



3.1 Een snelle en omvangrijke reactie van het monetair beleid in de hele wereld

De centrale banken kregen door de COVID-19-crisis af te rekenen met tal van uitdagingen ...

Tijdens de COVID-19-crisis moesten de centrale banken het hoofd bieden aan verscheidene grote uitdagingen, wat hen ertoe aanzette krachtig en vaak vrijwel gelijktijdig op te treden. Ten eerste stegen de spanningen op de financiële markten bruusk vanaf februari, wat leidde tot een duidelijke verstrakking van de financieringsvoorwaarden. Bepaalde markten waarop ondernemingen zich financieren, zoals de markt van het *commercial paper*, werden zelfs verlamd. Meer in het algemeen gaf de herinschatting van de risico's door de beleggers aanleiding tot een vlucht naar kwaliteit. Deze ontwikkeling was in het bijzonder nadelig voor de opkomende economieën en in het voordeel van veilige waarden, zoals Amerikaanse overheidsobligaties. Hierdoor ontstond een tekort aan dollars buiten de Verenigde Staten (VS). Bijgevolg bestond de eerste doelstelling van de centrale banken erin de markten te stabiliseren, wat de monetairbeleidstransmissie hielp vrijwaren. Ten tweede hadden de niet-financiële ondernemingen als gevolg van de lockdown te kampen met acute liquiditeitsbehoeften. Om een scenario van kredietschaarste (*credit crunch*) te vermijden, die de economische schade zou vergroten, stimuleerden de centrale banken de kredietverlening door de banksector. Ten derde dreigde de inkrimping of de stillegging van de activiteit om te slaan in een economische depressie en een neerwaartse druk op de prijzen te veroorzaken, wat de inflatie verder zou doen afwijken van de doelstellingen van de centrale banken. Daarom werd de monetairbeleidskoers versoepeld. In een

Het optreden van de monetaire autoriteiten kon voorkomen dat de crisis in een economische depressie omsloeg

zeer onzekere omgeving was een kordaat optreden op elk van die gebieden essentieel om het vertrouwen van de economische en financiële actoren te versterken.

Die uitdagingen waren in veel opzichten van een andere aard dan die van de globale financiële crisis van 2008-2009. De COVID-schok was exogeen aan de economie en trof vooral de niet-financiële ondernemingen en de gezinnen, terwijl de globale financiële crisis hoofdzakelijk voortvloeide uit problemen in de financiële sector. Sindsdien hebben de financiële instellingen, aangespoord door de prudentiële autoriteiten, hun liquiditeits- en solvabiliteitspositie in aanzienlijke mate verstevigd.

Op monetair vlak voerden de centrale banken van de geavanceerde economieën reeds vóór de crisis een soepel beleid, aangezien de inflatie verwijderd bleef van de doelstellingen. Het gecombineerde effect van een lange periode van zwakke groei en lage inflatie in de nasleep van de globale financiële crisis en een structureel lage natuurlijke rente had de beleidsrentes dichterbij hun 'effectieve ondergrens' gebracht. Het had bovendien het gebruik door de centrale banken van zogenoemde niet-conventionele instrumenten verhoogd, waardoor hun balanstotaal sterk toenam. Van de belangrijkste centrale banken had enkel de Amerikaanse Federal Reserve (Fed) een normaliseringsproces ingezet. De uitdagingen die een dergelijke situatie met zich meebrengt, hebben de centrale banken van verschillende geavanceerde landen ertoe aangezet hun monetairbeleidsstrategie grondig te herzien. In Kader 2 wordt toegelicht hoe de Fed en de ECB dat vraagstuk hebben aangepakt.

... en maakten gebruik van een ruime waaier aan instrumenten

De diverse facetten van de coronacrisis noopten de centrale banken ertoe hun hele instrumentarium aan te wenden.

Zo hebben de centrale banken in de geavanceerde en opkomende economieën hun beleidsrentes verlaagd, althans waar dat nog mogelijk was. Dat was het geval in de VS en, in mindere mate, in het Verenigd Koninkrijk (VK) en China. In het eurogebied en Japan waren de rentetarieven al gelijk aan nul of negatief. In hun communicatie stelden ze duidelijk dat de rentetarieven laag zullen blijven zolang de inflatiedoelstellingen niet zijn bereikt.

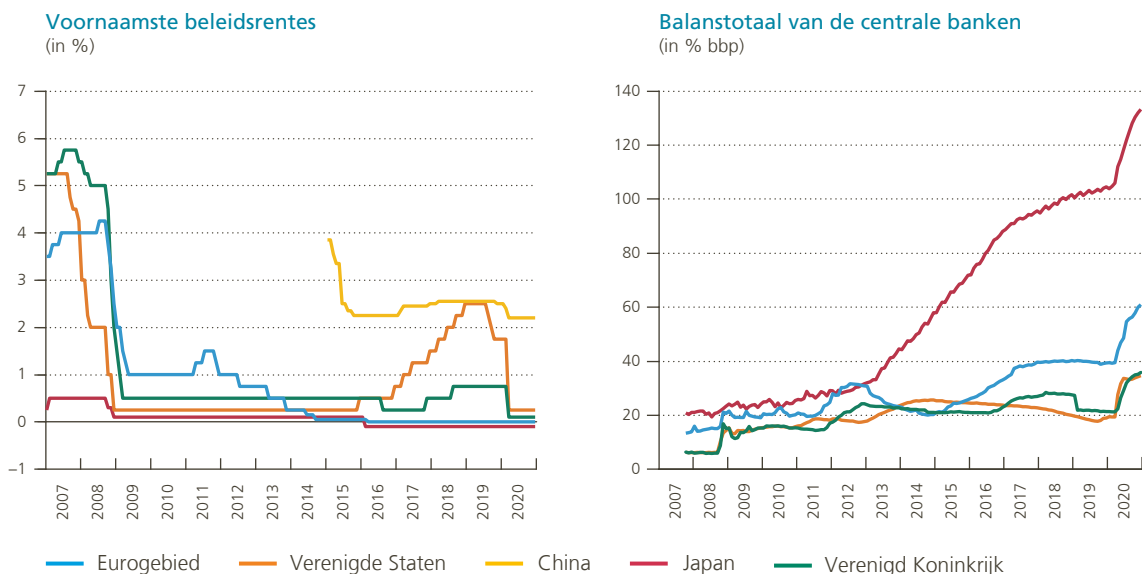
Om de markten te stabiliseren en de liquiditeit in de economie op te voeren, verhoogden tal van centrale banken – met uitzondering van die van Zwitserland en China – hun (netto)aankopen van financiële activa, hoofdzakelijk van overheidsobligaties. De Fed en de Bank of Japan verbonden er zich zelfs toe die effecten onbeperkt aan te kopen. Sommige centrale banken, waaronder die van een twintigtal opkomende economieën, startten voor het eerst

met programma's voor de aankoop van effecten. In Australië en in India beperkten ze die aankopen tot overheidsobligaties, terwijl de centrale banken van Canada en Zuid-Korea ze uitbreidden tot bedrijfsobligaties en *commercial paper*. Deze laatstgenoemde effecten werden ook massaal aangekocht door de centrale banken van de voornaamste geavanceerde economieën, om de financiering van grote ondernemingen en kmo's te vergemakkelijken. In de VS kocht de Fed ook schuld papier van de Staten en van de gemeenten op. Eveneens met de doelstelling om de markten te stabiliseren, creëerde ze een kredietlijn voor de 'money market mutual funds'. Voor die fondsen ontstond in het begin van de crisis een toestroom aan verzoeken tot terugbetaling, op een ogenblik dat de geldmarkten zeer illiquide waren.

Om de financiering van de niet-financiële ondernemingen en de gezinnen onafgebroken te waarborgen, namen de centrale banken hun toevlucht tot gerichte kredietfaciliteiten. Deze liquiditeiten, die tegen bijzonder gunstige voorwaarden werden verstrekt, moeten de banken in staat stellen hun kredietverlening aan de ondernemingen op peil te houden. Omdat de crisis het risico van een niet-aflossing

Grafiek 29

De centrale banken van de voornaamste economieën hebben hun monetair beleid sterk versoepeld als reactie op de COVID-19-crisis



Bronnen: BIB, CEIC, Eurostat, OESO, Refinitiv.

Tabel 8

Instrumenten voor het monetair beleid en het wisselkoersbeleid die door de centrale banken van de voornaamste geavanceerde en opkomende economieën worden gehanteerd

Instrumenten	VS	Eurogebied	VK	Japan	China	India
Rente						
Renteverlaging	✓	✗	✓	✗	✓	✓
Negatieve rente	✗	✓	✗	✓	✗	✗
Leningen/Liquiditeiten	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Aankoop van activa						
Overheidsobligaties	✓	✓	✓	✓	✗	✓
Effecten van de private sector	✓	✓	✓	✓	✗	✗
Valutamarkten						
FX-swaps	✓	✓	✓	✓	✓	✗
FX-interventie	✗	✗	✗	✗	✗	✓

Bron: BIB (Economisch jaarverslag 2020), actualisering NBB.

van de leningen door de ondernemingen verhoogde, heeft de overheid dat risico getemperd door een staatsgarantie te bieden. De centrale banken van onder meer China, Japan en het VK voerden nieuwe faciliteiten in die specifiek op kmo's gericht zijn. De Fed zette aankoopprogramma's op voor de leningen die de banken aan een breed scala van ondernemingen hadden toegekend. Dankzij die initiatieven kende de financieringssteun aan de niet-bancaire private sector een ongekennde uitbreiding.

