

Monetair beleid in de Verenigde Staten en in het eurogebied tijdens de crisis

N. Cordemans
S. Ide

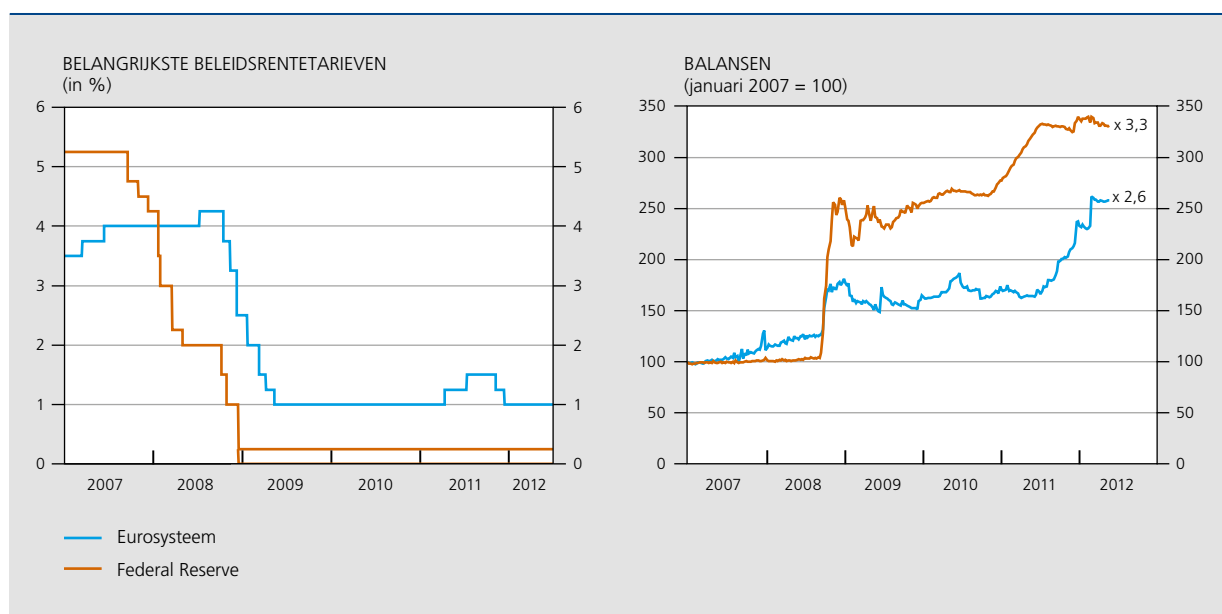
Inleiding

Aan beide zijden van de Atlantische Oceaan kwamen de eerste schokken van de financiële crisis tot uiting in spanningen op de geldmarkt. Die spanningen werkten vervolgens snel door in andere segmenten van de financiële markten en daarna in de reële economie. Door de faillietverklaring van de bank Lehman Brothers, op 15 september 2008, sloeg de reeds vergevorderde financiële crisis om in een algemene financiële paniek en een

zware wereldwijde economische crisis. Die gebeurtenissen plaatsten de belangrijkste centrale banken ter wereld voor een ongekende uitdaging. Hun reactie was krachtig.

Tegen de achtergrond van de crisis hebben de Federal Reserve en het Eurosysteem hun monetair beleid grondig gewijzigd. Om te voorkómen dat het financieel systeem zou ineenstorten en teneinde de economie weer op gang te brengen, besloten ze hun beleidsrentetarieven snel en aanzienlijk te verlagen, waardoor deze een historisch

GRAFIEK 1 CENTRALE BELEIDSRENTETARIEVEN EN BALANS VAN DE FEDERAL RESERVE EN VAN HET EUROSISTEEM



Bronnen: Federal Reserve, Thomson Reuters Datastream, ECB.

laagtepunt bereikten. Bovendien namen ze tal van uitzonderlijke maatregelen op het vlak van liquiditeitsverstrekking en aanzienlijke aankopen van effecten, waardoor hun intermediatierol belangrijker werd en de omvang van hun balans fors toenam.

