





2. Monetair beleid in het eurogebied

- | | | |
|-----|---|----|
| 2.1 | De verkrapping van het monetair beleid werd voortgezet | 81 |
| 2.2 | De aanscherping van het monetair beleid werkte snel door in de financieringsvoorwaarden | 85 |
| 2.3 | Het monetair beleid tegenover de risico's die de prijsstabiliteit omgeven | 90 |

2.1 De verkrapping van het monetair beleid werd voortgezet

De rente was het voornaamste instrument om het monetair beleid te verkrappen

In 2023 bedroeg de inflatie in het eurogebied 5,4 %, dat is veel hoger dan de door de ECB nagestreefde middellangetermijndoelstelling van 2 %. Aangezien de inflatie in 2022 8,4 % had bereikt, betekent dit een daling, voornamelijk door de teruglopende energieprijzen. Tegelijkertijd vertraagde de economische groei in 2023 nog sterk, met een afname van 3,4 % tot 0,6 %. Naast de verdwijning van de effecten van de heropening van de economie sinds de gezondheids crisis hielp het restrictieve monetair beleid de groei van de totale vraag afremmen. Deze vertraging voltrok zich zonder het eurogebied in een recessie te doen belanden.

De beleidsrentes van de ECB werden inderdaad verder verhoogd, met in totaal 450 basispunten sinds juli 2022. De Raad van Bestuur van de ECB besloot echter om de beleidsrentes in oktober en december 2023 ongewijzigd te laten, omdat ze 'op een niveau staan dat, indien aangehouden voor een voldoende lange periode, een substantiële bijdrage gaat leveren aan dit doel (van een inflatie van 2 % op middellange termijn)'. De rente op de depositofaciliteit beliep aldus aan het einde van het jaar 4 %, de rente op de basisherfinancieringstransacties 4,5 % en de rente op de marginale beleningsfaciliteit 4,75 %.

De korte geldmarktrente (euro short-term rate, of €STR) – dat is de impliciete doelstelling van het rentebeleid van de ECB – bleef in de buurt van de rente op de depositofaciliteit. Door de overvloedige liquiditeit in het banksysteem werd er nagenoeg geen beroep gedaan op de basisherfinancieringstransacties noch op de marginale beleningsfaciliteit, en was de rente op de depositofaciliteit

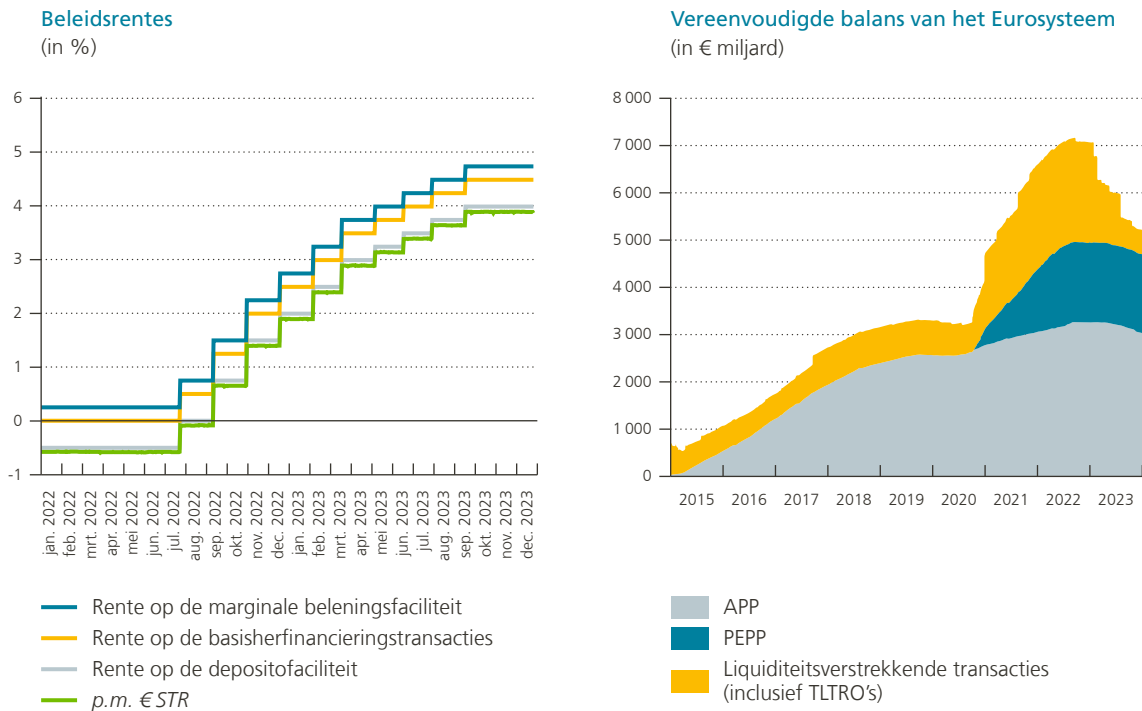
de facto de voornaamste beleidsrente van de ECB. Ter herinnering: de depositofaciliteit vormt de drempel waaronder het voor de banken van het eurogebied niet interessant is om daggeld uit te lenen. Desondanks lag de €STR iets lager dan de rente op de depositofaciliteit, omdat ze overeenstemt met de gemiddelde rente waartegen de banken zich zonder garantie kunnen financieren op de daggeldmarkt, inclusief bij financiële instellingen die geen toegang hebben tot de depositofaciliteit (en die dus een lagere rente aanvaardden).

De geleidelijke inkrimping van de activaportefeuilles van het Eurosysteem (dat de nationale centrale banken van het eurogebied en de ECB omvat) verloopt op een relatief passieve wijze, maar maakt integraal deel uit van de verkrapping van het monetair beleid. In december 2022 had de Raad van Bestuur besloten om, vanaf maart 2023, de portefeuille van het programma voor de aankoop van activa (Asset Purchase Programme, APP) in een gelijkmatig en voorspelbaar tempo te verkleinen door de terugbetalingen van de vervallende effecten deels te herinvesteren. Vanaf juli 2023 heeft de Raad die gedeeltelijke herinvesterings beëindigd. In verband met het pandemie-noodaankoopprogramma (Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP) heeft de Raad van Bestuur in december 2023 besloten om de aflossingen vanaf juli 2024 niet meer volledig te herinvesteren maar die portefeuille te verlagen met gemiddeld € 7,5 miljard per maand in de tweede helft van het jaar, en om de herinvesterings eind 2024 stop te zetten.

Het balanstotaal van het Eurosysteem is aanzienlijk afgenomen, hoofdzakelijk door de aflossingen van gerichte langerlopende herfinancieringstransacties (Targeted Longer-Term Refinancing Operations, TLTRO's). Een van de

Grafiek 2.1

De beleidsrentes werden verder verhoogd en de balans van het Eurosysteem bleef slinken



Bronnen: ECB, LSEG.

belangrijkste vervaldagen voor de aflossing van TLTRO's viel in juni 2023, dat is drie jaar na de transactie van juni 2020 die midden in de COVID-19-crisis werd toegekend voor een totaal kredietbedrag van ongeveer € 1 300 miljard. Vóór de vervaldag werden verscheidene vervroegde terugbetalingen verricht, onder meer als gevolg van de aanscherping van de voorwaarden voor de TLTRO's tegen het einde van 2022. De terugbetaling van juni 2023 beliep € 477 miljard. De laatste vervaldag voor de aflossing van TLTRO's valt in december 2024.

De ECB bracht ook wijzigingen in de tenuitvoerlegging van haar monetair beleid aan

In juli 2023 besloot de ECB om niet langer de verplichte reserves te vergoeden die de banken bij de nationale centrale banken aanhouden. De kredietinstellingen dienen een minimumbedrag ten belope van 1% van bepaalde passiva aan te

houden, voornamelijk deposito's op korte termijn van het cliënteel. Bij de huidige overvloed aan liquiditeiten houden de banken bovendien aanzienlijke 'overtollige' reserves aan, dat zijn reserves die ze aanhouden naast de verplichte reserves.