Het geheel aan maatregelen, gaande van de aankoop van effecten tot het verstrekken van leningen en liquiditeiten, bracht het balanstotaal van de voornaamste centrale banken op een ongezien hoog peil.

In een situatie van tekorten aan Amerikaanse dollars in een aantal niet-Amerikaanse markten, trad de Fed op als internationale *'lender of last resort'* (kredietverlener in laatste instantie). Daarbij verruimde ze, in onbeperkte mate en tegen een verlaagd tarief, de swaplijnen die tijdens de globale financiële crisis waren gesloten met vijf belangrijke centrale banken van geavanceerde landen (ECB, Bank of England, Bank of Canada, Bank of Japan en de Zwitserse centrale bank). Bovendien reactiveerde ze tijdelijk swaplijnen met negen andere landen (de drie Scandinavische landen, Australië, Brazilië, Zuid-Korea, Mexico, Nieuw-Zeeland en Singapore). Op 31 maart voerde

de Fed een tijdelijke repo-faciliteit in die de centrale banken van alle landen de mogelijkheid bood om liquiditeiten te verkrijgen door schatkistcertificaten of schuldbewijzen van Amerikaanse overheidsinstanties in onderpand te geven. Ook de ECB heeft, om grote hoeveelheden liquiditeiten in euro te verstrekken, swap- en repo-lijnen met een reeks centrale banken geactiveerd of gereactiveerd.

Terwijl de Zwitserse centrale bank opnieuw op de valutamarkt moest interveniëren om de appreciatie van de Zwitserse frank in te perken, moesten de centrale banken van tal van opkomende landen hun valuta ondersteunen. Dat was onder meer het geval in India, Brazilië, Indonesië en Turkije.

Die verschillende maatregelen hebben ruimschoots vruchten afgeworpen. De financiële markten werden gestabiliseerd, zodat de monetairbeleidstransmissie kon worden gewaarborgd. De banken konden aanzienlijke volumes kredieten aan ondernemingen en gezinnen verstrekken, zelfs toen de liquiditeitsbehoefte gigantisch waren. Ten slotte liepen de rentetarieven voor alle looptijden terug. Ze droegen zo bij tot de versoepeling van de financieringsvoorwaarden, zowel voor de niet-financiële ondernemingen en de gezinnen als voor de overheid, zodat deze laatste ruimte kreeg om haar beleid ter ondersteuning van de economie uit te voeren.

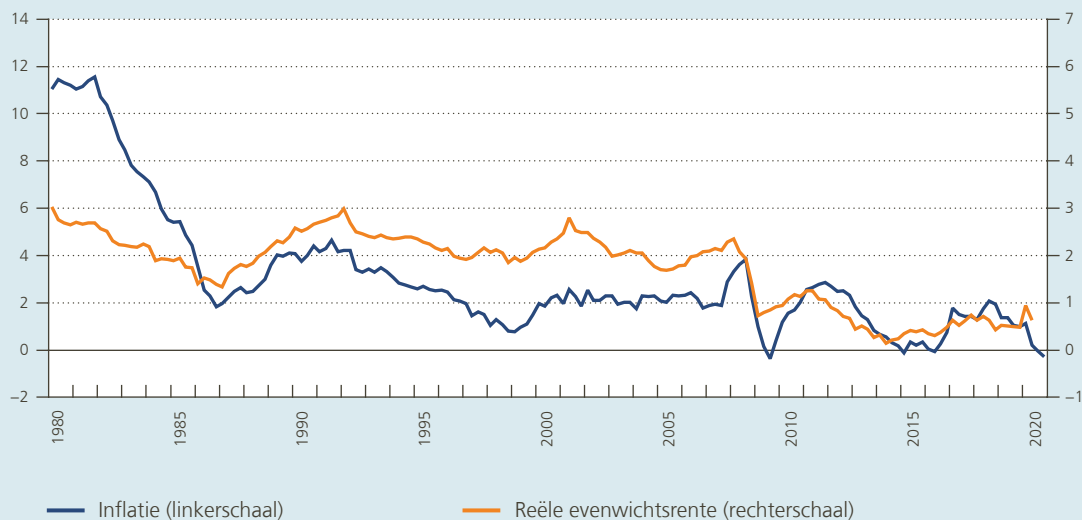
De herziening van de monetairbeleidsstrategie van de ECB en de Federal Reserve

De omgeving waarin de centrale banken opereren is de laatste decennia fundamenteel veranderd. Een van de meest opmerkelijke ontwikkelingen is de daling van de 'evenwichtsrente' of 'natuurlijke rente', dat is het rentepeil waarbij de economie in evenwicht is¹. De afgelopen decennia hebben een aantal structurele tendensen – zoals een tragere productiviteitsgroei en een verouderende bevolking – de potentiële groei en daardoor ook de reële evenwichtsrente in de ontwikkelde landen gedrukt. De lange periode van lage groei en inflatie in de nasleep van de globale financiële crisis, in combinatie met die lage natuurlijke rente, heeft de beleidsrentes van de centrale banken in de ontwikkelde landen dichterbij hun 'effectieve ondergrens' doen opschuiven. In die situatie is het voor de centrale banken moeilijker om via hun klassieke beleidsinstrument, met name het sturen van de kortetermijnrente, hun doelstellingen te bereiken. Zij zijn daarom steeds vaker een beroep gaan doen op nieuwe, zogeheten niet-conventionele instrumenten. De COVID-19-crisis heeft die uitdagingen nog meer op scherp gezet, doordat ze de groei en de inflatie verder drukt en de centrale banken aangezet heeft een nog groter beroep te doen op niet-conventionele maatregelen. Daarnaast stellen ook andere ontwikkelingen, zoals globalisering, klimaatverandering, digitalisering en veranderingen in het financiële landschap, het monetair beleid voor belangrijke uitdagingen.

¹ Zie Kader 1 van het NBB Verslag 2019, p. 57-61: 'De uiterst lage rente: een mondiaal en structureel verschijnsel'.

De evenwichtsrente en de inflatie in het eurogebied zijn de laatste decennia sterk gedaald

(in %)



Bronnen: Voor de evenwichtsrente: Holston K., Th. Laubach and J. Williams (2017), 'Measuring the Natural Rate of Interest: International Trends and Determinants', *Journal of International Economics*, 108, supplement 1 (May): S59–S75. Voor de inflatie: Fagan G., J. Henry and R. Mestre (2001), 'An Area-wide Model (AWM) for the euro area', *ECB working paper series* No. 42 (January).



Tegen die achtergrond zijn verschillende centrale banken gestart met een herziening van hun monetairbeleidsstrategie. Ze willen de manier waarop het monetair beleid wordt gevoerd aan een kritische evaluatie onderwerpen zodat ze ook in de veranderende omgeving hun doelstellingen kunnen verwezenlijken. Begin 2020 lanceerde de ECB een evaluatie van haar monetairbeleidskader en ook de Bank of England kondigde rond dezelfde periode een dergelijke herziening aan. De Bank of Canada onderneemt die oefening om de vijf jaar. In de VS startte de Federal Reserve (Fed) in 2019 met een herziening van haar monetairbeleidsstrategie, die ondertussen werd afgerond.

Amerikaanse Federal Reserve

De evaluatie door de Fed, die begin 2019 begon, is de eerste grondige herziening sinds het monetairbeleidskader in 2012 formeel werd vastgelegd. Het proces, dat op 27 augustus 2020 werd afgerond, leidde tot een herziening van verschillende elementen van haar strategie. Ze besliste ook om deze voortaan om de vijf jaar te evalueren.

Zo werd de invulling van het tweeledige mandaat van de Fed – dat volledige werkgelegenheid en prijsstabiliteit als doelstellingen bepaalt – op verschillende vlakken gewijzigd. Meer algemeen streeft de Fed voortaan maximale tewerkstelling na en die doelstelling zal breed en inclusief worden geïnterpreteerd, met aandacht voor de situatie van alle inkomensgroepen. De inflatie fungeert voortaan als 'knock-out'-clausule: het streven naar meer werkgelegenheid zal enkel worden gestaakt wanneer de inflatie te hoog is. Dat contrasteert met de vroegere praktijk waarbij het beleid ook preventief verstrakt kon worden wanneer de werkloosheid onder haar geraamde evenwichtspeil zakte, om toekomstige inflatoire spanningen de kop in te drukken. Wat de beoogde prijsstabiliteit betreft, vertoonde het vorige beleidskader vooral kenmerken van een 'flexibele inflatiedoelstelling', waarbij op elk moment een inflatie van 2% werd nagestreefd, ongeacht de mate waarin dat doel in voorgaande periodes bereikt was ('*bygones are bygones*'). De nieuwe beleidsstrategie kan worden omschreven als een 'flexibele gemiddelde inflatiedoelstelling'. Zo zal het monetair beleid, na een periode waarin de inflatie voortdurend onder de 2% lag, wellicht gedurende enige tijd een iets hogere inflatie nastreven. Op die manier hoopt de Fed de inflatieverwachtingen duurzamer op 2% te verankeren en de inflatie dus sneller naar de doelstelling terug te brengen. Doordat enkel verwezen wordt naar de mogelijkheid om een te lage inflatie bij te sturen, suggereert het nieuwe beleidskader een asymmetrische reactiefunctie. In een situatie waarin de beleidsrente dicht tegen de effectieve ondergrens ligt, oordeelt de Fed immers dat een symmetrische uitkomst rond 2% vooral bij een te lage inflatie een reactie zal vereisen.

