het stabiliseren van de waarde van het geld, in veel landen geoperationaliseerd als een beperkte inflatie van goederen- en dienstenprijzen. Sterke stijging van huizenprijzen en prijzen van financiële activa vallen hiermee buiten deze perimeter. Volgens critici droeg deze smalle focus bij aan de financiële crisis. Centrale banken in Europa en de Verenigde Staten zouden te lang de beleidsrente laag hebben gehouden, wat bijdroeg aan de opbouw van omvangrijke kredietzeepbellen. Daarnaast is na de crisis de kritiek gekomen dat het beleid van lage rentes en kwantitatieve verruiming wederom bijdraagt aan excessieve schuldengroei, waarmee financiële stabiliteit in het geding kan komen. Dit roept de vraag op of monetair beleid naast een focus op prijsstabiliteit ook financiële stabiliteit als expliciet doel moet meenemen.

Er zijn twee redenen om te pleiten voor een strakke afbakening van monetair beleid van andere beleidsterreinen en een exclusieve focus op prijsstabiliteit. Allereerst is het de vraag of het belangrijkste instrument van monetair beleid, het rente-instrument, überhaupt geschikt zou zijn om kredietzeepbellen tegen te gaan. Niet alleen zou de renteverhoging waarschijnlijk niet krachtig genoeg zijn om een kredietzeepbel helemaal tegen te houden, maar het zou gelijktijdig kunnen leiden tot ernstige schade aan de rest van de economie. Ten tweede is het voordeel dat centrale banken een relatief eenduidige inflatiedoelstelling hebben, waardoor het makkelijker te verantwoorden is dat zij op afstand staan van de politiek. Financiële stabiliteit is een diffuser concept en dus moeilijker om te meten en er verantwoording over af te leggen.

Aan de andere kant zijn er goede argumenten om monetair beleid toch meer te richten op financiële stabiliteit. Het argument dat het rente-instrument ongeschikt is om kredietzeepbellen door te prikken is valide, maar dat wil niet zeggen dat bij rentebesluiten de centrale banken sterk stijgende kre-

dietverlening moeten negeren. Het rente-instrument is zo krachtig dat andere instrumenten waarschijnlijk niet op eigen kracht in staat zullen zijn om zonder hulp van dit instrument excessieve kredietgroei af te remmen. Wat betreft het belang van een helder mandaat van centrale banken op het gebied van monetair beleid geldt dat de ECB met de Bankenuunie een belangrijke rol gekregen op het gebied van toezicht op de banken, waardoor ze ook verantwoordelijk is voor financiële stabiliteit. De tijd lijkt daardoor rijp om breder na te denken over de samenhang tussen het monetair beleid en het financiële stabiliteitsbeleid en de daarbij behorende instrumenten.

Ten slotte stelt zich ook de vraag naar de kracht van het monetair beleid in een volgende crisis. De eerste stap van centrale banken na de financiële crisis was het ondersteunen van de financiële markten en het verlagen van de rente. In de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk werd er vrij direct gegrepen naar het instrument van kwantitatieve verruiming, waar Japan al langer ervaring mee had. Na de eurocrisis heeft de ECB vanaf 2015, toen het gevaar op deflatie als reëel werd ingeschat, ook voor dit instrument gekozen. In combinatie met de lage (zelfs negatieve) rente werd zo gepoogd om het verstrekken van leningen door de banken te stimuleren, in de hoop dat dit de economie aanzwengelde en de inflatie op een gewenst niveau kwam. Het monetaire beleid is hiermee op onbekend terrein gekomen, waarbij de vraag is wat de weg vooruit is en welke mogelijkheden de centrale bank nog heeft om een volgende crisis te bestrijden.

Daarnaast is een cruciale vraag welke instrumenten overheden bij de volgende crisis nog hebben om de economie uit het dal te trekken. Publieke schulden van veel overheden zijn ook zeer hoog. Juist bij een volgende crisis zouden nog hogere publieke schulden wantrouwen kunnen creëren bij investeerders, wat weer tot een nieuwe schulden crisis kan leiden. Publieke geldschepping door monetaire financiering kan een antwoord zijn op deze kwestie (zie bv. Turner 2015). Bij monetaire financiering creëert de centrale bank nieuw geld zonder dat hier een schuldcontract tegenover staat. Er zijn verschillende manieren om dit geld in de economie te brengen. Het kan via overheidsuitgaven of de centrale bank kan direct geld overmaken aan burgers ('helikoptergeld'). Binnen het publiek geldsysteem is monetaire financiering de standaardmanier waarop nieuw geld gecreëerd wordt. Monetaire financiering is momenteel verboden binnen Europa in het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie. Over het algemeen wordt dan ook aangenomen dat voor monetaire financiering een aanpassing van dit verdrag nodig is. Het belangrijkste bezwaar hiertegen is dat het uit de hand kan lopen, met in het slechtste geval hyperinflatie tot gevolg. Bovendien kan de optie van monetaire financiering ertoe leiden dat overheden minder geneigd zullen zijn de overheidsuitgaven te beheer-

sen. Daarnaast is het de vraag of we bij een volgende crisis daadwerkelijk al naar deze noodmaatregel moeten grijpen: sommige overheden, waaronder Nederland en Duitsland, staan er wat betreft budgettair beleid op dit moment goed voor. Deze landen hebben de mogelijkheid voor een ruimhartig anticyclisch budgettair beleid in een volgende crisis.