Niettemin steeg in 2023 de rente die de nationale centrale banken van het Eurosysteem aan de banken betalen voor de op de depositofaciliteit geplaatste bedragen, wat de verwachtingen omtrent verliezen van de nationale centrale banken versterkte. De overtollige reserves, die dit jaar aanzienlijk bleven, werden verder op de depositofaciliteit geplaatst en werden dus nog steeds vergoed tegen de rente op die faciliteit, die fors werd verhoogd. Daarnaast is de opbrengst van de activa die de centrale banken aanhouden, niet in dezelfde mate gestegen. Veel van die activa (en meer in het bijzonder de overheidsobligaties) leveren niet veel rente op, omdat ze overwegend werden aangeschaft wanneer de rentetarieven laag waren (de langetermijnrente sterker doen dalen, was

voor de ECB toen een middel om de inflatie aan te wakkeren). Zodoende heeft de Nationale Bank van België (hierna: de Bank) bij het afsluiten van de jaarrekening van 2022 een verlies van € 580 miljoen aangekondigd.

Het op nationaal vlak aangehouden bedrag aan reserves bepaalt het rentebedrag dat de nationale centrale banken betalen aan de banken, maar die rente-uitgaven worden volledig gedeeld in het Eurosysteem. In België trok Euroclear de aandacht tegen de achtergrond van de financiële sancties die tegen Rusland werden genomen in de nasleep van de invasie van Oekraïne; als gevolg daarvan beheert zij bevroren Russische tegoeden. Euroclear begon de van die activa afkomstige middelen (ontvangen bij de inning van coupons of de aflossing op de vervaldag van effecten) te beleggen op de depositofaciliteit van de Bank. De Bank vergoedt die reserves tegen de rente op de depositofaciliteit maar uiteindelijk moet ze maar een klein deel van die vergoeding uitkeren, aangezien deze laatste wordt gedeeld binnen het

Eurosysteem¹. Elke centrale bank draagt meer specifiek een deel van de geaggregeerde lasten van het Eurosysteem in verhouding tot haar aandeel in de kapitaalverdeelsleutel (dat is 3,61 % voor de Bank).

De overheid kan ook deposito's plaatsen bij het Eurosysteem: het plafond voor de vergoeding hiervan werd neerwaarts bijgesteld. Tot in april 2023 was het plafond vastgesteld op het laagste percentage van ofwel de rente op de depositofaciliteit ofwel de €STR. Sindsdien werd het vastgelegd op de €STR min 20 basispunten. Dat besluit weerspiegelt de wens om aan te zetten tot een geleidelijke en ordelijke verlaging van die bij het Eurosysteem aangehouden tegoeden, en aldus het risico van negatieve effecten op de werking van de geldmarkt te minimaliseren en een vlotte transmissie van het monetair beleid te waarborgen.

¹ Zie Willequet J. (2023), 'Gedeelde smart is halve smart: hoe de NBB risico's deelt in het Eurosysteem', blog van de NBB, 22 september.



Bovendien ligt een beslissing over het toekomstig operationeel kader van het monetair beleid in het verschiet voor 2024, wat informatie zal verschaffen over het einde van het normaliseringsproces van de balans. Het operationeel kader heeft vooral betrekking op de methode die wordt gehanteerd om de korte geldmarktrentes te sturen, in het bijzonder de €STR. Vóór 2008 gold in het eurogebied een zogenoemd corridorstelsel, waarbij de €STR (of het toenmalige equivalent ervan, de Euro Overnight Index Average of EONIA) tussen de rente op de depositofaciliteit en de rente op de marginale beleningsfaciliteit lag. Die kortetermijnrente schommelde aldus rond de rente op de basisherfinancieringstransacties. Momenteel hanteert de ECB de facto een zogeheten bodemrentesysteem. Enkele jaren geleden schakelde de ECB over van het ene op het andere systeem naarmate ze liquiditeit injecteerde in het banksysteem via haar aankoopprogramma's en krediettransacties. Thans zou het operationeel kader, doordat de ECB de omvang van haar balans begon te verlagen, opnieuw een corridorstelsel worden indien alle liquiditeitsoverschotten uit het banksysteem zouden verdwijnen. Daarbij moet worden aangestipt dat een terugkeer naar een corridorstelsel met een kleinere balans ook gepaard kan gaan met een terugkeer van

de volatiliteit van de €STR binnen de corridor. Bij wijze van alternatief zou de ECB kunnen besluiten een bepaald bedrag aan liquiditeitsoverschotten in het banksysteem te houden om het operationeel kader met een bodemrente te bestendigen en een hoge mate van controle op de korte geldmarktrente te bewaren. Een bodemrentesysteem kan hoofdzakelijk op twee manieren worden toegepast. In een door het aanbod bepaald bodemrentesysteem waarborgt de centrale bank een zeker niveau aan overtollige reserves dankzij een structurele activaportefeuille. Dit is het systeem dat thans in het eurogebied geldt en dat de Federal Reserve in de Verenigde Staten heeft gekozen voor de toekomst. In een door de vraag gestuurd bodemrentesysteem, waaraan de Bank of England momenteel de voorkeur geeft, houdt de centrale bank een kleinere structurele activaportefeuille aan dan bij de via het aanbod gestuurde keuze, maar verstrekt ze een groter volume krediettransacties aan de banken. Een nadeel van bodemrentesystemen is dat ze risico's inhouden die gepaard gaan met een grotere balans van de centrale bank en met een sterkere weerslag op de financiële markten. Die aspecten worden, net als de talrijke andere parameters zoals de breedte van de corridor, behandeld en besproken in de comités van het Eurosysteem en van de Raad van Bestuur.



2.2 De aanscherping van het monetair beleid werkte snel door in de financieringsvoorwaarden

Het verloop van de rentes op de financiële markten weerspiegelde de verkrapping van het monetair beleid

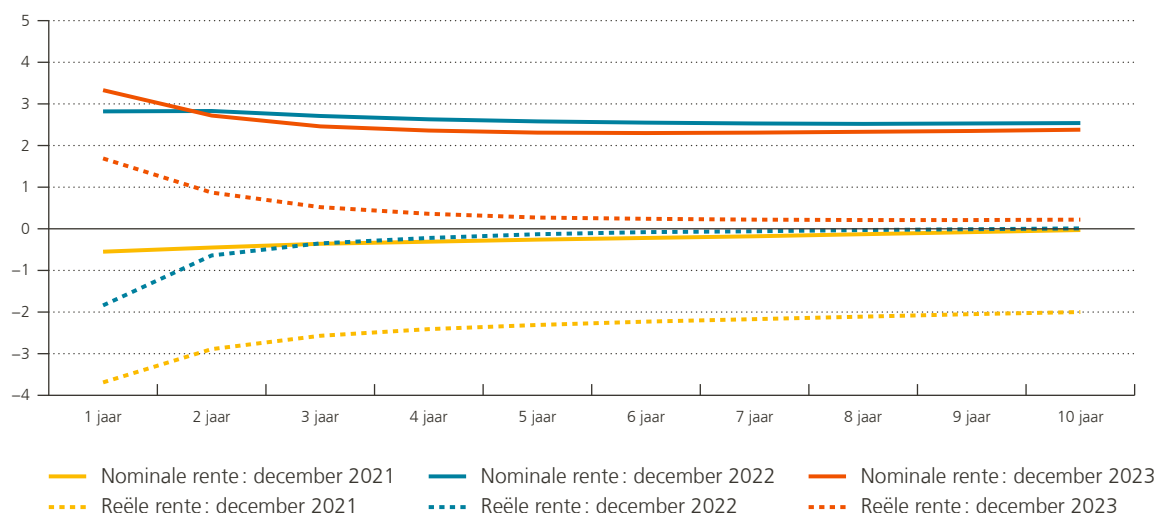
De curve van de risicovrije rente bleef hoog in 2023 voor alle looptijden. De ECB controleert de korte geldmarktrente en beïnvloedt onrechtstreeks de langetermijnrente via de verwachtingen van de marktdeelnemers omtrent de toekomstige rentebeslissingen. De referentiecurve in het eurogebied, de zogenoemde

'risicovrije rente', geeft die marktverwachtingen weer. Die curve vertoonde een inversie, wat betekent dat de rente op korte termijn hoger werd dan die op lange termijn, door de krachtige stijging van de kortetermijnrente (die rechtstreeks samenhangt met de toename van de rente op de depositofaciliteit), terwijl de rentetarieven op lange termijn relatief stabiel zijn gebleven. Deze laatste waren reeds vóór begin 2023 aanzienlijk gestegen, door een anticipatie op de verkrapping van het monetair beleid.