In dit artikel wordt precies getracht de reacties van de Federal Reserve en het Eurosysteem tijdens de verschillende fasen van de crisis toe te lichten en te analyseren. In het eerste deel wordt aangetoond dat beide centrale banken, hoewel ze zeer uiteenlopende acties ondernamen, tijdens de periode van de zomer van 2007 tot de herfst van 2009 met overwegend soortgelijke problemen te kampen hadden. In het tweede deel, daarentegen, wordt de uiteenlopende ontwikkeling van de problemen tijdens de daaropvolgende periode geschetst, alsook de specifieke maatregelen die beide centrale banken hebben genomen om die problemen op te vangen. In dit deel wordt ook de relatie behandeld tussen het monetair beleid en het begrotingsbeleid en de effecten die de crisis daar heeft kunnen op uitoefenen. In het derde deel, ten slotte, wordt getracht de huidige uitdagingen van de monetairbeleidsvoering te belichten. Er wordt onder meer ingegaan op de mogelijke secundaire effecten van de tijdens de crisis genomen niet-conventionele beleidsmaatregelen, op de huidige heterogeniteit in het eurogebied en op de risico's die verbonden zijn aan het voeren van een accommoderend monetair beleid gedurende een lange periode.

1. Soortgelijke uitdagingen tot het najaar van 2009

In de eerste stadia van de financiële crisis streefden de Federal Reserve en het Eurosysteem grotendeels dezelfde doelstelling na, te weten het behoud van de financiële stabiliteit en van de goede transmissie van het monetair beleid. Ondanks aanzienlijke verschillen tussen de acties die ze ondernamen, hebben ze elk hun operationeel kader aangepast om de verstoorde werking van de geldmarkt te corrigeren en hebben ze ten aanzien van de financiële sector de rol van *lender of last resort* vervuld. Tijdens de periode vóór de ondergang van Lehman Brothers wijzigden de twee centrale banken vooral de samenstelling van hun balans. De cruciale intermediatierol die ze daarna op zich namen, kwam daarentegen tot uiting in een ongekennde toename van de omvang van die balans.

(1) Overnight Index Swap: vaste rente betaald door de tegenpartij van een renteswapcontract, die voor drie maanden de daggeldrente (Eonia) ontvangt.

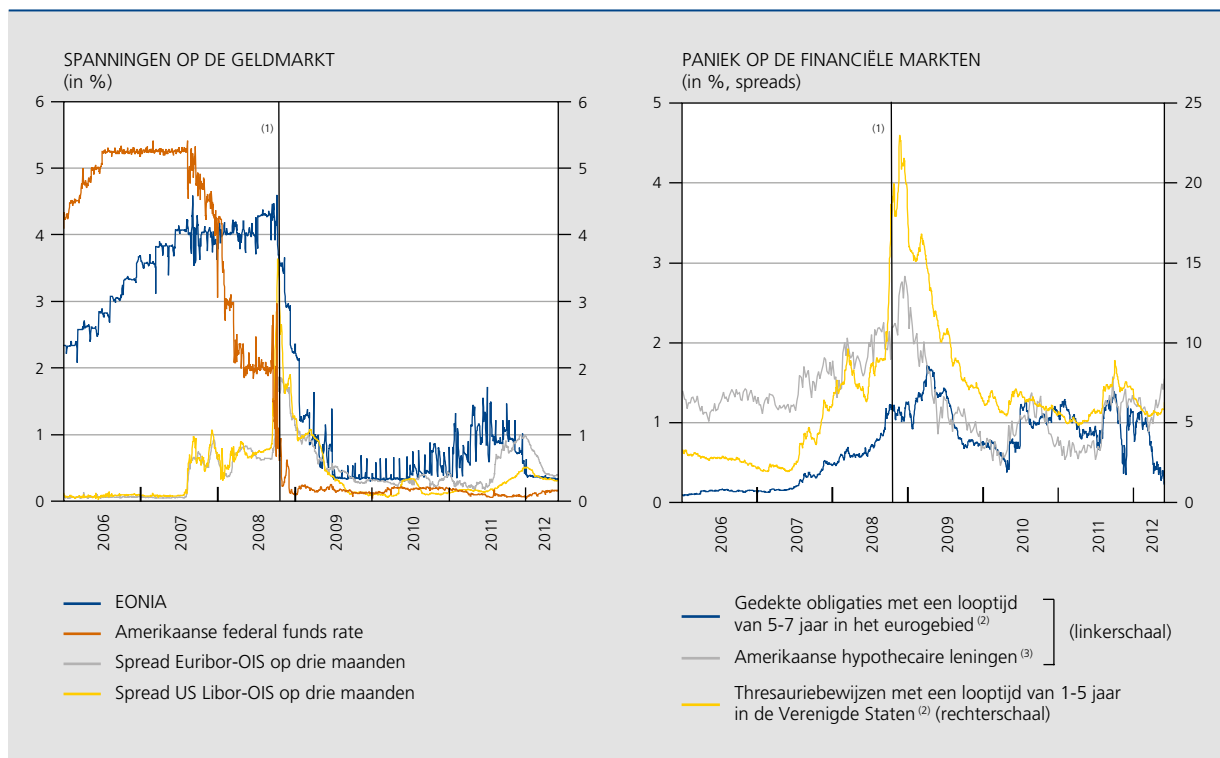
1.1 Van het ontstaan van spanningen op de geldmarkt tot het faillissement van Lehman Brothers: augustus 2007-september 2008