APPENDIX: KORT HISTORISCH OVERZICHT VAN HET BELGISCHE MONETAIRE BELEID

Het Belgische monetaire beleid heeft tijdens de laatste dertig jaar een aantal fundamentele wijzigingen ondergaan, zowel wat de inhoud van het beleid betreft, als in verband met de aangewende instrumenten.

In het begin van de jaren '70 werd de NBB geconfronteerd met een oververhitte economie. Bovendien ging een sterk verruimend effect op de geldmarkt uit van een overschot op de lopende rekening en een vrij grote kapitaalvoer. Daarom werden een aantal liquiditeitsbeperkende maatregelen genomen (monetaire reservecoëfficiënt, herbeleggingscoëfficiënt), vooral met de bedoeling de inflatie binnen de perken te houden. Deze maatregelen werden later aangewend om de BEF te verdedigen en de ingevoerde inflatie te bedwingen. Vanaf de tweede helft van de jaren '70 leidde het tekort op de lopende rekening (o.m. ten gevolge van de hogere petroleumrijzen) tot een geldmarktverkrapping. Dit zorgde voor een aanzienlijk beroep van de kredietinstellingen op de NBB, wat in 1977 leidde tot een hervorming van het stelsel van de herdiscontoplafonds. De klemtoon van het monetaire beleid ging in de tweede helft van de jaren '70 liggen op het hanteren van de officiële tarieven, waarvan de discontovoet en de rente op schatkistcertificaten de belangrijkste waren. De prominente aanwezigheid van het monetaire beleid in de jaren '70 is ook het gevolg van een zeker immobilisme in de andere segmenten van het economische beleid, nl. de begrotings- en inkomenspolitiek. Het hele economische beleid steunde m.a.w. voor een groot gedeelte op het monetaire beleid, dat als voornaamste doelstellingen de verdediging van de BEF en de beteugeling van de inflatie had. In een periode van groeiende begrotings- en lopende tekorten bleek dat echter geen eenvoudige opdracht.

In februari 1982 werd de BEF binnen het EMS met 8,5% gedevalueerd en werden begeleidende maatregelen uitgewerkt (o.a. een restrictief inkomensbeleid en een beleid ter vermindering van het begrotingstekort). Hierdoor moest niet meer zo intensief naar de monetaire instrumenten worden gegrepen. Overigens gaf men er zich rekenschap van dat die instrumenten veel minder effectief waren om een te zwakke economische groei aan te zwengelen dan om een conjuncturele oververhitting

te bedwingen, waartoe zij voorheen hadden gediend. Vanaf 1985 kwam een officiële ommekeer in de vaststellingsprocedure van de rentetarieven van de NBB. De discontovoet zou voortaan soepel worden aangepast op basis van (maar stelselmatig boven) het tarief van de rente op SKC op 3 maand. Deze laatste interest werd meteen het belangrijkste rente-instrument van de NBB. Deze ontwikkeling weerspiegelde het toegenomen belang van de SKC als geldmarktinstrument mede dankzij de voortdurende aanwezigheid van de overheid op de geldmarkt om haar tekorten te financieren.

In België werden dus erg weinig potentiële monetaire beleidsinstrumenten effectief gebruikt. De NBB heeft b.v. tot 1991 nooit een openmarktbeleid toegepast, noch groeionormen voor de geldhoeveelheid opgelegd, twee instrumenten die in andere landen zeer courant zijn of waren. Ook de rechtstreekse of onrechtstreekse kredietbegrenzings waren eerder uitzonderlijk.

Het systeem waarbij de rente op SKC autonoom door de NBB werd vastgelegd, werd echter onhoudbaar. De overheid ging op zoek naar middelen voor de modernisering van haar schuldbeheer en besloot om vanaf 29 januari 1991 de SKC niet meer *on tap* (i.e., dagelijks) en tegen een door de NBB vastgestelde rente uit te geven, maar over te stappen op een wekelijkse aanbestedingsprocedure. In navolging van de andere Europese centrale banken en in het kader van de naderende EMU, moest de NBB dus een meer marktconform monetair beleidsinstrumentarium instellen. Ze baseerde dat op de reeds sedert 1989 ingevoerde techniek van periodieke aanbestedingen van kredieten. Vanaf 29 januari 1991 werd de rente op de wekelijkse tenders de kern van het monetaire beleid van de NBB. Deze drastische modernisering van het geldmarktinstrumentarium moet trouwens gezien worden in het licht van de andere financieel-economische hervormingen die in de loop van de jaren '90 in België werden ingevoerd: de afschaffing van de dubbele wisselmarkt, de nauwere koppeling van de BEF aan de DEM, de verlaging van de roerende voorheffing op vastrentende effecten, de grotere onafhankelijkheid van de NBB en het verbod op monetaire financiering.