Grafiek 2.2

De ontwikkelingen van de risicovrije nominale en reële rentetarieven weerspiegelden de verkrapping van het monetair beleid¹

(in %)



Bronnen: Bloomberg, LSEG.

¹ De risicovrije rente wordt benaderd aan de hand van de rente voor de op de €STR geïndexeerde swaps (overnight indexed swaps). De inflatiecompensatie wordt gemeten via de rente op de inflatieswaps (inflation-linked swaps). De reële rente wordt verkregen door de inflatiecompensatie af te trekken van de risicovrije rente. Gemiddelde van de waarnemingen in de maanden december.

In reële termen is de risicovrije rente relatief laag, wat de restrictiegraad van het monetair beleid in perspectief brengt. De reële rente wordt benaderd door de inflatiecomponent af te trekken van de nominale rente. Hoewel de medio 2022 ingezette toename van de nominale rente historisch gezien vrij agressief lijkt, weerspiegelde deze slechts gedeeltelijk de stijging van de inflatie. De risicovrije reële rentetarieven namen niettemin toe (dankzij de stabiliteit van de inflatieverwachtingen). Eind 2023 lagen de nominale rentetarieven op een relatief hoog niveau, wat een vrij restrictief monetair beleid suggereerde, maar de reële rentetarieven lagen nauwelijks boven nul.

Uit verscheidene maatstaven blijkt dat de monetairbeleidskoers nog maar sinds kort restrictief is en dit in een niet zeer uitgesproken mate. Het verschil tussen de waargenomen reële monetairbeleidsrente, r , en de reële evenwichtsrente, r^* , ('r-star') bepaalt in principe de monetairbeleidskoers. De rente r^* stemt overeen met het niveau van de monetairbeleidsrente dat, indien het lang wordt gehandhaafd, een terugkeer van de economie naar het evenwichtspeil inhoudt, dat wil zeggen

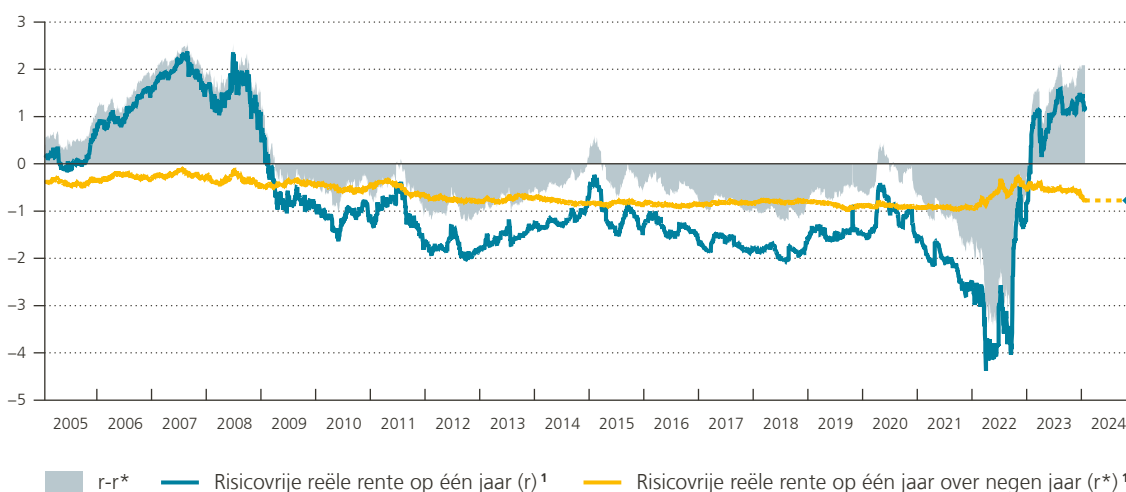
een economische bedrijvigheid rond haar potentieel en een inflatie die stabiel blijft op 2%. Die rente is niet rechtstreeks waarneembaar en wordt dus vaak geraamd aan de hand van economische modellen, met een aanzienlijke mate van onzekerheid. Dat kan worden aangepakt door r^* te benaderen via een reële forwardrente op zeer lange termijn, zoals de eenjaarsrente over negen jaar (dat is de rente die geldt voor een periode van één jaar die aanvangt over negen jaar). Die rente kan worden vergeleken met de eenjaarsrente – die de recente stijging van de rente op de depositofaciliteit en de verwachtingen op korte termijn omvat – na de aanpassing van die twee tarieven voor verschillende risicopremies die ze bevatten. Uit die maatstaf blijkt dat het monetair beleid pas vanaf eind 2022 restrictief is geworden (r hoger dan r^*) en dat de restrictiegraad minder uitgesproken is dan in 2005-2008. Bovendien wijzen de forwardrentes uit dat de financiële markten verwachten dat de monetairbeleidskoers opnieuw min of meer neutraal zal worden (r dicht bij r^*) tegen eind 2024.

De rentes op overheidsobligaties volgden van nabij de bewegingen van de risicovrije rente, en

Grafiek 2.3

Het monetair beleid is, sinds kort, licht restrictief

(in %)

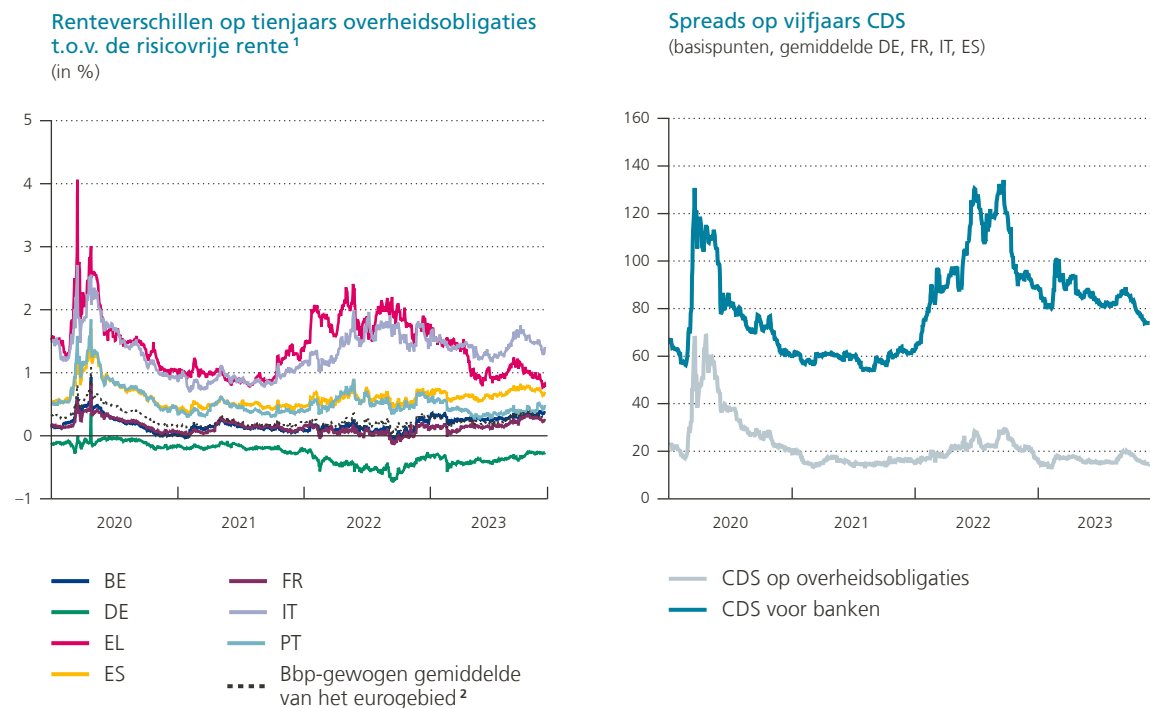


Bronnen: Bloomberg, LSEG, eigen berekeningen.