1.1.1 Spanningen op de geldmarkt en financiële onrust

Als gevolg van de bruuske omslag op de Amerikaanse vastgoedmarkt en de stijging van de rentetarieven namen de wanbetalingen op hypothecaire kredieten aan weinig solvabele Amerikaanse huishoudens met een bescheiden inkomen (subprimes) vanaf de eerste helft van 2006 fors toe. De koersen van de door die hypothecaire vorderingen gedekte effecten liepen daarop terug, wat leidde tot toenemende verliezen voor de financiële instellingen die dergelijke effecten bezaten, vooral in de Verenigde Staten, Europa en Azië.

Op 9 augustus 2007 kondigde de Franse bank BNP-Paribas aan dat ze in de onmogelijkheid verkeerde de net-towaarde te bepalen van drie van haar fondsen bestaande uit effecten die worden gewaarborgd door – meer bepaald hypothecaire – vorderingen (*Asset-Backed Securities* of *ABS*). Ze voerde aan dat de door de fondsen aangehouden activa illiquide waren als gevolg van de ineensorting van de effectiseringsmarkt in de Verenigde Staten, wat de bestaande vrees voor een verscherping van de subprimecrisis bevestigde en zodoende de geldmarkten ontregelde. Plots maakten de banken zich zorgen over de solvabiliteit van hun tegenpartijen en werden ze minder geneigd elkaar krediet te verlenen. Bovendien vreesden ze dat ze hun investeringsvehikels die door onroerende activa gedekte effecten aanhielden, financieel zouden moeten ondersteunen. Die situatie leidde tot het inhouden van liquiditeiten door de financiële instellingen en tot een snelle verslechtering van de financieringsvoorwaarden op de interbancaire markten. De Eonia en de federal funds rente, dat zijn de daggeldmarktrentes van respectievelijk het eurogebied en de Verenigde Staten, werden onmiddellijk sterk volatiel, terwijl op de driemaands geldmarkt de verschillen tussen de rente op kredieten zonder onderpand en de risicovrije rente omhoogschoten. Terwijl ze gewoonlijk minder dan 10 basispunten bedroegen, stegen de renteversillen tussen de Euribor en de Libor in dollar op drie maanden, enerzijds, en de driemaands OIS-rente⁽¹⁾, anderzijds, aldus snel tot 50 basispunten. Hoewel ze zeer volatiel bleven, klommen ze vervolgens nog veel hoger, waardoor werd gevreesd voor de goede transmissie van het monetair beleid via het rentekanaal.