Europese Centrale Bank

De ECB startte de herziening van haar monetairbeleidsstrategie op 23 januari 2020. Wegens de COVID-19-crisis moest de oorspronkelijke planning weliswaar worden aangepast en de afronding van het hele proces, die voor eind 2020 was gepland, werd verschoven naar de zomer van 2021. Hoewel de ECB en de Fed in hun monetairbeleidsvoering met dezelfde uitdagingen worden geconfronteerd, is de uitgangspositie voor de ECB enigszins verschillend. De rentevoeten en inflatieverwachtingen lagen in het eurogebied de laatste jaren immers algemeen lager dan in de VS. Doordat de evaluatie van de ECB in volle coronacrisis plaatsvindt, werden bovendien een aantal bijkomende aandachtspunten in de verf gezet, zoals de interactie tussen het monetair en het budgettair beleid.



Gezien de belangrijke ontwikkelingen sinds de laatste evaluatie van de ECB-strategie in 2003, werd bewust geopteerd voor een heel omvangrijke herziening. Het mandaat van de ECB zelf en haar streven naar prijsstabiliteit in het bijzonder staan evenwel niet ter discussie, aangezien daarvoor een wijziging van het Verdrag betreffende de Werking van de EU nodig zou zijn. De bedoeling van de evaluatie is daarentegen na te gaan hoe het mandaat, binnen de contouren van dat Verdrag maar in een gewijzigde omgeving, het best ingevuld kan worden.

Vanuit die vraagstelling werden een aantal thema's gedestilleerd, die in verschillende werkgroepen worden voorbereid. Een eerste thema betreft de definitie van prijsstabiliteit die de Raad van Bestuur hanteert: momenteel formuleert ze die als een jaarlijkse stijging van de geharmoniseerde consumptieprijsindex (HICP) van minder dan maar dicht bij 2 % op de middellange termijn. Daarbij worden tijdens de evaluatie verschillende aspecten tegen het licht gehouden, zoals de mogelijke neerwaartse impact die uitgaat van de huidige asymmetrische formulering en welke verwoording het best bijdraagt tot een verankering van de inflatieverwachtingen in een lagerenteomgeving. Ook de samenstelling van de consumptieprijsindex (zoals de vraag of de kosten van wonen in een eigen huis daarin opgenomen moeten worden) maakt deel uit van de discussie.

Een ander thema betreft de manier waarop met de – soms onvermijdelijke – afwegingen met andere beleidsdoelstellingen kan worden omgegaan en hoe de ondersteuning van andere beleidsdoelstellingen het best aangepakt kan worden. Zonder afbreuk te doen aan het beginsel van de primaire doelstelling van de ECB, stipuleert het Verdrag namelijk dat het monetair beleid ook moet bijdragen aan het algemeen economisch beleid van de EU (zoals duurzame ontwikkeling, sociale vooruitgang, concurrentievermogen en volledige werkgelegenheid). In dat opzicht worden verschillende vragen gesteld: "Hoe kan rekening worden gehouden met mogelijke neveneffecten van het monetair beleid, zoals zijn impact op de financiële stabiliteit of herverdelingseffecten?"; "Hoe efficiënt zijn de traditionele en niet-conventionele instrumenten van monetair beleid? Wat zijn hun neveneffecten en wegen hun baten op tegen de kosten?"; "Hoe kan het monetair beleid de klimaatverandering helpen indammen?".

Gedurende de hele herziening wordt ten slotte sterk de nadruk gelegd op inclusie en communicatie. Zo wordt niet alleen nagedacht over hoe er gepast over monetair beleid kan worden gecommuniceerd, maar worden tijdens het proces zelf ook alle belanghebbenden (burgers, academici, parlementen en middenveldorganisaties) gehoord. Dit gebeurt, naar analogie met de Fed, via zogenaamde luisterevenementen (*'listening events'*), die zowel door de ECB (in oktober 2020) als door elk van de nationale centrale banken van het eurogebied – waaronder ook de NBB (in januari 2021) – worden georganiseerd.

3.2 De Raad van Bestuur van de ECB ontplooiëde snel een breed pakket maatregelen om de COVID-19-crisis het hoofd te bieden

Aangezien de convergentie van de inflatie in het eurogebied naar de doelstelling – een niveau onder maar dicht bij 2 % – al in 2019 gevoelig vertraagd was, had de Raad van Bestuur van de ECB in september van dat jaar een aantal versoepelende maatregelen genomen. De rente op de depositofaciliteit, haar voornaamste beleidsrente, werd verder verlaagd tot –0,5 %. Bovendien werd beslist om de nettoaankopen van effecten binnen het Asset Purchase Programme (APP) vanaf november 2019 te hervatten ten belope van € 20 miljard per maand. De aanwijzingen in de communicatie van de Raad van Bestuur – de zogenaamde *forward guidance* – verzekeren bovendien dat de soepele koers zal worden aangehouden totdat de inflatie in het eurogebied krachtig naar haar doelstelling convergeert. Om de bancaire transmissie te ondersteunen in een omgeving van negatieve rentevoeten, werden nog twee bijkomende maatregelen genomen. Vooreerst werden de uitvoeringsbepalingen van de derde reeks gerichte langerlopende herfinancieringstransacties (targeted longer-term refinancing operations, oftewel TLTRO III) versoepeld ten opzichte van de oorspronkelijke plannen. Daarnaast werd vanaf eind oktober 2019 een tweeledig systeem voor de vergoeding van reserves (*two-tier system*) ingevoerd, waarbij 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 vergoed¹.

¹ Zie Kader 2 van het NBB Verslag 2019, p. 72-74: ‘Een innovatie in de monetairbeleidsbeslissingen van 2019: het tweeledig systeem voor de vergoeding van reserves’.

Hoewel de koers van het monetair beleid bij de aanvang van de COVID-19-crisis dus al zeer accommoderend was, noopte de financiële en macro-economische impact van de crisis de Raad van Bestuur van de ECB tot een bijkomende, krachtdadige reactie.

De maatregelen van de ECB waren erop gericht de markten te stabiliseren, gunstige financieringsvoorwaarden te verzekeren en de kredietverlening te ondersteunen

Net zoals de andere centrale banken wereldwijd, had de ECB hierbij drie belangrijke doelstellingen voor ogen: de financiële markten stabiliseren om de monetaire transmissie

te vrijwaren, een algemeen soepele beleidskoers verzekeren en de kredietverlening aan de private sector ondersteunen.

De aankopen van effecten van de private sector en van de overheidssector vormen het belangrijkste instrument van het Eurosysteem om de eerste twee doelstellingen te realiseren. Omdat de situatie op de financiële markten vanaf eind februari 2020 snel verslechterde, besliste de Raad van Bestuur van de ECB begin maart om het bedrag voor de nettoaankopen van effecten binnen het APP tot het einde van het jaar met € 120 miljard te verhogen. Met een sterke bijdrage van aankopen van effecten van de private sector en door de aankoopmogelijkheden uit te breiden tot niet-financieel *commercial paper*, werd de financiering van de private sector verder ondersteund. Aangezien snel duidelijk werd dat de omvang van deze crisis veel groter zou zijn dan eerst gedacht, besliste de Raad van Bestuur op 18 maart om daarnaast een nieuw, tijdelijk crisisprogramma op te starten, het zogeheten Pandemie-Noodaankoopprogramma (Pandemic Emergency Purchase Programme of PEPP),

aanvankelijk ten belope van € 750 miljard. Het programma werd in de loop van het jaar, in twee fasen, verder uitgebreid. Een eerste verhoging, tot € 1 350 miljard, vond begin juni plaats, tegen de achtergrond van de verslechterde vooruitzichten voor de economische bedrijvigheid en de inflatie in het eurogebied. Op dat moment werd ook de horizon voor PEPP-aankopen verruimd van eind 2020 tot eind juni 2021 en werd beslist om de hoofdsom van de PEPP-effecten die op vervaldag komen tot minstens eind 2022 te herinvesteren. Een tweede algemene heropflakking van het coronavirus in Europa in het najaar van 2020 en blijvend zwakke inflatievooruitzichten noopten de Raad in december tot een verdere uitbreiding van het programma tot € 1 850 miljard en een verlenging van de periode voor aankopen tot minstens eind maart 2022. Ook de horizon voor herinvesterings van de hoofdsom van op vervaldag gekomen PEPP-effecten werd toen met een jaar verlengd, tot minstens eind 2023.