1 De risicovrije reële rentetarieven op één jaar en op één jaar over negen jaar worden benaderd via de rente voor de op de €STR geïndexeerde swaps (overnight indexed swaps) aangepast voor de inflatiecompensatie en de reële termijnpremies die werden geraamd aan de hand van een rentecurve-model. Vóór oktober 2019 werden de op de EONIA geïndexeerde swaps (euro overnight index average) gehanteerd, maar ze werden verminderd met 8,5 basispunten. De blauwe ruit stelt de op dezelfde wijze aangepaste eenjaarsrente over één jaar voor. De gele stippellijn houdt de aangepaste eenjaarsrente over negen jaar constant.

Grafiek 2.4

De fragmentatie bleef beperkt ondanks de spanningen in de banksector



Bronnen: LSEG, eigen berekeningen.

1 De risicovrije rente wordt benaderd aan de hand van de tienjaars rente voor de op de €STR geïndexeerde swaps (overnight indexed swaps).

2 Het bbp-gewogen gemiddelde omvat de volgende landen: België, Duitsland, Finland, Frankrijk, Griekenland, Ierland, Italië, Nederland, Oostenrijk, Portugal en Spanje.

de fragmentatie tussen landen bleef beperkt, zelfs toen er in het begin van het jaar spanningen opdoken in de banksector. De transmissie van de risicovrije rente in de rentes op overheidspapier was bijna volmaakt omdat de rentever verschillen op overheidsobligaties (spreads) over het geheel genomen stabiel bleven, ondanks hun uiteenlopende dynamiek in bepaalde landen. Vanaf 2020 en tot begin 2023 bleven de Italiaanse en Griekse spreads al met al vergelijkbaar, net als de Portugese en Spaanse spreads. Sindsdien volgden beide koppels hun eigen weg, omdat hun begrotingsvooruitzichten sterker uiteenlopen. Volgens de vooruitzichten van de Europese Commissie zou Portugal, anders dan Spanje, in 2023 en 2024 een groot primair begrotingsoverschot boeken. Zo is Griekenland er ook in geslaagd zijn overheidsschuldgraad te verlagen, wat leidde tot een betere rating van zijn overheidsschuld. De weg naar gezondere overheidsfinanciën lijkt daarentegen onzekerder voor Italië, als gevolg van een opwaartse herziening van de prognoses voor

het begrotingstekort in september 2023. Toch vertoonden de spreads op overheidspapier geen verhoogde volatiliteit bij de beroering in de banksector in maart 2023. Gedurende die maand gingen met name de Amerikaanse banken Silicon Valley Bank en Signature Bank failliet, terwijl iets later in Europa de bank Credit Suisse wankelde, maar uiteindelijk werd overgenomen door de bank UBS. Meer specifiek in het eurogebied ging tijdens die periode geen enkele bank failliet, maar de spreads op credit default swaps (CDS) van de banken namen snel toe, terwijl de CDS-spreads op overheidsobligaties relatief stabiel bleven. Het bestaan van het in 2022 goedgekeurde Transmissiebeschermingsinstrument (Transmission Protection Instrument – TPI) in het eurogebied zou kunnen verklaren waarom de spanningen zich niet hebben verspreid naar de markt van de overheidsobligaties.

De verkrapping van het monetair beleid kwam grotendeels tot uiting in de rentetarieven op bankkredieten

De rentetarieven op bankkredieten bleven aanzienlijk toenemen. De rentetarieven op nieuwe kredieten aan ondernemingen en huishoudens bereikten het hoogste peil sinds de wereldwijde financiële crisis van 2008; ze stegen van ongeveer 3% eind 2022 tot respectievelijk 5,2% en 4% in december 2023. De rentestijging voor uitstaande kredieten was overigens geringer dan de toename van de rente op nieuwe leningen. Dat komt doordat de in het verleden verstrekte kredieten vaak een vaste rente droegen of werden gesloten voor een relatief lange initiële rentevaste periode, wat met name geldt voor de hypothecaire leningen aan huishoudens.

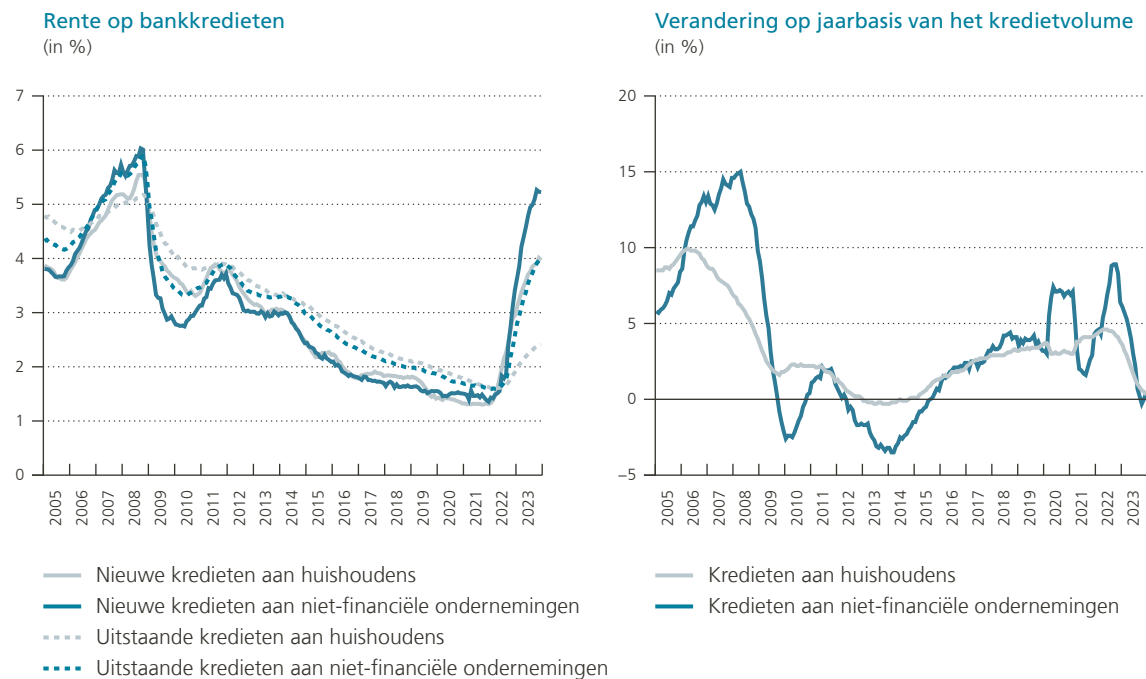
Uit de resultaten van de enquête van het Eurosysteem naar de bancaire kredietverlening blijkt dat de banken hun kredietvoorwaarden hebben aangescherpt en dat de kredietvraag terugliep. De aanscherping van de

kredietvoorwaarden is vooral toe te schrijven aan een hogere inschatting van het risicopeil en een lagere risicotolerantie. De verkrapping gaat verder dan de kosten van het krediet: de aan garanties verbonden criteria werden verstrengd, terwijl de vervaldatum en de bedragen van de kredieten neerwaarts werden bijgesteld. Voorts wezen de banken meer kredietaanvragen af, zowel voor ondernemingen als voor particulieren. Tegelijkertijd daalde de kredietvraag, vooral wegens de rentestijging (wat het aantal rendabele investeringsprojecten doet dalen) en de verruiming van de marges van de ondernemingen (die het interne financieringsvermogen verhogen).