Vanaf 1990 bestaat de strategie van de NBB erin om vast te houden aan de wisselkoersdoelstelling, met name een fixatie van de BEF op zijn DEM-pariteit. De spanningen op de valutamarkten in 1992 en 1993 leidden tot afwijkingen maar bleken van korte duur, mede door de verhoging van de officiële tarieven. Tot eind '98 handhaafde de koers van de BEF zich rond zijn spilkoers met de DEM. De geloofwaardigheid van het beleid wordt bovendien geschaagd door het omvangrijke lopende overschot van de BLEU, de stabiliteit van de binnenlandse kosten en prijzen en de verbeterde begrotingssituatie. Vanaf 1/1/1999 is de derde fase van de EMU van start gegaan en is het monetaire beleid van de NBB overgeheveld naar de ECB. De gouverneur van de NBB is lid van de regering

council (RvB) van de ECB en beslist met zijn collega's over het monetair beleid in de eurozone. Dit kan enigszins paradoxaal betekenen dat hij nu meer invloed heeft op het beleid dan in de periode dat de NBB, gezien de koppeling van de BEF aan de DEM, het beleid van de Bundesbank volgde. Dit is een illustratie van de onbehaaglijke driehoek: een land dat een vaste wisselkoers heeft kan geen autonoom monetair beleid voeren.

BASISWERKEN

Hartmann P. and F. Smets, 2018, The first twenty years of the European Central Bank: monetary policy, ECB Working Paper 2219.

Jaarverslagen en Economic Bulletin van de Europese Centrale Bank (zie website ECB).

ECB, The monetary policy of the ECB.

Rostagno, M. et al., 2019, A tale of two decades: the ECB's monetary policy at 20, ECB Working Paper No 2346.

ANDERE REFERENTIES

Alesina, A. en Summers, L.H., 1993, "Central bank independence and macroeconomic performance: some comparative evidence", *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 25(2), 151-162.

Altavilla, C. et al., 2019, Monetary policy, credit institutions and the bank lending channel in the euro area, ECB Occasional Paper No. 222.

Arnone, M. and D; Romalli, 2013, Dynamic central bank independence indices and inflation rate: A new empirical exploration, *Journal of Financial Stability*, 9, 385-398.

Barro R., 1995, "Inflation and economic growth", *Bank of England Quarterly Bulletin*, May, 166-176.

Berger, H., J. de Haan and S. Eijffinger, 2002, Central bank independence: an update of theory and evidence, *Journal of Economic Surveys*, 15(1), 4-40.

Bernanke B, Laubach T, Mishkin F. en Posen A., 1999, "Inflation targeting: Lessons from the international experience", Princeton University Press.

Borio, C., L. Gambacorta and B. Hofmann, 2017, The influence of monetary policy on bank profitability, *International Finance*, 20, 48-63.

Brunnermeier, M. and Y. Koby, 2018, The reversal interest rate, NBER Working Paper No 25406

De Graeve, F., De Jonghe, O. and R. Vander Vennet, 2007, Competition, transmission and bank pricing policies: Evidence from Belgian loan and deposit markets, *Journal of Banking and Finance*, 31, 259-278.

ECB, 2003, “The outcome of the ECB’s evaluation of its monetary policy strategy”, *Monthly Bulletin*, June, 79-92.

Friedman B. en Schwartz A., 1963, “Money and business cycles”, *Review of Economics and Statistics*, 32-64.

Hartmann P. and F. Smets, 2018, The first twenty years of the European Central Bank: monetary policy, ECB Working Paper 2219.

Heider, F., F. Saidi and G. Schepens, 2019, Life below zero: Bank lending under negative policy rates, *Review of Financial Studies*, 32, 3728-3761.

Mangano, G., 1998, “Measuring central bank independence: a tale of subjectivity and of its consequences”, *Oxford Economic Papers*, Vol. 50(3), 468-492.

Meuleman E. and R. Vander Venet, 2020, Macroprudential policy and bank systemic risk, vol 47.

Svensson, L., 1999, “Inflation targeting as a monetary policy rule”, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 43, 607-654.

Woodford, M., 2004, Inflation targeting and optimal monetary policy, Federal Reserve Bank of St. Louis, 86, 15-4.