In 2020 kocht het Eurosysteem respectievelijk in het kader van het APP en het PEPP voor zowat € 330 en € 750 miljard aan effecten van de private en de overheidssector op. Hiermee kocht het Eurosysteem zowat alle bijkomende schulden die de landen van het eurogebied in 2020 uitgaven. Hoewel voor de beide programma's over het algemeen dezelfde

voorwaarden gelden, kunnen de aankopen voor het PEPP – een tijdelijk crisisprogramma – op een flexibeler manier gebeuren. Die flexibiliteit betreft verschillende dimensies, met name de spreiding in de tijd, over de verschillende activaklassen en over de landen van het eurogebied. Zo werden in de beginfase van de pandemie, wegens de grotere spanningen op de markten, omvangrijker PEPP-aankopen verricht, terwijl in de tweede jaarhelft beduidend minder werd aangekocht. De PEPP-aankopen van *commercial paper* vonden voornamelijk tijdens de eerste maanden van de crisis plaats. Het Eurosysteem fungeerde daarbij als een soort van backstop voor een markt die voor de bedrijven een belangrijke bron van financiering vormt maar door de crisis zo goed als volledig was stilgevallen. Van maart tot mei werd binnen dat programma aldus ruim € 35 miljard aan *commercial paper* opgekocht, dat is ongeveer de helft van de totale markt. Naarmate deze markt zich herstelde, namen ook de PEPP-aankopen er af.

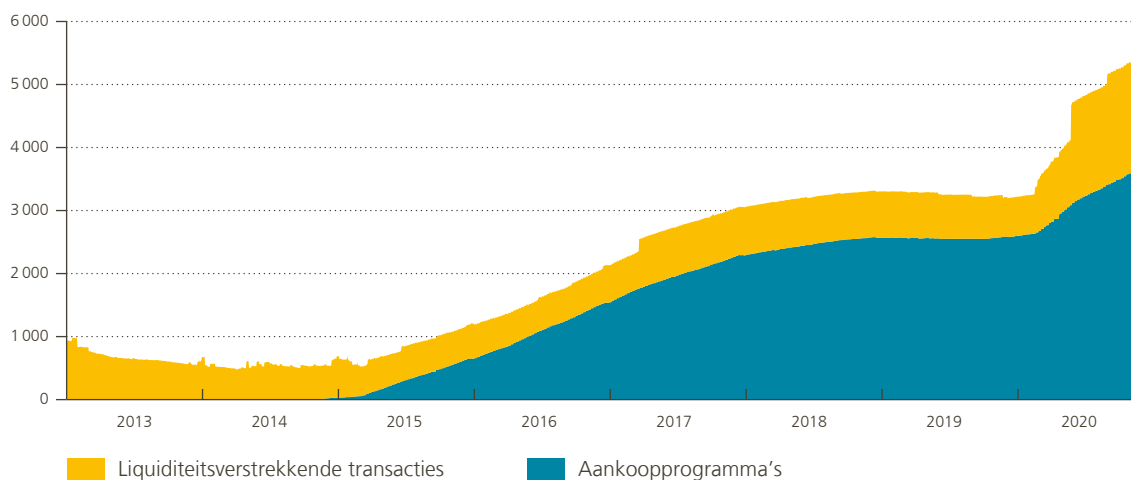
Net zoals bij het APP, vertegenwoordigen de overheidsobligaties niettemin het grootste deel van de PEPP-aankopen. Zowel voor het APP als het PEPP geldt de kapitaalsleutel van de ECB¹ als referentie om de

¹ Gebaseerd op het aandeel van elk land in de totale bevolking en het bbp van de EU.

Grafiek 30

Door de crisismaatregelen nam het balanstotaal van het Eurosysteem sterk toe

(in € miljard)

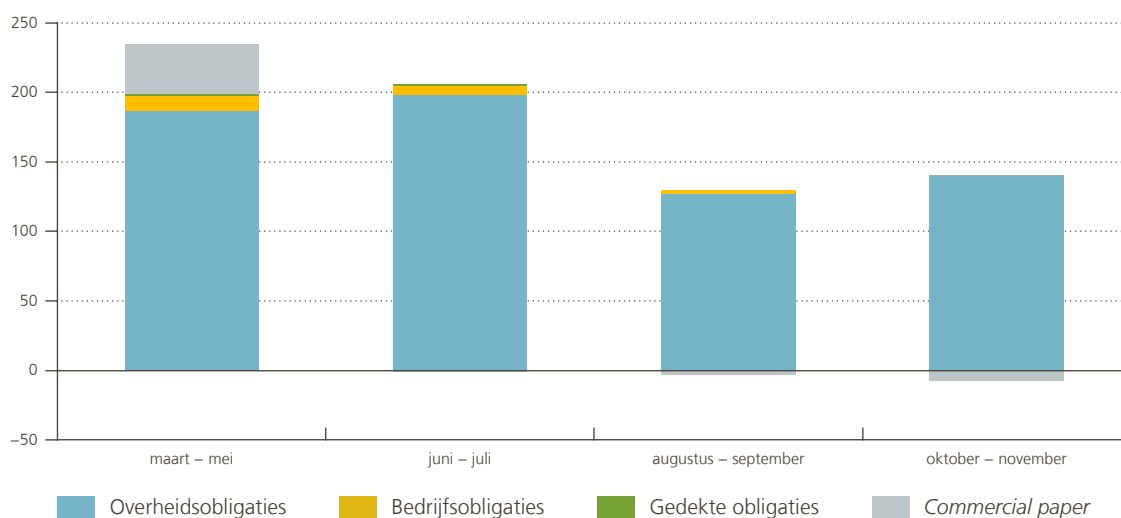


Bron: ECB.

Grafiek 31

De aankopen van effecten binnen het PEPP gebeuren op een flexibele manier

(nettoaankopen over de aangegeven periode in 2020, in € miljard)



Bron: ECB.

nettoaankopen van overheidsobligaties over de verschillende landen van het eurogebied te spreiden. Aankopen binnen het PEPP kunnen hier echter tijdelijk van afwijken indien de marktomstandigheden dit vereisen. Zo werden vooral tijdens de eerste maanden van de crisis, die gekenmerkt werden door hogere spanningen op de financiële markten, relatief meer overheidsobligaties aangekocht van landen die harder door de crisis werden getroffen, zoals Italië en Spanje. Naarmate de financieringsvoorwaarden voor de overheden van die landen stabiliseerden – een situatie die door de PEPP-aankopen zelf in de hand werd gewerkt – namen deze afwijkingen van de kapitaalsleutel weer af.

De flexibiliteit van het PEPP uit zich daarnaast ook in het feit dat Griekse overheidsobligaties kunnen worden aangekocht, wat niet mogelijk is binnen het APP, aangezien deze effecten hiervoor niet aan de nodige kwaliteitsvereisten voldoen. Ten slotte kan de Raad van Bestuur de zelf opgelegde limieten voor de PEPP-aankopen van overheidsobligaties van een bepaald land of van een bepaalde uitgifte herzien, voor zover deze een belemmering zouden vormen voor de maatregelen die het Eurosysteem moet nemen om zijn mandaat te vervullen.

Ook in de toekomst zal flexibiliteit een belangrijk kenmerk van het PEPP blijven. In december 2020

gaf de Raad immers aan dat de aankopen zullen worden uitgevoerd om de gunstige financieringsvoorwaarden in stand te houden. Afhankelijk van de marktomstandigheden, zal het vastgelegde PEPP-bedrag ofwel volledig, ofwel gedeeltelijk worden benut over de aankoopperiode, maar het bedrag kan zo nodig ook nog worden opgeschaald. De beoogde gunstige financieringsvoorwaarden verminderen de onzekerheid en versterken het vertrouwen, zodat de verwachte neerwaartse invloed van de pandemie op het inflatiebeloop bestreden wordt.

De bancaire kredietverlening aan de gezinnen en de bedrijven ondersteunen is vanaf het begin van de crisis een belangrijke doelstelling geweest van de maatregelen van de Raad van Bestuur van de ECB, aangezien de banken een groot deel van de financiering van de private sector van het eurogebied voor hun rekening nemen. Tegen die achtergrond werden in maart en, in een tweede fase, in april 2020, de uitvoeringsbepalingen van de TLTRO III verder versoepeld. De TLTRO-operaties zijn doelgericht, in die zin dat ze banken stimuleren om méér te lenen aan de private sector, aangezien zijzelf dan goedkope liquiditeiten kunnen ontlenden bij het Eurosysteem. De leningsvoorwaarden onder TLTRO III werden op drie manieren aantrekkelijker gemaakt. Zo werd beslist dat de banken van het eurogebied meer



liquiditeiten kunnen ontlene bij het Eurosysteem: het totaal opneembaar bedrag werd met twee derde verhoogd, terwijl de limiet per operatie werd afgeschaft. Het bedrag dat de banken konden ontlene steeg daardoor tot maximaal de helft van hun portefeuille kredieten aan de private sector¹. Ook de tweede maatregel, die het voor de banken in het eurogebied gemakkelijker maakt om aan de laagst mogelijke rentevoet te ontlene, beoogt de kredietverlening tijdens de crisis te ondersteunen. Alle banken die er tijdens de crisisfase van de pandemie in slagen hun kredietportefeuille op peil te houden, kunnen immers van die laagste rente genieten. Ten slotte werden de tarieven van TLTRO III met 50 basispunten verlaagd. De instaprente werd op die manier voor de periode juni 2020-juni 2021 teruggebracht tot 50 basispunten onder de rente op de

basisherfinancieringstransacties, dat is $-0,5\%$. Voor banken die tijdens de crisisfase hun kredietverlening minstens in stand kunnen houden, werd de rente voor diezelfde periode verlaagd tot zowat 50 basispunten onder de rente op de depositofaciliteit, of -1% . Nooit eerder konden banken zich bij het Eurosysteem aan zo'n gunstig tarief financieren, dat bovendien gevoelig lager ligt dan de markttrentes voor vergelijkbare looptijden.