Bijgevolg vertraagde de groei van de kredietverlening op jaarbasis aanzienlijk. De gecombineerde verzwakking van de vraag naar en het aanbod van kredieten verklaart de tragere groei van de kredietverlening sinds eind 2022. Dat groeitempo liep sterk terug tot waarden in de buurt van nul in december 2023, zowel voor de niet-financiële ondernemingen als voor de huishoudens. Tegelijkertijd daalden

Grafiek 2.5

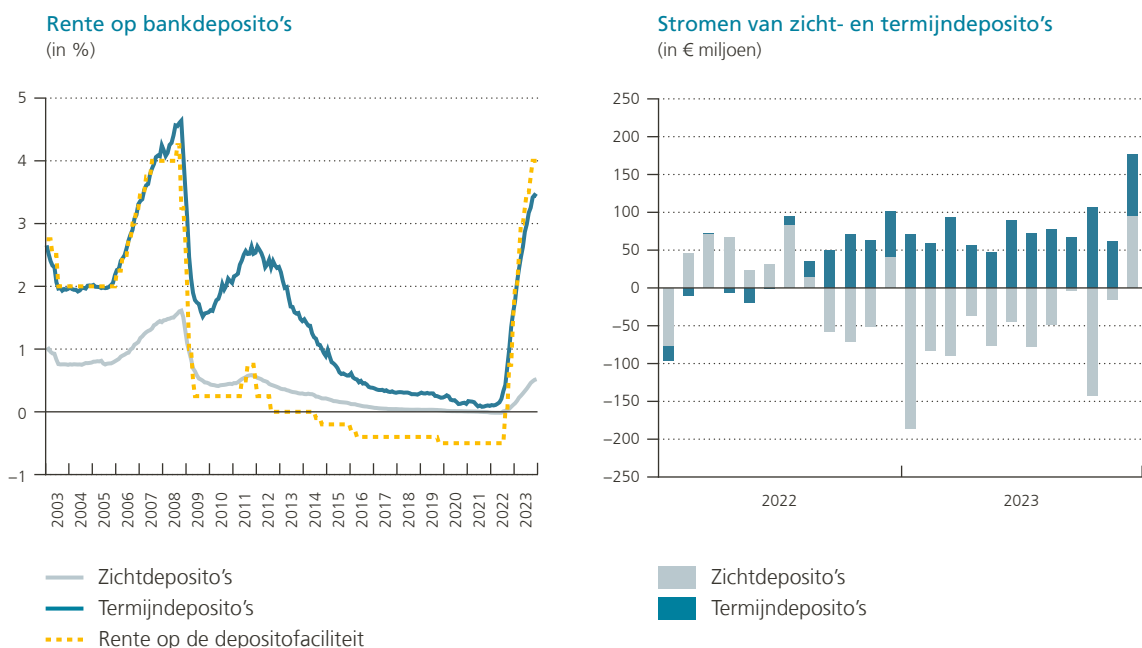
De tarieven van bankkredieten namen verder toe en de groei van de kredietverlening verzwakte aanzienlijk



Bronnen: ECB, LSEG.

Grafiek 2.6

De rente op zichtdeposito's bleef relatief laag, wat leidde tot een overdracht van zichtrekeningen naar termijnrekeningen



Bron: ECB.

de schuldratio's (de verhouding tussen de uitstaande schuld en het bbp), zowel voor de huishoudens als voor de niet-financiële ondernemingen, onder meer als gevolg van de binnenlandse inflatie.

In tegenstelling tot de stijging van de rente op bankkredieten was de toename van de rente op zichtdeposito's slechts zeer gering. Die trend geldt echter niet voor alle types van deposito's, aangezien de vergoeding van termijndeposito's sterk toenam, in

overeenstemming met de stijging van de rente op de depositofaciliteit van de ECB. Dat verschil in dynamiek gaf trouwens aanleiding tot een verschuiving van de tegoeden op zichtrekeningen naar de termijnrekeningen. Afgezien van die verschuivingen zou de huidige inkrimping van de balans van de ECB kunnen leiden tot een hevigere concurrentie tussen banken om deposito's aan te trekken, die hun voornaamste financieringsbron vormen, en opwaartse druk kunnen uitoefenen op de rente op bankdeposito's.

2.3 Het monetair beleid tegenover de risico's die de prijsstabiliteit omgeven

De pandemie bracht aan het licht hoe aanbodschokken sterkere en persistentere inflatoire effecten kunnen uitoefenen dan verwacht.

Tot het economische herstel na de COVID-19-crisis gingen de discussies over monetair beleid vooral uit van het standpunt dat het theoretisch wenselijk is dat de centrale bank verder kijkt dan de tijdelijke effecten van aanbodschokken, en dat ze dus een voorbijgaande inflatie tolereert om de economische groei niet zwaarder te belasten. De aanhoudende verstopping van de aanvoerketens en de historische prijsstijging voor grondstoffen – vooral voor energie ingevolge de invasie van Oekraïne door Rusland – deden de inflatie echter sterker oplopen, waardoor er vrees ontstond voor een mogelijke ontankering van de inflatieverwachtingen. Bovendien stuwde het krachtige herstel van de vraag – die een stijging van de marges van de ondernemingen en de lonen mogelijk maakte – het eurogebied naar een inflatie van meer binnenlandse aard. Deze combinatie van vrees voor een ontankering van de inflatieverwachtingen en een robuuste geaggregeerde vraag vereiste een forsere reactie van het monetair beleid, a fortiori tegen de achtergrond van een stevige arbeidsmarkt.

Gelet op de grote macro-economische onzekerheid heeft de ECB verduidelijkt op welke criteria ze haar beslissingen over de beleidsrentes zou baseren: (1) de inflatievooruitzichten in het licht van de nieuwe economische en financiële gegevens; (2) de dynamiek van de onderliggende inflatie; en (3) de kracht van de monetairbeleidstransmissie.

¹ Voor nadere informatie, zie Wauters J. (2023), 'De risico's van het volgen van de inflatie op jaarbasis', blog van de NBB, 21 april.

Een kentering in de dynamiek van de onderliggende inflatie ondersteunt de indruk dat de inflatie terugkeert naar de doelstelling

De snelle daling van de inflatie gedurende het hele jaar weerspiegelde vooral de geringere bijdrage van de energiedragers, maar de onderliggende inflatie nam eveneens af.

Na de in oktober 2022 bereikte piek van 10,6% liep de inflatiegraad van het eurogebied gestaag terug tot 2,9% aan het einde van het jaar. Evenzo lijkt de onderliggende inflatie een neerwaartse tendens te hebben ingezet. Ze daalde van een piek van 5,7% in maart 2023 tot 3,4% in december 2023.

