

DE MONETAIRBELEIDSREACTIE VAN DE ECB OP COVID-19¹



Jef Boeckx
Head of Monetary
Policy Unit
National Bank of Belgium



Marjolein Deroose
Economist
National Bank of Belgium



Evelien Vincent
Economist
Research Department
National Bank of Belgium

ABSTRACT

In early 2020, COVID-19 sent financial markets into turmoil, while lockdown measures resulted in large and sudden economic losses. In response, governments, financial supervisors and central banks around the world quickly took unprecedented measures. This article focuses on the initial actions taken by the ECB. Sizeable asset purchases, including though a new *Pandemic Emergency Purchase Programme*, stabilised financial markets. The ECB also gave banks easier access to long-term central bank funding, while simultaneously easing its collateral requirements. That way, banks were able to satisfy euro area firms' record demand for credit. However, the challenges ahead are manifold. While current conditions allow for a temporary shift towards expansionary fiscal policy, governments should be prepared for scenarios where borrowing costs rise. Otherwise, debt sustainability considerations will interfere with the conduct of monetary policy.

¹ Deze bijdrage is een geüpdatete (gegevens t.e.m. 30 september 2020) samenvatting van het artikel "De monetairbeleidsreactie van de ECB op COVID-19" (Boeckx, J., M. Deroose, en E. Vincent, NBB Economisch Tijdschrift, juli 2020): <https://www.nbb.be/nl/artikels/de-monetairbeleidsreactie-van-de-ecb-op-covid-19-0>.



INLEIDING

Begin 2020 werd de wereld op zijn kop gezet door een nieuwe virale infectie, COVID-19 genaamd, waarvan de verspreiding door de Wereldgezondheidsorganisatie (WHO) op 11 maart uitgeroepen werd tot een pandemie die – op z'n minst – drie schokken combineert: een gezondheids-, een financiële en een economische schok, met één van de zwaarste crisissen ooit in vreedstijd tot gevolg. Overheden over de hele wereld namen snel ongekende maatregelen om de pandemie in te dijken. Topprioriteit daarbij was het bestrijden van het virus, onmiddellijk gevolgd door het beperken van de financiële paniek en de economische gevolgen, daarbij geholpen door centrale banken en toezichthouders. Dit artikel beschrijft de eerste acties die door de Europese Centrale Bank (ECB) werden ondernomen om de impact van de pandemie te temperen.

1. EEN GEZONDHEIDSCRISIS DIE SNEL UITGROEIDE TOT EEN ECONOMISCHE EN FINANCIËLE CRISIS

De COVID-19-uitbraak verspreidde zich snel over de hele wereld en veroorzaakte aldus een zware mondiale gezondheids crisis. Als reactie daarop legden de landen drastische beperkende maatregelen op, dankzij welke de verspreiding van de ziekte kon worden afgeremd, maar die ook de economische activiteit in het eurogebied en elders fors deden kelderen.

De financiële markten ondergingen als eerste grote correcties. De onrust was vergelijkbaar met die ten tijde van de financiële crisis van 2008. Vanaf eind februari gingen de financiële voorwaarden er in het eurogebied voor alle activaklassen aanzienlijk op achteruit. Na doortastende en snelle monetair- en begrotingsbeleidsmaatregelen stabiliseerden de financiële voorwaarden in het eurogebied zich vanaf eind maart: de beurs herstelde zich en de obligatiespreads werden opnieuw smaller. Het lijkt er dus op dat een versterking van de virusschok via het financiële systeem is vermeden.