Tegen de achtergrond van de langer dan verwachte uitwerking van de crisis op de economie van het eurogebied, besliste de Raad van Bestuur in december deze gunstige voorwaarden voor de TLTRO III-transacties te verlengen, om de bancaire kredietverlening voor een langere periode te kunnen ondersteunen. De periode waarin de verlaagde tarieven van toepassing zijn werd daarom met één jaar verlengd, tot juni 2022. Alle deelnemende banken kunnen dus langer genieten van een korting

¹ Uitstaande kredieten aan de niet-financiële private sector eind februari 2019, met uitzondering van hypothecaire leningen.

van 50 basispunten op de rente op de basisherfinancieringstransacties. Banken die over die langere periode van het laagste tarief willen genieten – met name de interestvoet van 50 basispunten onder de rente op de depositofaciliteit – zullen niettemin gedurende een bijkomende periode hun kredietportefeuille minstens op peil moeten houden. Daarnaast werden nog drie additionele TLTRO III-operaties aangekondigd, waardoor in elk kwartaal van 2021 telkens één transactie zal plaatsvinden. Opdat de banken die het maximale toegestane bedrag onder TLTRO III zo goed als opgebruikt hadden ook op basis van die bijkomende transacties nog liquiditeiten zouden kunnen opnemen, werd bovendien het totaal opneembare bedrag verder verhoogd, van 50 tot 55% van hun kredieten die hiervoor in aanmerking komen.

De TLTRO-transacties vinden op kwartaalbasis plaats. Om de periode voorafgaand aan de TLTRO III-operatie van juni 2020 – de eerste die aan de meest gunstige voorwaarden zou plaatsvinden – te overbruggen, besliste de Raad van Bestuur bij de aanvang van de crisis om bijkomende, wekelijkse liquiditeitsoperaties in te voeren. Deze zogeheten overbruggings-LTRO's (*bridge LTROs*) kwamen allemaal op vervalddag op de dag dat de TLTRO III-transactie van juni werd vereffend. Om, ten slotte, na afloop van deze overbruggings-LTRO's een efficiënte noodoplossing te bieden voor de liquiditeitsbehoeften op kortere termijn, werden ook de zogeheten pandemie-LTRO's (*Pandemic Emergency LTROs of PELTRO's*) ingevoerd. Tussen mei en eind 2020 vonden ongeveer eens per maand zeven dergelijke operaties plaats, die allemaal op vervalddag komen in het derde kwartaal van 2021. In december besliste de Raad om in 2021 vier bijkomende PELTRO-transacties met een looptijd van een jaar aan te bieden.

Als gevolg van de soepeler uitvoeringsbepalingen van de TLTRO III en de bijkomende herfinancieringstransacties, ontleenden de banken in 2020 een recordbedrag bij het Eurosysteem. Binnen de vier TLTRO III-operaties van 2020 werd zowat € 1 750 miljard aan liquiditeiten opgenomen, waarvan het grootste deel – ongeveer € 1 300 miljard – in juni. Toen vond de eerste TLTRO III-operatie plaats die de meest gunstige voorwaarden kende. De

De uitbreiding en versoepeling van de liquiditeitsverstrekende transacties hielpen de bancaire kredietverlening handhaven

nettoliditeitsinjectie was toen weliswaar kleiner omdat op hetzelfde moment ook de overbruggings-LTRO's, voor een totaal van bijna € 390 miljard, en ook uitstaande leningen in TLTRO II, ten belope van zowat € 370 miljard, werden terugbetaald. Ten slotte bleef het bedrag dat in 2020 binnen de PELTRO's werd opgenomen, met ongeveer € 25 miljard, eerder beperkt.

De versoepeling en de uitbreiding van de herfinancieringstransacties van het Eurosysteem werden aangevuld met een derde pakket maatregelen, die betrekking hebben op de onderpandvereisten. Banken die liquiditeiten willen ontleen bij het Eurosysteem moeten daarvoor immers voldoende onderpand ter beschikking stellen. Tijdens crisisperiodes kan de beschikbare hoeveelheid onderpand onder druk komen te staan, gezien de verslechterende omstandigheden op de financiële markten. De maatregelen van de Raad van Bestuur van de ECB, die tot juni 2022 van kracht zullen blijven, zorgden er onder meer voor dat meer effecten als onderpand in aanmerking kwamen en dat het Eurosysteem meer risico op haar balans kon aanvaarden. Ze vormden bovendien een aanvulling op de maatregelen die door de nationale overheden werden genomen, bijvoorbeeld door leningen aan kmo's en zelfstandigen – die in verschillende landen, waaronder België, van een overheidsgarantie konden genieten – als onderpand te aanvaarden.

Het systeem van swap- en repo-lijnen tussen de centrale banken zorgde er ten slotte voor dat er ook wereldwijd voldoende liquiditeiten beschikbaar bleven. Er werden nieuwe swap- en repo-lijnen tussen de ECB en centrale banken van buiten het eurogebied opgezet, of dergelijke bestaande faciliteiten werden gereactiveerd. Zo kon het Eurosysteem internationaal in voldoende euroliquiditeiten blijven voorzien door euro's uit te wisselen tegen respectievelijk de munt van een andere centrale bank of onderpand in euro. Als aanvulling op deze bilaterale swap- en repo-lijnen werd in juni bovendien een Eurosysteem-faciliteit van repo-lijnen voor centrale banken (*Eurosystem repo facility for central banks of EUREP*) geïntroduceerd, waarop centrale banken van buiten het eurogebied kunnen intekenen en die hun eventuele liquiditeitsnoden dekt tot maart 2022.

Tabel 9

De Raad van Bestuur van de ECB nam een omvangrijk pakket maatregelen in het kader van de COVID-19-crisis

	APP	PEPP	TLTRO III	Overbruggings-LTRO's	PELTRO's	Versoepling onderpandvereisten
Wat	aankopen van effecten van de private en de overheidssector, inclusief <i>commercial paper</i> sinds maart 2020	aankopen van effecten van de private en de overheidssector; dezelfde effecten als APP maar inclusief Griekse overheidsobligaties	liquiditeits-verstrekkende transacties voor de banken van het eurogebied met een looptijd van 3 jaar, met soepeler voorwaarden naarmate de banken meer krediet verstrekken aan de private sector	liquiditeitsverstrekkende transacties voor de banken van het eurogebied op korte termijn		versoeplen van de vereisten voor het onderpand dat banken moeten voorzien om liquiditeiten te ontlenen bij het Eurosysteem
Doel	algemeen soepele beleidsdoelen verzekeren, financiële markten stabiliseren		kredietverlening aan de private sector ondersteunen	periode voorafgaand aan de TLTRO III-operatie van juni 2020 overbruggen	noodoplossing voor de liquiditeits-behoefte op korte termijn na afloop van de overbruggings-LTRO's	beschikbare hoeveelheid onderpand voor de banken van het eurogebied verhogen in crisistijd
Bedrag	bijkomende enveloppe van € 120 miljard tussen maart 2020 en eind 2020, bovenop de maandelijkse nettoaankopen van € 20 miljard	enveloppe van € 1 850 miljard tussen maart 2020 en eind maart 2022; gebruik enveloppe afhankelijk van de markt-omstandigheden	€ 1 750 miljard opgenomen in 2020	€ 390 miljard opgenomen in 2020	€ 25 miljard opgenomen in 2020	–
Horizon	nettoaankopen startten eind 2014; duur afhankelijk van de convergentie van de inflatie naar haar doelstelling	nettoaankopen tussen maart 2020 en minstens eind maart 2022	10 kwartaal-operaties tussen september 2019 en december 2021	wekelijkse operaties tussen maart 2020 en eind juni 2020	7 maandelijkse operaties tussen mei 2020 en eind 2020; 4 bijkomende kwartaaloperaties in 2021	maatregelen van kracht tot juni 2022
Hoelang op balans Eurosysteem	herinvestering van de hoofdsom van op vervalddag gekomen effecten totdat de inflatie duurzaam naar haar doelstelling convergeert	herinvestering van de hoofdsom van op vervalddag gekomen effecten tot minstens eind 2023	de laatste operatie komt op vervalddag in december 2024	de operaties kwamen allemaal op vervalddag eind juni 2020	de operaties van 2020 komen op vervalddag in het derde kwartaal van 2021; de operaties van 2021 hebben een looptijd van 1 jaar	maatregelen van kracht tot juni 2022
Tarief	op de markt geldende prijzen/rentes, kan onder de rente op de depositofaciliteit		tussen de rente op de basisherfinancieringstransacties en de rente op de depositofaciliteit, met een korting van 50 basispunten tussen juni 2020 en juni 2022	rente op de depositofaciliteit	25 basispunten onder de rente op de basisherfinancieringstransacties	–

Bron: ECB.