Parallel met die spanningen op de geldmarkt lieten de risicopremies op de andere segmenten van de financiële markten een overwegend opwaartse tendens optekenen, die reeds eind juli 2007 had ingezet. Die bewegingen weerspiegelden een correctie van de risicoperceptie



Bronnen: Freddie Mac, Thomson Reuters Datastream.

(1) 15 september 2008: datum waarop Lehman Brothers failliet wordt verklaard.

(2) Renteverval ten opzichte van de overeenkomstige overheidsobligaties met dezelfde looptijd.

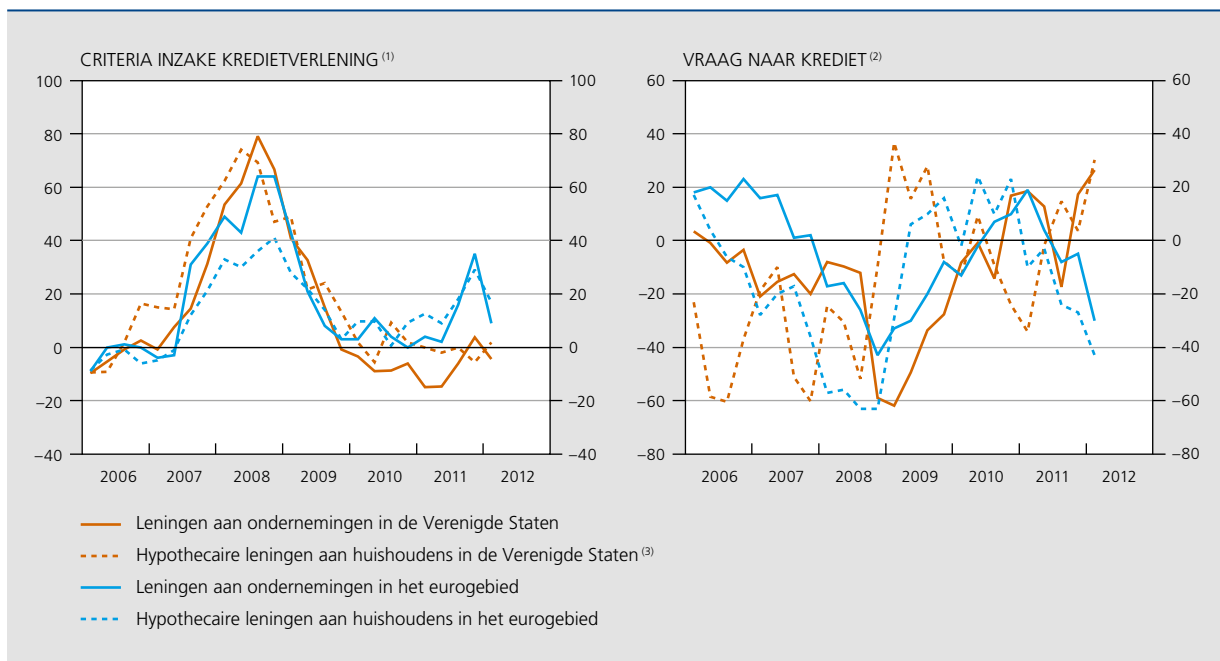
(3) Verschil tussen de vaste 15-jaars rente op de hypothecaire *prime*-markt en de rente op tienjaars overheidspapier.

– voorheen waren de risico's onderschat – en voerden de financieringskosten van de economische subjecten uit de private sector op. Voor de ondernemingen en de huishoudens in de Verenigde Staten uitte dit zich in, onder meer, de relatieve toename van de rendementen op thesauriebewijzen en van de rente op hypothecaire kredieten ten opzichte van de rendementen op overheidspapier. In het eurogebied wees de stijging van de rendementsverschillen tussen gedekte obligaties (*covered bonds*) en overheidsobligaties dan weer op de toename van de financieringskosten voor de kredietinstellingen.

In maart 2008 bereikten de risicopremies een eerste piek, nadat de zakenbank Bear Stearns bijna failliet was gegaan en, met de hulp van de Federal Reserve, overgenomen was door JP Morgan Chase. Ze vertoonden een nooit geziene stijging in de nasleep van de verkoop van Merrill Lynch aan Bank of America en van de ineenstorting van Lehman Brothers op 15 september 2008.