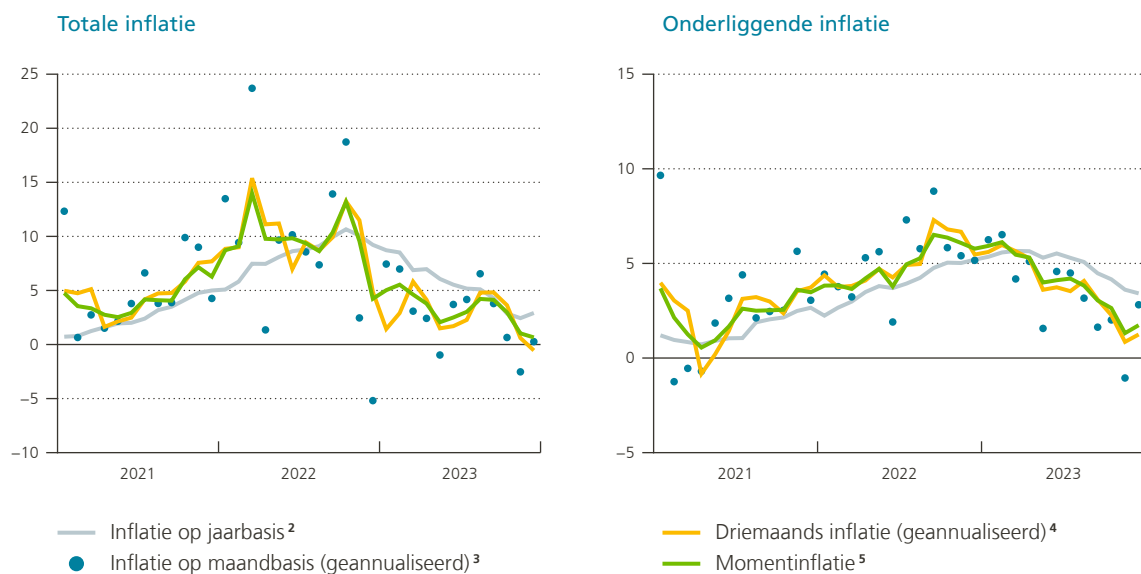
Geavanceerde maatstaven van de inflatie versterken de indruk dat eind 2022 een keerpunt werd bereikt.

De maatstaf van de inflatie op jaarbasis is een gemiddelde van de maandelijkse inflatiecijfers van het afgelopen jaar¹. Zodra de abnormaal hoge maandelijkse prijsstijgingen van het voorgaande jaar beginnen te verdwijnen uit de inflatiecijfers op jaarbasis, vertraagt de inflatie aanzienlijk: het gaat om basiseffecten. Onder invloed van die basiseffecten geeft de inflatie op jaarbasis niet enkel de tendens van de huidige prijsdynamiek weer, maar ook de prijsveranderingen van een jaar geleden. Daarom worden ook inflatiemaatstaven gevolgd die zich toespitsen op de recentste maandgegevens. Gelet op de grote volatiliteit van de inflatie op maandbasis zelf, is deze niet erg geschikt om monetairbeleidsbeslissingen te nemen. De drie maanden inflatie vormt een alternatief. Deze weegt ten belope van een derde van de inflatiecijfers van de huidige maand en de twee maanden voordien. De zogenoemde 'momentinflatie' kent dan weer het grootste gewicht toe aan de huidige inflatie op

Grafiek 2.7

Geavanceerde maatstaven van de inflatie in het eurogebied¹

(in %)



Bronnen: ECB, eigen berekeningen.

1 Seizoengezuiverde prijsindices.

2 De inflatie op jaarbasis geeft het gemiddelde weer van de twaalf laatste waarnemingen van de inflatiegraad op maandbasis (geannualiseerd).

3 In de inflatie op maandbasis wordt enkel rekening gehouden met de laatste waarneming van de inflatiegraad op maandbasis.

4 De driemaands inflatie weegt ten belope van een derde de inflatiecijfers van de huidige maand en de twee voorgaande maanden en laat de andere maanden buiten beschouwing.

5 De 'momentinflatie' kent het grootste gewicht toe aan de huidige inflatie op maandbasis, en geeft geleidelijk afnemende wegingen aan de vroegere maanden.

maandbasis en geleidelijk afnemende wegingen in de voorgaande maanden. Die alternatieve maatstaven wijzen op een kentering vanaf eind 2022 voor de totale inflatie. Omdat ze nauwer aansluiten bij de recente ontwikkelingen, waren ze lager dan de indicatoren van de inflatie op jaarbasis in 2023, omdat ze niet meer in dezelfde mate werden beïnvloed door de pieken die de energieprijzen eind 2022 hadden bereikt. Voor de onderliggende inflatie zijn de cijfers veel minder volatiel van de ene maand tot de andere, omdat de energie- en levensmiddelencomponenten daarin niet zijn opgenomen. Terwijl zich voor de cijfers op jaarbasis een keerpunt aftekende vanaf medio 2023, wees de dynamiek van de geavanceerde maatstaven al op een kentering tegen

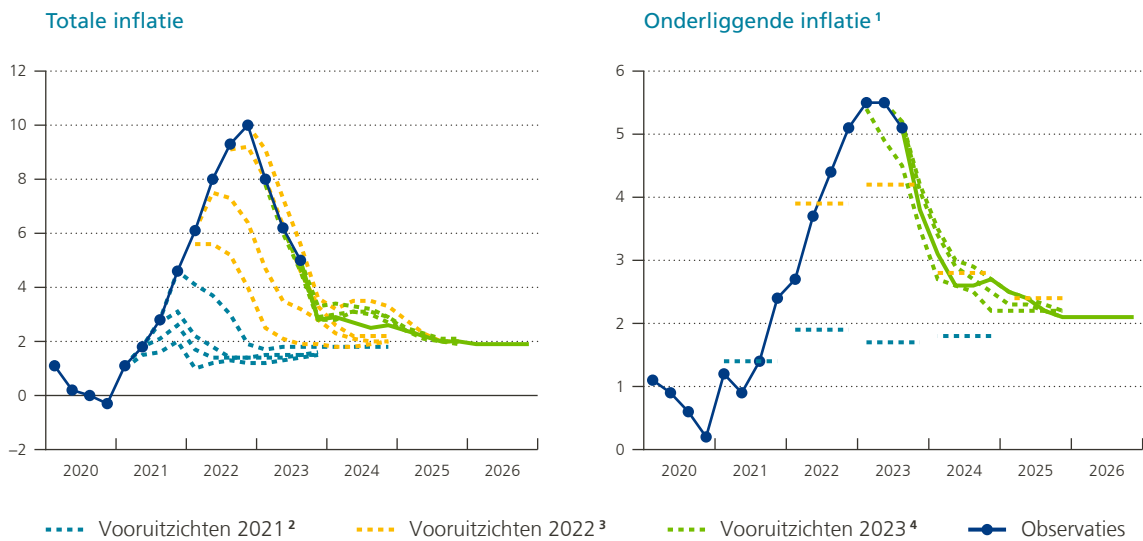
eind 2022. De 'momentinflatie' lag eind 2023 iets onder de 2%.

Volgens de door de diensten van de ECB opgestelde macro-economische projecties van december 2023 voor het eurogebied, zou de inflatie teruglopen tot 2% in de loop van 2025. De daling van de inflatie zou voornamelijk toe te schrijven zijn aan het wegebben van de effecten van de voorbije schokken in de energieprijzen en van de spanningen in een vroeg stadium van de productieketens, alsook aan de effecten van de verkrapping van het monetair beleid. De projecties gaan meer specifiek uit van een gemiddelde inflatie van 2,7% in 2024, 2,1% in 2025 en 1,9% in 2026. De vooruitzichten werden

Grafiek 2.8

Inflatievooruitzichten in het eurogebied

(in %)



Bron: ECB.