3.3 De crisismaatregelen stabiliseerden de financiële markten en ondersteunden de kredietverlening

In het licht van de diepe economische terugval die de COVID-19-crisis veroorzaakte en het verwachte trage en onvolledige herstel, was algemeen soepele financieringsvoorwaarden verzekeren een van de voornaamste doelstellingen van het monetair beleid in het eurogebied. Door de maatregelen die de Raad van Bestuur de voorgaande jaren had doorgevoerd, waaronder de beslissingen van september 2019, was de volledige curve van risicovrije rendementen¹ van het eurogebied, tot aan het langeretermijnsegment, vóór de coronacrisis al sterk gedaald en afgevlakt. De crisismaatregelen

duwden de curve in de loop van 2020 nog verder neerwaarts.

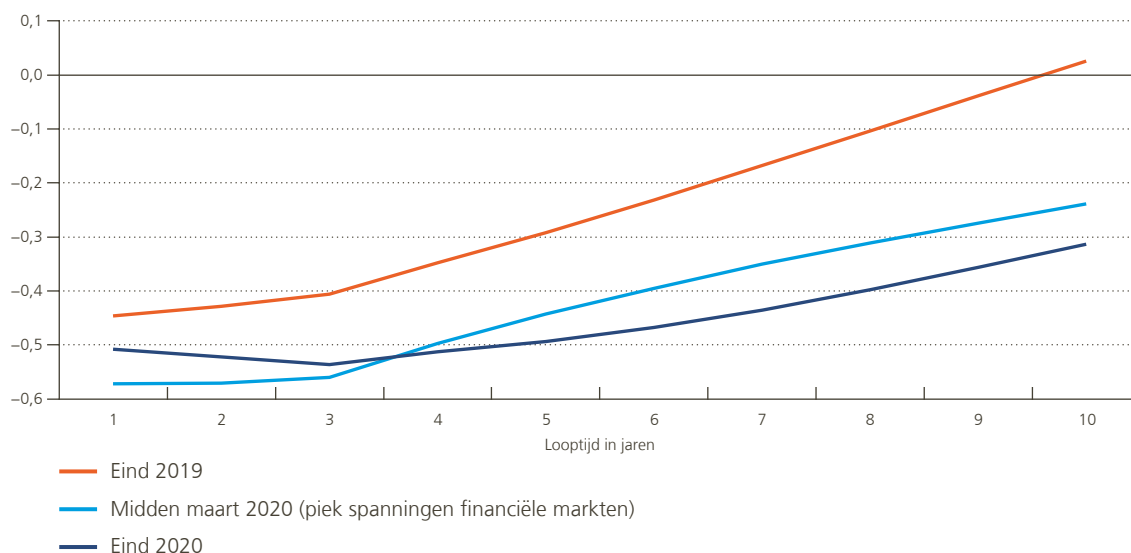
Bij aanvang van de crisis brachten de verwachting dat de overheden omvangrijke schulden zouden aangaan en de spanningen op de financiële markten de curve

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

Grafiek 32

De risicovrije rente¹ in het eurogebied daalde nog wat verder

(in %)



Bron: Refinitiv.

1 Rente op Eonia-swaps voor verschillende looptijden.

op de middellange en langere termijn in eerste instantie nog omhoog. De crisismaatregelen die vervolgens werden doorgevoerd, waaronder in het bijzonder de invoering van het PEPP, slaagden er echter in de curve nadien opnieuw geleidelijk omlaag te duwen. Het kortetermijnsegment van de curve maakte de omgekeerde beweging: de mogelijkheid dat de Raad van Bestuur zou kunnen reageren met een verdere verlaging van de rente op de depositofaciliteit, duwde dit segment van de curve bij het begin van de crisis naar beneden; nadat die verwachting was bijgesteld, steeg het opnieuw.

Bij het verankeren van een soepele monetairbeleidskoers speelt de *forward guidance* van de Raad een belangrijke rol: de soepele koers zal worden aangehouden totdat de inflatie in het eurogebied krachtig naar haar doelstelling convergeert. Bovendien zijn de verschillende beleidsmaatregelen in de communicatie van de Raad aan elkaar gekoppeld: de dynamiek van de inflatievooruitzichten bepaalt het rentepad, dat op zijn beurt bepalend is voor de duur van de nettoaankopen in het kader van het APP en voor de periode van herinvesteringen van op vervalddag gekomen effecten die binnen het APP werden aangekocht. Dankzij de

bijkomende crisismaatregelen die de Raad in 2020 nam, vonden de soepele financieringsvoorwaarden ook hun weg naar de verschillende branches van de economie, inclusief diegene die het hardst door de pandemie werden getroffen.

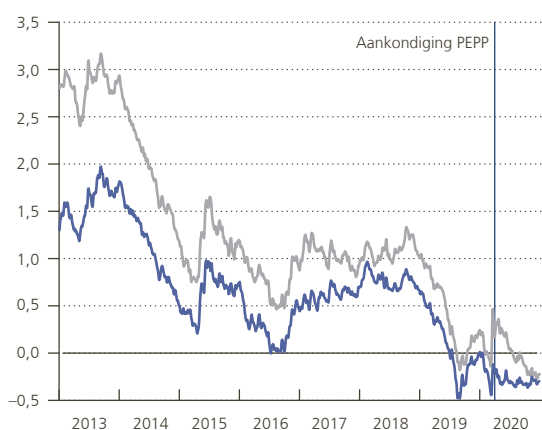
Bij de aanvang van de COVID-19-crisis anticipeerden de markten dat de regels die werden opgelegd om de verspreiding van het virus in te perken, gepaard zouden gaan met overheidsmaatregelen om de impact ervan op de inkomens van de gezinnen en de bedrijven te verzachten en dus met een aanzienlijke uitgifte van overheidsschuld. Vanaf eind februari begonnen de rentes op overheidsobligaties in alle landen van het eurogebied dan ook toe te nemen, waarbij ze ontkoppelden van de risicovrije rente. De markten in het eurogebied lieten daarbij een toenemende fragmentatie optekenen, aangezien de financieringsvoorwaarden niet in alle landen in dezelfde mate verstrakten. Landen met een initieel hogere schuldgraad en die harder door de crisis werden getroffen, zagen hun financieringskosten immers sneller oplopen. Het PEPP, met zijn omvangrijke en flexibele crisis-enveloppe, verlichtte zowel de algemene onrust

Grafiek 33

De aankopen van effecten van het APP en het PEPP deden de rust op de financiële markten terugkeren

Rendement van overheidsobligaties t.o.v. de risicovrije rente

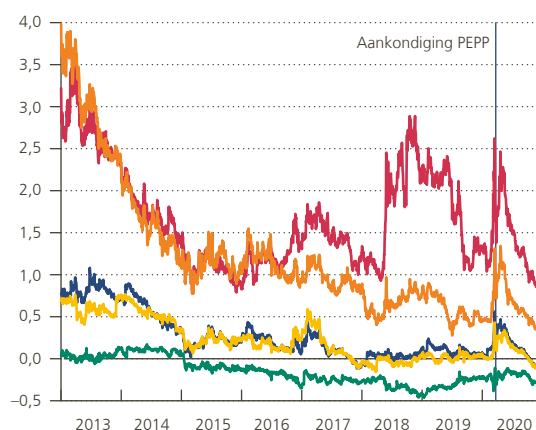
(in %, voortschrijdende gemiddelden over vijf dagen)



— Bbp-gewogen gemiddelde van de rendementen van overheidsobligaties op tien jaar in het eurogebied¹
 — Risicovrije rente op tien jaar in het eurogebied²

Rendementsverschillen van overheidsobligaties in het eurogebied

(in %, spreads t.o.v. de risicovrije rente)



— België — Frankrijk — Duitsland
 — Italië — Spanje

Bron: Refinitiv.