1.1.2 Verstoring van het monetairtransmissiemechanisme

De beroering op de geld- en financiële markten beïnvloedde rechtstreeks de winstgevendheid, de liquiditeitspositie en het financieringsvermogen van de banken. Dit was des te meer het geval daar de banken tijdens de jaren vóór de crisis hun beroep op kortetermijnmarktfinanciering aanzienlijk hadden verhoogd. Een en ander zette de kredietinstellingen er dan ook toe aan hun balans aan te passen en de kredietverlening aan de niet-financiële private sector, dat zijn de huishoudens en de ondernemingen, te beperken. De sinds 2007 opeenvolgende aanscherpingen van de criteria inzake kredietverlening wijzen in dat verband op de belangrijke rol die de banken spelen bij de transmissie van de schokken van de financiële sfeer naar de reële economie. In het eurogebied werd die rol versterkt door het overwicht van het bankwezen in de externe financiering van de niet-financiële private sector. Hoewel de verzwakking van de vraag in een verslechterd economisch klimaat sterk bijdroeg tot de vertraging van de kredietverlening, blijkt dat de balansrestricties die samenhangen met de verstoorde toegang tot de *wholesale* markt en met de



Bronnen: Federal Reserve Board, ECB.

(1) Nettoprocentages van de antwoorden van de geraadpleegde kredietinstellingen. Die percentages geven weer in welke mate de kredietverleningscriteria werden verstrengd of versoepeld (-).

(2) Nettoprocentages van de antwoorden van de geraadpleegde kredietinstellingen. Die percentages geven weer in welke mate de vraag naar krediet is gestegen of gedaald (-).

(3) Vanaf het eerste kwartaal van 2007 betreft het uitsluitend *prime*-leningen.

liquiditeitspositie van de banken, tijdens de periode 2007-2009 een belangrijke invloed hadden op het verloop van de leningen aan de private sector in het eurogebied⁽¹⁾. Blijkbaar waren de restricties op het gebied van kredietverleningscriteria over het geheel genomen echter meer toegespitst op de tariefvoorwaarden dan op de toegekende volumes. Het toenemende risico op een verstoring van het transmissieproces van het monetair beleid verklaart voor het overgrote deel de niet-conventionele monetairbeleidsmaatregelen die tussen augustus 2007 en medio 2009 door de Federal Reserve en het Eurosysteem werden genomen.

1.1.3 Specifieke beleidsreacties voor soortgelijke uitdagingen

In de eerste stadia van de crisis trachtten de Federal Reserve en het Eurosysteem de verstoorde werking van de geldmarkt snel te verhelpen. Om banken in staat te stellen zich te herfinancieren en de geldmarktrente te stabiliseren, probeerden beide centrale banken vooral te voldoen aan de meer volatiele vraag naar liquiditeit van de banken en aan hun voorkeur voor langerlopende financiering. De

ondernomen acties werden echter grotendeels gesteriliseerd, zodat de omvang van de balans van de centrale banken niet fundamenteel werd beïnvloed.

Ondanks hun gelijklopende uitdagingen namen de Federal Reserve en het Eurosysteem vanaf de eerste stadia van de crisis sterk uiteenlopende maatregelen. Die specifieke aanpak had grotendeels te maken met de verschillen tussen de normale monetairbeleidsvoering van de twee centrale banken. Zo handhaaft het Eurosysteem gewoonlijk een groot liquiditeitstekort, dat het aanzuivert via zijn basisherfinancieringstransacties – ongeveer € 300 miljard gedurende de eerste zeven maanden van 2007 – en zijn driemaands herfinancieringstransacties – ongeveer € 50 miljard tijdens diezelfde periode. Het Eurosysteem aanvaardt bovendien een ruim gamma van activa als onderpand voor zijn herfinancieringstransacties en handelt met een groot aantal tegenpartijen – meer dan 2 000 in totaal. In vergelijking hiermee intervenueert de Federal Reserve doorgaans weinig op de geldmarkt. Vóór augustus 2007 kwamen haar dagelijkse openmarkttransacties zelden boven \$ 10 miljard uit en ze handelt slechts met een twintigtal tegenpartijen – de *primary dealers*. Ze aanvaardt trouwens slechts drie soorten van activa als onderpand voor haar leningstransacties – overheidspapier,