1 De vooruitzichten op kwartaalbasis voor de onderliggende inflatie worden pas sinds maart 2023 gepubliceerd.

2 In december 2021 opgestelde vooruitzichten op jaarbasis voor de onderliggende inflatie.

3 In december 2022 opgestelde vooruitzichten op jaarbasis voor de onderliggende inflatie.

4 Volle groene lijn: in december 2023 opgestelde vooruitzichten.

in 2022 voortdurend opwaarts herzien, met name onder invloed van de inflatieverrassingen. In 2023 waren de herzieningen tussen de vooruitzichten van het begin en het einde van het jaar echter veeleer gering. De onderliggende inflatie zou eveneens dalen: de vooruitzichten van het Eurosysteem ramen deze op 2,7% in 2024, 2,3% in 2025 en 2,1% in 2026. De toename van de arbeidskosten zou de belangrijkste drijvende kracht achter de onderliggende inflatie moeten zijn. De marges van de ondernemingen zouden, na een forse stijging in 2022, tijdens de projectieperiode afzwakken en een buffer vormen tegen de stijgende arbeidskosten.

De inflatievooruitzichten zijn omgeven met risico's, en deze komen tot uiting in de onzekerheid over het toekomstige renteverloop

Verscheidene opwaartse risico's zouden de inflatie kunnen aanwakkeren, ondanks de verkrapping van het monetair beleid. Deze omvatten binnenlandse factoren zoals het toenemende

belang van loonstijgingen tegen de achtergrond van een veerkrachtige arbeidsmarkt (met een werkloosheidspercentage van gemiddeld 6,5% in 2023), die overigens de economische activiteit heeft ondersteund, en de stimulans van het begrotingsbeleid. Anderzijds kunnen externe factoren de prijzen opdrijven, zoals de stijging van de grondstoffenprijzen (de Russische invasie in Oekraïne en het conflict in het Midden-Oosten, de vraag naar de materialen die nodig zijn om de economie te vergroenen¹, enz.).

Niettemin blijven de inflatieverwachtingen verankerd aan de doelstelling van 2%, wat ertoe bijdraagt de opwaartse risico's binnen de perken te houden. Terwijl de inflatie opliep tot een historisch hoog peil, geven de maatstaven van inflatieverwachtingen op middellange en lange termijn vrij geruststellende signalen. De resultaten van de enquête bij professionele voorspellers (Survey of Professional

¹ Zie Buysse K. en D. Essers (2023), 'Kritieke grondstoffen: van afhankelijkheid naar open strategische autonomie?', NBB, *Economisch Tijdschrift*.

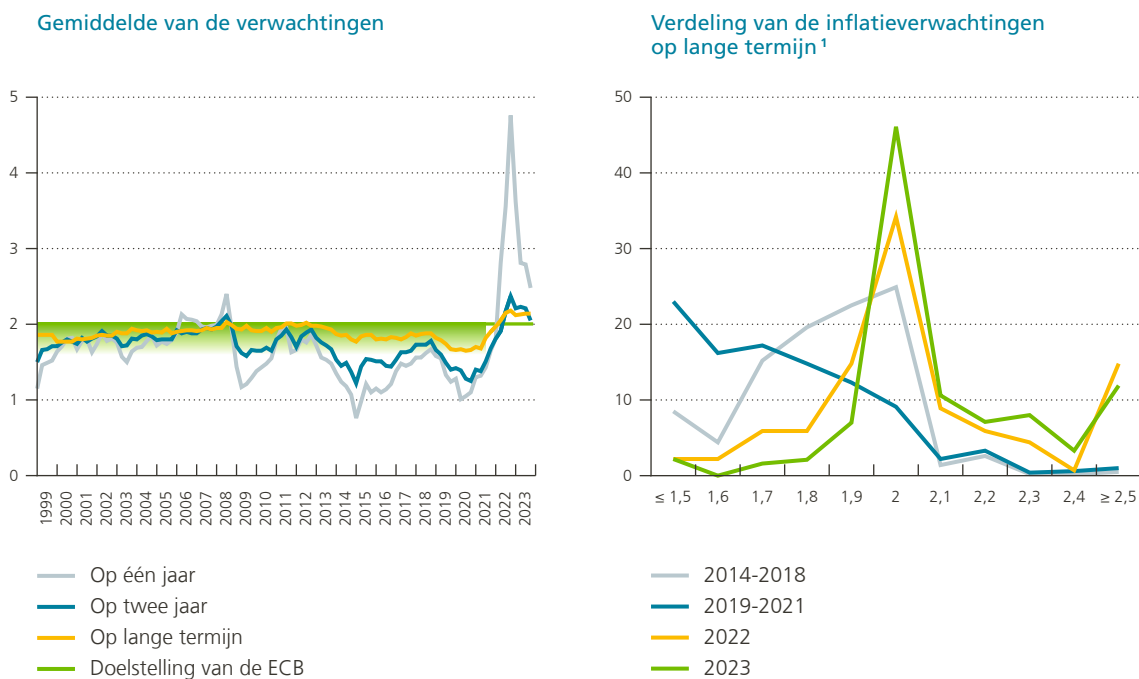
Forecasters, SPF) van het laatste kwartaal van 2023 maken gewag van een inflatiegraad van 2,1 % op lange termijn. Tijdens de periode van hoge inflatie kwamen echter verscheidene aandachtspunten naar voren. Terwijl de verwachtingen op lange termijn van de respondenten gedurende de periode van lage inflatie in het eurogebied duidelijk onder 2 % lagen, schommelden ze opnieuw rond 2 % vanaf 2022 als gevolg van de toenemende inflatoire spanningen. Uit de verdeling van de antwoorden op die enquête blijkt dat in 2023 een toenemend deel van de voorspellers (meer dan 10 %) een inflatie van 2,5 % of meer op lange termijn verwachtte. Bovendien wijzen van de financiële markten afkomstige gegevens uit dat de inflatieverwachtingen op middellange termijn aan het einde van de zomer boven 2,6 % uitkwamen, hoewel die verwachtingen aan het einde van het jaar terugliepen tot 2,3 %. Ten slotte zijn de inflatieverwachtingen op middellange termijn van de consumenten (Consumer Expectations Survey – CES) vanaf begin 2022 gestegen en lagen ze rond 2,5 % (mediaan) gedurende het grootste deel van het jaar.

Hoewel de inflatieverwachtingen vrij goed verankerd blijven aan de doelstelling van 2 %, wordt het risico op een verlies aan vertrouwen in de inflatiedoelstelling des te groter naarmate de inflatie langer boven die doelstelling blijft. Het gevaar bestaat dat de economische subjecten niet langer een lage en stabiele inflatie verwachten en dat ze voor hun inflatieverwachtingen meer beginnen te steunen op de recentste feitelijke inflatiecijfers (er is dan sprake van ‘backward-looking’ in plaats van ‘forward-looking’ subjecten). Dat verschijnsel zou kunnen leiden tot een aanhoudende prijsstijging doordat de inflatie en de inflatieverwachtingen elkaar versterken. Dat zou het monetair beleid kunnen aanzetten tot een krachtiger ingrijpen, wat een economische recessie zou kunnen veroorzaken. Dit scenario is minder gunstig dan dat waarin de centrale banken erop toezien dat de inflatieverwachtingen verankerd blijven aan hun doelstelling door een krap beleid te handhaven, om de inflatie zo snel mogelijk tot haar doelstelling terug te dringen.

Grafiek 2.9

Inflatieverwachtingen van de professionele voorspellers

(in %)



Bron: ECB.

¹ De y-as geeft het percentage respondenten weer en de x-as de verwachte inflatiegraad.

Terwijl de verkrapping van het monetair beleid snel doorwerkte in de financiële voorwaarden, blijft er twijfel bestaan over de wijze waarop ze tot uiting zal komen in de reële economie en dus de inflatie zal terugdringen tot de doelstelling.