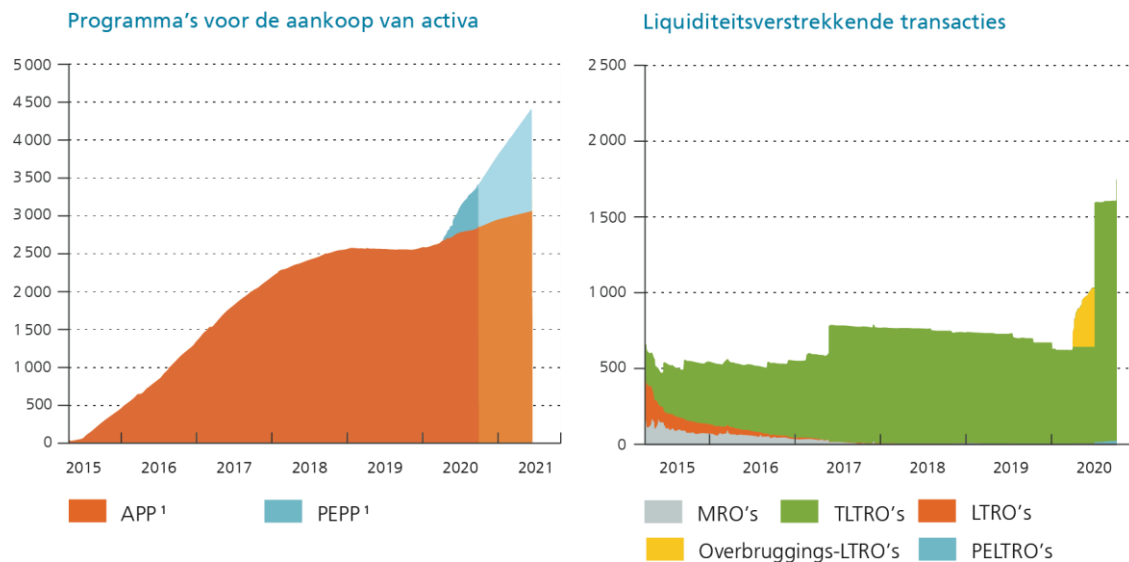
Toch verslechterden de economische cijfers voor het eurogebied aanzienlijk. Het bbp daalde in de eerste twee kwartalen van 2020 met 3,7 % en 11,8 % respectievelijk. Verder vooruitblikkend, blijft het economisch herstelpad hoogst onzeker. Volgens het door medewerkers van de ECB opgestelde basisscenario van de projecties zal de reële bbp-groei in het eurogebied wellicht een V-vormig patroon volgen. Uitgedrukt in niveaus blijft de economische bedrijvigheid echter ondermaats: in het vierde kwartaal van 2022 zou het reële bbp nog steeds ietwat onder zijn niveau van vóór de crisis liggen. Ook de inflatievooruitzichten zijn omgeven door veel onzekerheid. Op dit ogenblik lijkt de consensus op de markten en onder de economische voorspellers te zijn dat negatieve

vraagschokken de overhand zullen blijven hebben op negatieve aanbodschokken, waardoor de inflatie afgeremd wordt. Volgens de door medewerkers van de ECB opgestelde projecties zou de inflatie omstreeks eind 2022 tot slechts 1,3 % zijn gestegen.

2. DE ECB NAM SNEL DOORTASTENDE MAATREGELEN

Aan het begin van het jaar was de monetairbeleidskoers in het eurogebied reeds sterk accommoderend. Als reactie op de crisis heeft de ECB sinds maart haar maatregelen aanzienlijk uitgebreid in het licht van drie belangrijke objectieven, die elk op zich van cruciaal belang zijn om de primaire doelstelling, namelijk het handhaven van de prijsstabiliteit, te bereiken: (1) het verzekeren van een algemeen voldoende accommoderende beleidskoers, (2) het ondersteunen van de marktstabilisatie om de monetaire transmissie te vrijwaren en (3) het verstrekken van toereikende centralebankliquiditeit, in het bijzonder om de bancaire kredietverlening te handhaven.

Grafiek 1 - De ECB breidde haar balans uit
(in € miljard)



Bronnen: ECB, eigen berekeningen.

¹ Gerealiseerde activa-aankopen tot 30 september 2020. De lichte zones geven de verwachte activa-aankopen voor de periode oktober 2020 – juni 2021 weer, op basis van een veronderstelling dat de rest van de tijdelijke enveloppes van het APP (€ 120 miljard) en het PEPP (€ 1350 miljard) tegen respectievelijk eind 2020 en eind juni 2021 uitgeput zouden zijn als gevolg van constante dagelijkse aankopen, en dat de maandelijkse aankopen van € 20 miljard in het kader van het APP zouden doorgaan tot ten minste eind juni 2021.