(1) Voor meer informatie, zie Hempell en Kok Sørensen (2010).

schuldbewijzen van door de overheid gesubsidieerde instellingen (GSE's) en *Mortgage-Backed Securities* (MBS) van de GSE's – en enkel de commerciële banken (*depository institutions*) hebben toegang tot haar permanente beleningsfaciliteit (*discount window*).

De in normale tijden beperkte rol van de Federal Reserve bij de liquiditeitsverstrekking noopte deze instelling ertoe nieuwe instrumenten te ontwikkelen en haar monetair beleid vanaf augustus 2007 grondig te wijzigen. Het Eurosysteem, daarentegen, kon dankzij een uitgebreid en flexibel monetairbeleidskader, de eerste spanningen op de geldmarkt voornamelijk opvangen via een aanpassing van het bestaande kader.

De Federal Reserve

Toen de crisis begin augustus 2007 losbarstte, besloot de Federal Reserve bij haar openmarkttransacties hogere bedragen toe te wijzen. De centrale bank besloot bovendien al gauw de looptijd te verlengen en de rente op de *discount window* te verlagen, dit teneinde de toegang tot deze faciliteit aantrekkelijker te maken. Ondanks die renteverlaging bleven de voor deze beleningsfaciliteit in aanmerking komende banken echter terughoudend om er gebruik van te maken, wat te maken had met de stigmatisering die eraan verbonden was. Voorts beperkt het kleine aantal *primary dealers* het vermogen van de Federal Reserve om aan alle instellingen die liquiditeit te verstrekken die ze in een periode van onrust effectief nodig hebben.

Om die belemmeringen voor de herfinanciering van de financiële instellingen uit de weg te ruimen, ontwikkelde de Federal Reserve eind 2007 en begin 2008 nieuwe programma's. Deze zijn voornamelijk bedoeld om de beschikbaarheid van noodfinanciering en financiering op langere termijn voor de *primary dealers* en de *depository institutions* uit te breiden. Tot de voornaamste programma's behoort de *Term Auction Facility* (TAF), die in december 2007 van start ging en die verwant is aan de *discount window*. Ze is gericht op de commerciële banken en ze impliceert met name een vernieuwing omdat ze de anonimiteit waarborgt van de instellingen die er gebruik van maken en omdat ze liquiditeiten verschaft in de vorm van veilingen. In maart 2008 werden nog twee andere nieuwe faciliteiten opgezet. De eerste is de *Term Securities Lending Facility* (TSLF), die de lijst van als onderpand aanvaarde effecten uitbreidt, alsook de looptijd verlengt van het bestaande programma van leningen in de vorm van overheidspapier door de Federal Reserve. Die faciliteit heeft tot doel de spanningen op de gewaarborgde markt te bedaren door het mogelijk te maken weinig liquide geworden effecten tijdelijk om te wisselen tegen

overheidspapier. De tweede faciliteit werd aangenomen in de nasleep van de redding van de bank Bear Stearns. Omdat de *primary dealers* geen toegang hebben tot de *discount window*, besloot de Federal Reserve de *Primary Dealer Credit Facility* (PDCF) te creëren, die bedoeld is om de investeringsbanken een ruimere en directere toegang tot haar liquiditeiten te bieden.

Samen met andere centrale banken heeft de Federal Reserve tevens maatregelen genomen om de spanningen op de in Amerikaanse dollar luidende interbancaire markt wereldwijd te temperen. De meeste buitenlandse banken hebben immers geen toegang tot de faciliteiten van de Federal Reserve en hun geringe depositobasis in dollar maakt ze bijzonder afhankelijk van de interbancaire markt voor de financiering van hun in dollar luidende activa. Om die situatie te verhelpen, kondigde de Federal Reserve in december 2007 deviezenswaps met de ECB en met de Zwitserse centrale bank aan. Dankzij die swapovereenkomsten kunnen deze centrale banken rechtstreeks liquiditeiten in dollar verstrekken aan hun eigen kredietinstellingen.