De aanscherping verliep ongekend snel, rekening houdend met de lange periode van accommoderend monetair beleid die eraan voorafging, en werd gekenmerkt door balansen met een historische omvang of door de samenloop van economische schokken in het eurogebied sinds 2020. De impact van de recente schokken op de aanbodcapaciteit van de economie, en dus op het peil van de onbenutte capaciteit, is bijvoorbeeld nog niet goed bepaald. Die onbekende factoren versterken de onzekerheid over de 'kalibratie', dat is de keuze van het passende rentepeil en van hoelang dat peil zal worden gehandhaafd.

Eind 2023 leken de financiële markten te denken dat de ECB een einde zou maken aan de renteverhogingen en dat ze de rente in de loop van 2024 zou beginnen te verlagen, maar de spreiding van de mogelijke scenario's wijst op een grote onzekerheid¹. Het referentiescenario maakt gewag van een rente op de depositofaciliteit rond 2 % tegen eind 2025 (zie het voorgaande hoofdstuk over de internationale economie). Desondanks blijkt de verdeling

van de renteverwachtingen van de financiële marktdelnemers ongezien gespreid. De standaardafwijking van de verdeling (een maatstaf van onzekerheid) over verschillende verwachtingstermijnen is nog nooit zo hoog geweest, tenzij vlak na de mondiale financiële crisis van 2008. Meer recentelijk heeft de beroering op de bankenmarkt in maart 2023 die afwijking nog wat doen toenemen. Sindsdien blijft ze hoog op langere termijn (anderhalf jaar), hoewel de onzekerheid op korte termijn (drie maanden) is afgenomen.

Kan het monetair beleid in het eurogebied worden belemmerd door andere beleidsdomeinen?

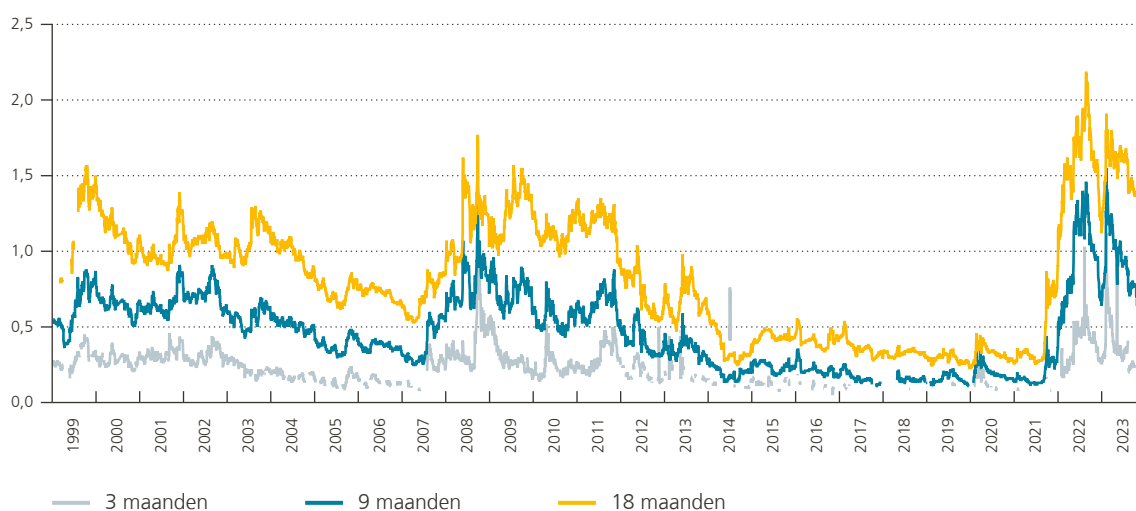
De onafhankelijkheid van de ECB beoogt deze laatste te vrijwaren tegen elke politieke invloed op haar monetaire beslissingen en haar doelstelling van prijsstabiliteit. Wanneer de ECB monetairbeleidsbeslissingen neemt, zou ze zich geen zorgen hoeven te maken over de vraag of haar acties – zoals een renteverhoging – de houdbaarheid van de

¹ Zie De Backer B. (2023), 'Gaan de rentetarieven dalen?', blog van de NBB, 16 november.

Grafiek 2.10

Standaardafwijking van de verdeling van verwachte rentetarieven over verschillende projectietermijnen¹

(in %)



Bron: ECB.

¹ De verdelingen van de forwardrentes worden afgeleid uit opties op de driemaands EURIBOR. De forwardrentes omvatten risicopremies.

overheidsfinanciën in gevaar zullen brengen of risico's voor de financiële stabiliteit zullen veroorzaken.

Een te soepel begrotingsbeleid zou evenwel een restrictief monetair beleid kunnen doorkruisen.

Een te soepel begrotingsbeleid werkt de vraag en de inflatie in de hand, wat de centrale bank ertoe verplicht haar rentetarieven nog meer te verhogen. Een rentestijging heeft, ceteris paribus, bovendien een nadelige invloed op de overheidsfinanciën. Derhalve moet de overheid bij renteverhogingen bijzondere aandacht besteden aan de houdbaarheid van de overheidsfinanciën. Indien de overheid niet (of onvoldoende) het nodige doet om de overheidstekorten te verminderen, zou de centrale bank onder druk kunnen worden gezet om ervan af te zien de rente te verhogen (en de inflatie te laten toenemen). In het extreme geval dat de centrale bank zou toegeven, zou er sprake zijn van 'budgettaire dominantie'. Nadat de monetaire en budgettaire autoriteiten er samen in geslaagd waren om de instorting van de economie tijdens de gezondheids crisis te voorkomen, en ze de economie hielpen onttrekken aan de diepe recessie waarin ze was gestort, zou een risico van budgettaire dominantie kunnen optreden bij een rentestijging die de lasten op de overheidsschuld verzwaart.

Bovendien is financiële stabiliteit een voorwaarde voor prijsstabiliteit.

In dat verband dient de ECB een belangrijke rol te vervullen als kredietverstrekker in laatste instantie om liquiditeitscrisissen te beheersen en de financiële markten te stabiliseren. De scheiding tussen overwegingen van monetaire stabiliteit, enerzijds, en financiële stabiliteit, anderzijds, kan worden gewaarborgd indien de financiële onrust wordt veroorzaakt door slechte marktwerking of door

liquiditeitsproblemen en niet door solvabiliteitsproblemen. De monetairbeleidsmakers kunnen met andere woorden geen solvabiliteitsproblemen oplossen. Deze behoren namelijk tot de bevoegdheid van andere autoriteiten¹.

Op het vlak van financiële stabiliteit vormen het macro- en microprudentieel beleid de eerste verdedigingslinie, waardoor het monetair beleid zich kan toespitsen op zijn hoofddoelstelling van prijsstabiliteit.

De doelstelling van met name het macroprudentieel beleid bestaat erin het weerstandsvermogen van het financieel systeem te verhogen en de accumulatie van kwetsbaarheden te beperken, om het systeemrisico – dat kan voortvloeien uit macro-economische schokken, financiële onevenwichtigheden en besmettingseffecten – af te zwakken en erop toe te zien dat financiële diensten steeds efficiënt worden verleend aan de reële economie, zelfs in een crisisperiode. Zo verstrengden de macroprudentiële autoriteiten van het eurogebied in 2023 de vereisten inzake kapitaalbuffers, door bijvoorbeeld de contracyclische kapitaalbuffers te verhogen. Aangezien die buffers de groei van de kredietverlening helpen afremmen, kunnen ze ook een indirecte rol spelen in de strijd tegen de inflatie. Algemeen beschouwd dragen die prudentiële maatregelen ertoe bij dat overwegingen van financiële stabiliteit de Raad van Bestuur van de ECB niet hinderen bij de monetairbeleidsbeslissingen van de ECB, die erop gericht zijn de prijsstabiliteit te handhaven volgens de primaire doelstelling van haar opdracht.

¹ Zie Schnabel I. (2023), *Monetary and financial stability – can they be separated?*, toespraak op de Conference on Financial Stability and Monetary Policy in the honour of Charles Goodhart, Londen, 19 mei.