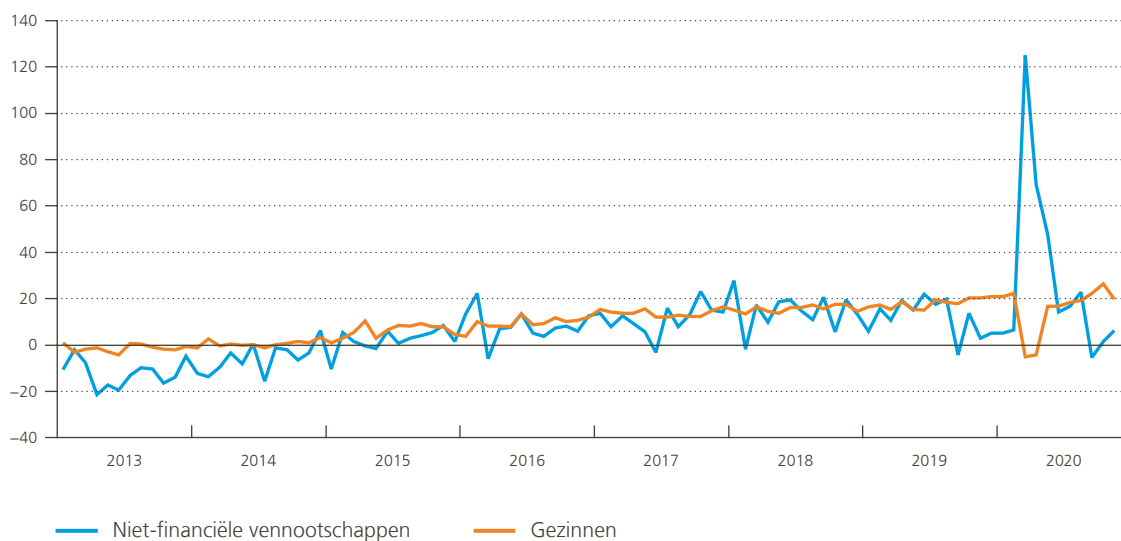
1 Op basis van gegevens van elf landen van het eurogebied, met name Duitsland, Frankrijk, Italië, Spanje, Nederland, België, Oostenrijk, Portugal, Finland, Ierland en Griekenland.

2 Rente op Eonia-swaps op tien jaar.

Grafiek 34

De bancaire kredietverlening aan de bedrijven in het eurogebied noteerde recordbedragen

(maandelijkse kredietstromen, in € miljard)



Bron: ECB.

als de fragmentatiespanningen op de markten: het bbp-gewogen rendement van overheidsobligaties in het eurogebied convergeerde opnieuw naar de risicovrije rente, terwijl ook de spreiding van de rentes op de overheidsobligaties van de verschillende eurolanden afnam.

De Raad van Bestuur van de ECB wilde met zijn maatregelen niet alleen de rust op de financiële markten herstellen, maar ook de bancaire kredietverlening in stand houden. Het verloop van de crisis bewees hoe belangrijk dit was voor de ondernemingen van het eurogebied. Toen de bedrijven door de lockdown geconfronteerd werden met een aanzienlijke daling van hun inkomsten, begonnen ze immers op grote schaal te lenen bij de banken om hun werkingskosten te kunnen blijven financieren. De deposito's van de ondernemingen namen tijdens de eerste maanden van

de crisis echter ook sterk toe, wat doet vermoeden dat de massale kredieten ook uit voorzorg werden aangegaan, om eventuele toekomstige kosten op te kunnen vangen. In maart 2020 beliep de kredietstroom van de banken van het eurogebied naar de bedrijven aldus een ongeziene € 120 miljard. In de daaropvolgende maanden namen die kredietstromen geleidelijk af tot het niveau dat vóór de aanvang van de crisis werd opgetekend.

De banken leenden niet alleen op grote schaal aan de bedrijven, ze deden dat ook tegen soepele voorwaarden. Zo bleven de banktarieven voor bedrijven op de historisch lage niveaus die al een aantal jaar worden opgetekend. Die soepele voorwaarden blijken ook uit het verloop van de criteria inzake de kredietverlening aan ondernemingen, zoals de banken aangaven in hun antwoorden op de driemaandelijke enquêtes



van het Eurosysteem naar de bancaire kredietverlening (Bank Lending Survey). Nadat de toekenningscriteria voor kredieten aan bedrijven tijdens de eerste maanden van de crisis nauwelijks waren aangepast, verstrakten deze echter in sterkere mate vanaf het derde kwartaal. In vergelijking met de situatie tijdens de globale financiële crisis bleef deze tendens niettemin zeer beperkt. Bovendien werd de verstrakking van de kredietvoorwaarden niet veroorzaakt door een verslechterde balanspositie of gestegen financieringskosten. De gezondere liquiditeits- en kapitaalpositie van de banken – door de aangescherpte regulering in de nasleep van de globale financiële crisis – speelde hierbij een belangrijke rol, in combinatie met de snelle reactie van de monetaire, budgettaire en prudentiële autoriteiten. Met betrekking tot versoepelende factoren verwezen de banken overigens vooral naar het belang van de overheidsgaranties op leningen aan ondernemingen.

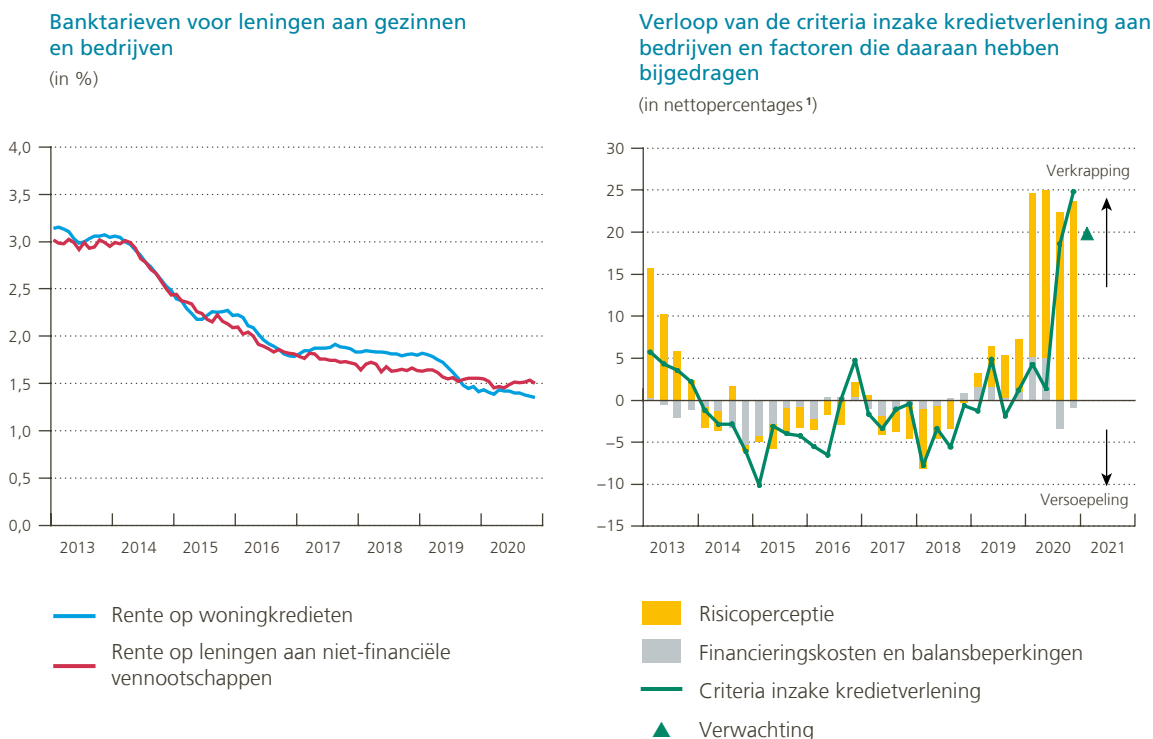
In tegenstelling tot de leningen aan bedrijven nam de kredietverlening aan de gezinnen in het eurogebied

tijdens de eerste maanden van de crisis sterk af. Zij gingen immers massaal sparen, uit vrees voor of geconfronteerd met (tijdelijke) werkloosheid of omdat ze daar als het ware toe gedwongen werden, doordat de lockdownmaatregelen hen verhinderden om bijvoorbeeld een woning te kopen of bepaalde goederen en diensten te consumeren. Bovendien werden de kredietstandaarden voor leningen aan gezinnen al van bij de aanvang van de crisis minder soepel. De banken die deelnamen aan de Bank Lending Survey verwezen daarvoor onder meer naar de slechtere kredietwaardigheid van de gezinnen.

Het is trouwens niet uitgesloten dat de bancaire kredietvoorwaarden in de toekomst verder zullen verstrakken. Factoren zoals een toename van de wanbetalingsgraad bij de bedrijven en de gezinnen, tegen de achtergrond van een stijging van het aantal faillissementen of van de werkloosheidsgraad, en een afnemende risicobereidheid bij de banken kunnen elkaar in een negatieve reëel-financiële spiraal versterken. Worden de steunmaatregelen vroegtijdig terugged Schroefd, dan kan een dergelijk effect nog worden versterkt.

Grafiek 35

De banktarieven bleven laag, hoewel de bancaire kredietvoorwaarden enigszins verstrakten



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.