Naast die operaties om de liquiditeitsverschaffing op te voeren, heeft de Federal Reserve ten slotte een bijzondere rol gespeeld bij de redding van Bear Stearns. Om de overname van deze bank door JP Morgan Chase te vergemakkelijken, heeft ze bijna \$ 30 miljard geleend voor een periode van 10 jaar voor de terugkoop van een effectenportefeuille door een fonds waarin deze effecten worden ondergebracht. De daartoe gecreëerde vennootschap werd Maiden Lane genoemd, naar de naam van de straat die in Manhattan langs de Federal Reserve van New York loopt.

Om de omvang van haar balans niet te beïnvloeden, heeft de Federal Reserve de nieuwe maatregelen grotendeels gefinancierd door overheidspapier te verkopen. Tot september 2008 kan haar beleid aldus worden bestempeld als *credit easing*, in die zin dat enkel de samenstelling van haar balans werd gewijzigd.

Het Eurosysteem

Teneinde de stijging van de geldmarktrente in te perken en de Eonia-rente in de buurt van het belangrijkste leidinggevende rentetarief te handhaven, heeft het Eurosysteem van zijn kant vanaf 9 augustus 2007 op de eerste spanningen gereageerd met een aantal finetuning transacties. Vervolgens heeft het de nieuwe voorkeuren van de banken inzake liquiditeitsverstrekking geaccommodeerd, zonder evenwel zijn monetairbeleidskoers te wijzigen, waarbij tussen de koers en de tenuitvoerlegging van zijn monetair beleid een *separation principle* werd toegepast.

Eenzijds is het Eurosysteem ruimschoots tegemoetgekomen aan de grotere voorkeur van de banken voor langere looptijden, en dit door het aantal en de volumes van zijn herfinancieringstransacties op langere termijn op te voeren. Anderzijds heeft het de maximale duur van zijn langetermijntransacties op zes maanden gebracht, tegen drie maanden voorheen. Teneinde de buitensporige volatiliteit van de daggeldrente Eonia tegen te gaan, heeft het Eurosysteem ten slotte voldaan aan de wens van de banken om hun reserveverplichtingen vervroegd te kunnen nakomen. Het heeft dat gedaan door aan het begin en aan het einde van de reserveaanhoudingsperiodes respectievelijk grotere en kleinere liquiditeitsvolumes te verstrekken (frontloading). Als gevolg van de met de Federal Reserve gesloten swapakkoorden, heeft het Eurosysteem aan de banken van het eurogebied tevens liquiditeiten in dollar verstrekt tegen afgifte van onderpand in euro. De bedragen en de voorwaarden voor die liquiditeitsverstrekking zijn in de loop van de crisis sterk gewijzigd.

Hoewel hieromtrent in de empirische literatuur verschillende opvattingen bestaan, hebben de tussen augustus 2007 en september 2008 door de centrale banken ondernomen acties blijkbaar een aantal gunstige effecten gesorteerd op de risicopremies en op de volatiliteit van de geldmarktrente. Het grote beroep op de verschillende maatregelen is overigens op zich al een bewijs van het belang ervan⁽¹⁾. Hoewel de genomen liquiditeitsmaatregelen de spanningen op de geldmarkt hebben weggenomen, konden ze de onderliggende problemen van de financiële sector, namelijk de blootstelling van tal van instellingen aan 'toxische' activa en de noodzaak om kapitaal op te halen teneinde de verliezen weg te werken, evenwel niet oplossen. Die tekortkomingen werden duidelijk bij de ineenstorting van Lehman Brothers in september 2008.

(1) Voor een overzicht van de empirische studies betreffende de efficiëntie van de door de Federal Reserve en het Eurosysteem genomen maatregelen, zie Cecioni et al. (2011).