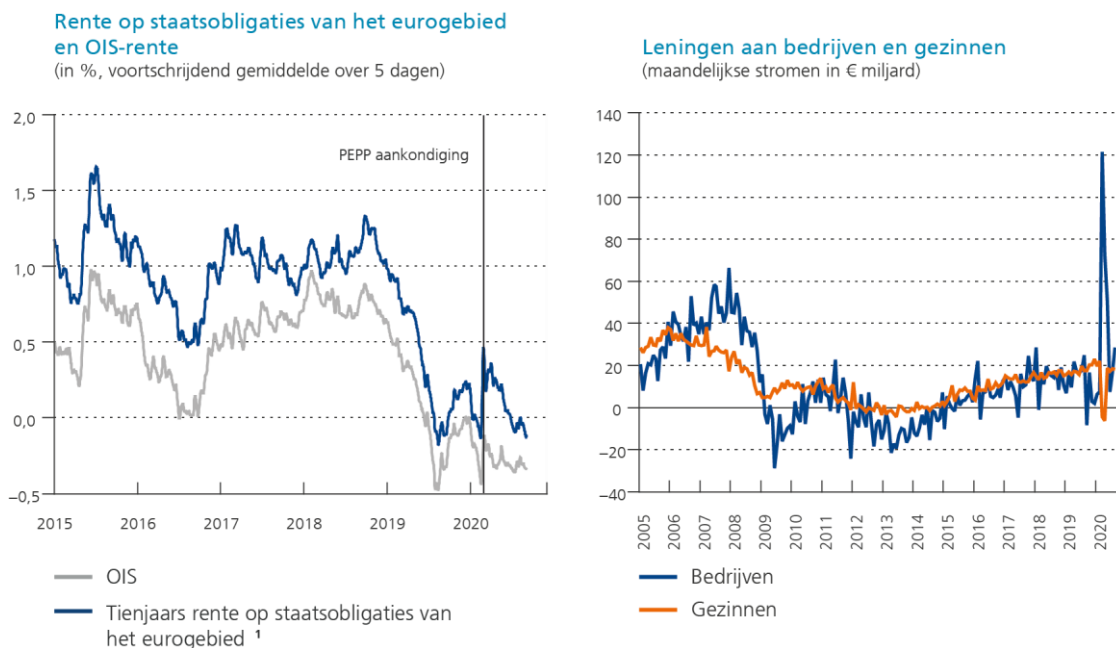
Om te beginnen, voerde de ECB haar aankopen van activa op. Eerst werd een enveloppe van € 120 miljard aangekondigd om de in het kader van het Programma voor de Aankoop van Activa (APP) geplande activa-aankopen aan te vullen tot eind 2020. Bovendien werd een nieuw, tijdelijk aankoopprogramma gestart, ten belope van € 1350 miljard, het zogeheten Pandemie-Noodaankoopprogramma (Pandemic Emergency Purchase Programme of PEPP). Aankopen in het kader van het PEPP zullen worden verricht tot ten minste eind juni 2021, en dit op een flexibele manier waarbij de netto-aankopen kunnen variëren in de tijd en tussen de verschillende activaklassen en landen.

In het kader van haar langerlopende herfinancieringstransacties (LTRO's) verruimde de ECB ook de mogelijkheden van de banken om liquiditeiten te lenen. Tegen die achtergrond werden de voorwaarden van de derde reeks gerichte langerlopende herfinancieringstransacties (TLTRO III) versoepeld, waardoor de banken meer liquiditeiten kunnen lenen tegen lagere rentes. Om de periode te overbruggen tot de zeer aantrekkelijke TLTRO III-transactie van juni, heeft de ECB bovendien een nieuwe reeks LTRO's aangekondigd, de zogenoemde overbruggings-LTRO's (bridge LTRO). En om, tot slot, een efficiënte noodoplossing te bieden voor de liquiditeitsbehoeften op kortere termijn na afloop van de overbruggings-LTRO's in juni, werden eind april de zogeheten LTRO's in verband met de pandemie (Pandemic Emergency LTRO – PELTRO) ingevoerd.

Om ervoor te zorgen dat de banken volop profijt konden trekken van die gunstiger voorwaarden in het kader van de langerlopende herfinancieringstransacties van de ECB, werden de onderpandvereisten van de banken versoepeld. Aangezien de beschikbaarheid van onderpand tijdens crisissen onder druk dreigt te komen, tegen de achtergrond van de verslechterde situatie op de financiële markten, nam de ECB ter zake een hele reeks versoepelende maatregelen. Deze laatste breidden de waaier van als onderpand in aanmerking komende activa uit en zorgden ervoor dat het Eurosysteem meer risico's op zijn balans kon tolereren. De interesse in de TLTRO's, die bij het ter perse gaan van dit artikel zowat € 1700 miljard langlopende financiering aan banken verstrekken, geeft aan dat onderpandvereisten inderdaad geen belemmering zijn geweest voor de banken. Tot slot, hielpen de uitgebreide \$- en €-swaplijnen en repolijnen de druk op de mondiale financieringsmarkten afzwakken.

3. DE FINANCIËLE SITUATIE STABILISEERDE ZICH EN DE DOOR BANKEN VERSTREKTE LENINGEN VOORZAGEN IN DE RECORDHOGE LIQUIDITEITSBEHOEFTE

Grafiek 2 - De acties van de ECB matigden de onrust op de financiële markten en hielden het kanaal van het bankkrediet intact



Bronnen: ECB, Refinitiv.

¹ Bbp-gewogen, op basis van gegevens van elf landen van het eurogebied: Duitsland, Frankrijk, Italië, Spanje, Nederland, België, Oostenrijk, Portugal, Finland, Ierland en Griekenland.