3.4 De omvang van de monetaire versoepeling roept vragen op

Een dergelijke negatieve reëel-financiële *feedback loop* zou de inflatie in het eurogebied verder onder druk zetten, in een context waarin de inflatieverwachtingen al zwak zijn en neerwaarts herzien werden. De convergentie van de inflatie in het eurogebied naar haar doelstelling was in 2019 immers al gevoelig vertraagd en deze kwam door de COVID-19-crisis verder onder druk te staan. De sterke daling van de energieprijzen drukte in het bijzonder de totale inflatie. Ook de onderliggende inflatie nam in 2020 verder af, voornamelijk als gevolg van de daling van de prijzen voor diensten, die door de crisis hard getroffen werden. Daarnaast speelden ook incidentele factoren een rol, waaronder een tijdelijke belastingverlaging in Duitsland. Volgens de ramingen van het Eurosysteem van december 2020 zou de totale inflatie, nadat ze in 2020 op 0,2 % uitkwam, slechts geleidelijk toenemen tot 1,4 % in 2023. Een convergentie naar de doelstelling lijkt dus ook de komende jaren niet in zicht.

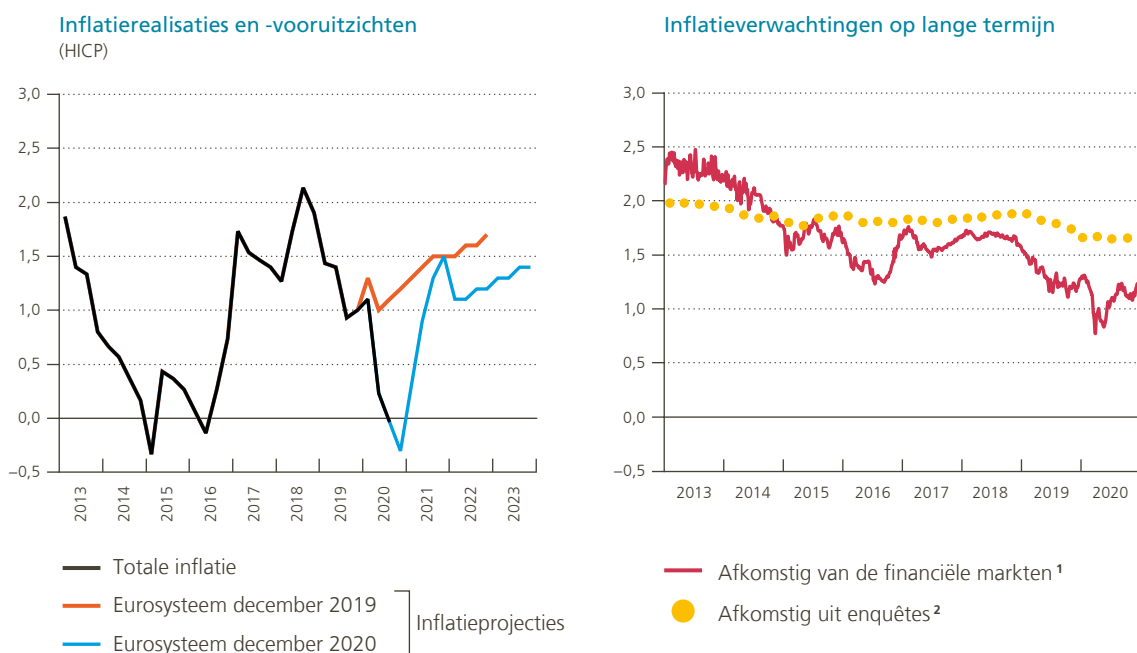
Ook de inflatieverwachtingen op langere termijn, zoals deze uit de enquêtes bij professionele voorspellers of die afkomstig van de financiële markten, bleven laag en onder de doelstelling van de ECB. De inflatieverwachtingen van de professionele voorspellers bleven wel opvallend stabiel rond het lage niveau van vóór de crisis. Daarentegen namen die van de markten – die worden afgeleid uit de prijzen van swapcontracten die het inflatierisico in het eurogebied dekken – bij het begin van de crisis wel sterk af. De verbetering van de mondiale macro-economische vooruitzichten en die van het risicosentiment, in combinatie met de doortastende steunmaatregelen, zorgden vervolgens weliswaar voor een zeker herstel, maar het peil van vóór de crisis werd niet bereikt. Ook op de langere termijn lijken de inflatieverwachtingen momenteel dus sterker beïnvloed te worden door de neerwaartse impact van de negatieve vraagschok als gevolg van de COVID-19-crisis dan door de opwaartse druk die uitgaat van onderbrekingen in de aanbodketens of, meer algemeen, van schade aan de aanbodzijde van de economie.



Grafiek 36

Door de crisis kwamen de inflatie en de inflatieverwachtingen verder onder druk te staan

(in %)



Bronnen: ECB, Eurostat, Refinitiv.

1 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.

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

Tegen de achtergrond van een lage inflatie en geringe inflatieverwachtingen, zullen de maatregelen van de Raad van Bestuur van de ECB wellicht nog lange tijd aangehouden moeten worden. Heel lage rentes over zo'n lange periode kunnen niettemin uitdagingen met zich brengen. Ze kunnen immers ongewenste neven-effecten hebben, zoals buitensporig risicogedrag in de hand werken, zeepbellen creëren (bijvoorbeeld op de huizenmarkt), spaarders treffen en bedrijven overeind houden die in andere omstandigheden niet levensvatbaar zouden zijn. Terwijl de Raad dergelijke ontwikkelingen opvolgt en zoveel mogelijk tracht te beperken, is de belangrijkste rol hier weggelegd voor het prudentieel beleid, dat over gerichte instrumenten beschikt om specifieke financiële kwetsbaarheden aan te pakken. Deze aspecten worden verder uitgewerkt in paragraaf 5.1 van dit Verslag.

Voor de nationale overheden van het eurogebied creëert de monetaire versoepeling heel wat budgettaire

ruimte. Hierdoor kunnen zij zich, in een context waarin hun uitgaven sterk gestegen zijn, op grote schaal financieren tegen zeer gunstige voorwaarden. Als die budgettaire ruimte op een intelligente wijze wordt aangewend, namelijk via gerichte, tijdelijke en gecoördineerde maatregelen, kan ze een belangrijke hefboom zijn om de economische kosten van COVID-19 in te perken. Voor de houdbaarheid van de overheidsschuld is in het bijzonder het verschil tussen de rente die de overheid betaalt op haar schulden en de nominale groei van de economie van belang. Een negatief verschil – een situatie die door de huidige vraaguitval in de hand wordt gewerkt en naar verwachting ook nog lange tijd zal aanhouden – heeft een gunstige impact op de dynamiek van de schuldenlast van de overheid. Toch is deze situatie niet in steen gebeiteld: het beleid van de ECB is er immers niet op gericht de houdbaarheid van de overheidsschuld in stand te houden, maar om de prijsstabiliteit te vrijwaren. Als de vooruitzichten voor de prijsstabiliteit dat vereisen, zal de Raad van

Bestuur, in lijn met haar mandaat, de monetaire accommodatie dan ook geleidelijk afbouwen.

De Raad wil met de maatregelen niet alleen een algemeen soepele monetaire koers vrijwaren, maar ook een vlotte transmissie van het monetair beleid verzekeren en eventuele fragmentatiespanningen, die ontstaan als het rendement van overheidsobligaties in sommige landen te sterk zou stijgen, verlichten. Zoals hierboven vermeld, werd die doelstelling tijdens de crisis voornamelijk bereikt door overheidsobligaties aan te kopen binnen het PEPP. De rol van dit crisisaankoopprogramma mag echter niet verkeerd worden geïnterpreteerd: het is niet de bedoeling dat het alle overheidsschuld die door de landen van het eurogebied wordt uitgegeven onvoorwaardelijk ondersteunt. De interventies van het Eurosysteem mogen er dan ook niet toe leiden dat voortdurende buitensporige overheidstekorten worden geduld.

Hoewel de huidige omstandigheden een tijdelijke verruiming van het budgettair beleid mogelijk maken zonder de houdbaarheid van de schuld in het gedrang te brengen, is het dus ook belangrijk dat de overheden op een verantwoorde manier van deze ruimte gebruikmaken. Het monetair beleid kan zijn

doelstelling van prijsstabiliteit enkel verwezenlijken als overheden vandaag en in de toekomst de juiste keuzes maken, onder meer in verband met hun begroting, maar ook maatregelen nemen die de potentiële groei stimuleren en onevenwichten corrigeren. Ze moeten er in het bijzonder over waken dat hun schulden houdbaar blijven, ook wanneer de rente gaat stijgen. Zo niet, dreigen overwegingen voor de houdbaarheid van de schuld te interfereren met de monetairbeleidsvoering.

Zelfs in een omgeving waarin de beleidsrentes zich al dicht bij hun ondergrens bevonden, droeg het monetair beleid, in samenspel met het begrotingsbeleid, dus aanzienlijk bij tot de stabilisering van de economie. De vrees dat het monetair beleid in een dergelijke situatie machteloos zou zijn, was dus ongegrond, maar de effectiviteit ervan is dan wel in grotere mate afhankelijk van het gevoerde begrotingsbeleid. Zonder expliciete coördinatie kwam er tijdens de coronacrisis evenwel een spontane synergie tot stand, omdat een forse begrotingsrespons hoe dan ook vereist was. Het begrotingsbeleid is op zijn beurt enkel effectief indien het geloofwaardig blijft en het de houdbaarheid van de overheidsschuld niet in het gedrang brengt.