De activa-aankopen van de ECB zijn een cruciaal instrument om de financieringskosten laag te houden en om ervoor te zorgen dat de soepele financieringsvoorwaarden gelijk worden gespreid over het eurogebied. Naarmate het virus zich over heel Europa verspreidde en er werd van uitgegaan dat de overheidssector omvangrijke extra schuldbedragen zou uitgeven op de financiële markten, steeg de rente op staatsobligaties in alle landen van het eurogebied, zoals blijkt uit de hogere bbp-gewogen gemiddelde rente op overheidsobligaties van het eurogebied. Naast die gemeenschappelijke schok, zorgde de crisis ook voor fragmentatie in het eurogebied, aangezien de rente op sommige overheidsobligaties, bijvoorbeeld de Italiaanse en de Spaanse, forser steeg. Die landen werden zwaarder door de crisis getroffen, maar ze hadden om te beginnen ook een hoger schuldniveau. De invoering van het PEPP op 18 maart – met zijn ruime crisisenveloppe en

ingebouwde flexibiliteit – deed zowel de gemeenschappelijke stress als de fragmentatiedruk aanzienlijk afnemen.

Bovendien vrijwaarden de langerlopende herfinancieringstransacties en de versoepelde onderpandvereisten van de ECB (in combinatie met overheidsmaatregelen, versoepelingen op het vlak van het toezichtsbeleid en robuustere banken) het kanaal van de bancaire kredietverlening. Dat kanaal is erg belangrijk aangezien de bedrijven in het eurogebied sterk afhankelijk zijn van bankkrediet, namelijk voor ongeveer de helft van hun externe financiering. Als gevolg van de lockdownmaatregelen, zag een groot aantal bedrijven hun cashflow plotseling en aanzienlijk krimpen, waardoor ze zich verplicht zagen massaal te lenen. Uit tot eind augustus beschikbare gegevens blijkt dat de banken in het eurogebied tijdens de eerste maanden van de crisis konden voorzien in de grote liquiditeitsbehoeften van de bedrijven (ondertussen zijn de kredietstromen naar de bedrijven wel teruggekeerd naar de niveaus die vóór de crisis geobserveerd werden). Ze konden dit bovendien doen aan soepele voorwaarden: de gemiddelde rente op leningen aan bedrijven is sinds de crisis niet gestegen.

4. IN EEN POSTPANDEMISCHE CONTEXT VAN TRAGE GROEI EN HOGE SCHULDEN STAAT HET MONETAIR BELEID VOOR TAL VAN UITDAGINGEN

“So far, so good”. Dat is de meest summiere manier om samen te vatten hoe de autoriteiten, inclusief de ECB, erin geslaagd zijn de financiële stress en de economische teruggang na COVID-19 te beheersen.

De uitdagingen waarvoor het monetair beleid staat, zijn echter talrijk. Eén daarvan heeft betrekking op de gematigde macro-economische vooruitzichten waaraan negatieve risico's verbonden zijn, terwijl de onzekerheid over het inflatieverloop zeer groot is. In een dergelijke context bemoeilijken zowel ongunstige vraag- als aanbodfactoren de taak van het monetair beleid, zij het op een verschillende manier. Mocht de groei zwak blijven als gevolg van een gematigde vraag, dan zou de daaruit voortvloeiende lage inflatie om meer monetaire versoepeling vragen. Maar met de beleidsrentes dicht in de buurt van hun effectieve ondergrens en de reeds zeer actieve implementatie van niet-conventionele maatregelen, is het leveren van de vereiste vraagondersteuning allesbehalve eenvoudig. Als aanbodfactoren de oorzaak zijn van de trage groei, zal de inflatie stijgen, wat het probleem van de ondergrens minder relevant maakt aangezien er dan ruimte is om de beleidsrentes op te trekken. In een dergelijke configuratie beschikken centrale banken die een duidelijk mandaat hebben inzake prijsstabiliteit, zoals de ECB, echter over minder marge om de economische groei te ondersteunen.



Terzelfder tijd zal een normalisatie van de rentetarieven de door COVID-19 veroorzaakte problematiek inzake hoge schulden urgenter maken. De huidige verschuiving naar een expansief begrotingsbeleid heeft de overheidsschuldratio's in de landen van het eurogebied immers fors opgevoerd. Op dit ogenblik lijken de hogere niveaus van overheidsschulden niet bedreigend te zijn omdat de rentetarieven onder de verwachte economische groei blijven. Mocht daar echter verandering in komen, dan zouden er vragen kunnen rijzen over de houdbaarheid van de schuld. Dat zal een adequate reactie vragen van de overheden. In feite kan het monetair beleid zijn primaire doelstelling inzake prijsstabiliteit enkel verwezenlijken als er kan worden op vertrouwd dat overheden de noodzakelijke budgettaire keuzes maken om ervoor te zorgen dat de schulden houdbaar zijn, ook als de rente gaat stijgen. Zo niet, zouden overwegingen inzake de houdbaarheid van de schuld kunnen interfereren met de monetairbeleidsvoering en het vrijwaren van de prijsstabiliteit bemoeilijken.