Kader 1 – Conventionele monetairbeleidsbeslissingen

De financiële crisis en de daaruit voortvloeiende inzinking van de economische bedrijvigheid noopten de centrale banken ertoe hun leidinggevende rentetarieven sterker dan ooit tevoren te verlagen. Ondanks grotendeels vergelijkbare macro-economische situaties, namen de Federal Reserve en het Eurosysteem tijdens de eerste maanden van de onrust een verschillende houding aan. Door het faillissement van Lehman Brothers besloten beide instellingen evenwel hun rentetarieven snel tot historisch lage niveaus te reduceren.

De Federal Reserve verlaagde als eerste haar basisrentetarieven. Nadat ze de discontovoet in augustus 2007 met 50 basispunten had gereduceerd, zette ze vanaf september 2007 ook de verlaging van het streeftarief voor de fed funds rente in. Tegen de achtergrond van de verslechtering van de economische situatie en ondanks de hoge inflatie, zette de Federal Reserve die politiek voort. Daarbij werd in het voorjaar van 2008 een gecumuleerde vermindering van het streeftarief met 325 basispunten opgetekend. Het Eurosysteem, van zijn kant, liet zijn belangrijkste leidinggevend tarief tijdens diezelfde periode ongewijzigd op 4%, met als argument de stevige economische fundamentals van de economie van het eurogebied en de grote risico's voor de prijsstabiliteit. In het licht van de versnelling van de inflatie als gevolg van de gestage stijging van de energie- en andere grondstoffenprijzen die mogelijk in tweederonde-effecten zou kunnen resulteren – in het verleden sterker aanwezig in het eurogebied – heeft het Eurosysteem er in juli 2008 zelfs voor geopteerd zijn rentetarieven met 25 basispunten op te trekken, ondanks tekenen die wezen op een vertraging van de economische bedrijvigheid.

Die tegengestelde houdingen die de Federal Reserve en het Eurosysteem tijdens de eerste stadia van de crisis aannamen op het vlak van de leidinggevende rentetarieven, waren deels toe te schrijven aan een relatief gunstiger economische context in het eurogebied, maar ook aan verschillen wat hun respectieve doelstelling betrof. Terwijl het Eurosysteem enkel belast is met het handhaven van de prijsstabiliteit, heeft de Federal Reserve een dubbel mandaat en is ze verplicht zich zowel toe te leggen op prijsstabiliteit als op volledige werkgelegenheid. In tegenstelling tot de Federal Reserve, beschikt het Eurosysteem reeds lang over een duidelijke kwantitatieve doelstelling, krachtens welke de inflatie op middellange termijn op minder dan, maar in de buurt van 2% moet worden gehandhaafd. Ongeacht de opdracht van het Eurosysteem, moet worden aangestipt dat de grotere



vastberadenheid van dit laatste om de inflatie te bestrijden ook kan worden toegeschreven aan het feit dat het vrij recentelijk is opgericht en aan de noodzaak om geloofwaardigheid op te bouwen.

Onmiddellijk na de faillietverklaring van Lehman Brothers, veranderde de situatie snel doordat de economische bedrijvigheid ineens stortte en de opwaartse risico's voor de prijsstabiliteit omsloegen in neerwaartse risico's. Een en ander zorgde ervoor dat de beide centrale banken een duidelijk accommoderend monetair beleid gingen voeren. Op 8 oktober 2008 besloten de Federal Reserve, de Bank of Canada, de Bank of England, het Eurosysteem, de Zwitserse nationale bank en Sveriges Riksbank in onderling overleg hun belangrijkste leidinggevende rentetarief met 50 basispunten te verlagen. Voor het Eurosysteem was dit de eerste neerwaartse beweging in een lange reeks, waardoor het belangrijkste leidinggevende rentetarief in mei 2009 een historisch dieptepunt van 1% bereikte. In de Verenigde Staten continueerde de Federal Reserve haar beleid en in december 2008 stelde ze voor de fed funds rente een marge tussen 0 en 25 basispunten vast, wat voor het eerst in de geschiedenis neerkwam op een bijna-nulrentebeleid.

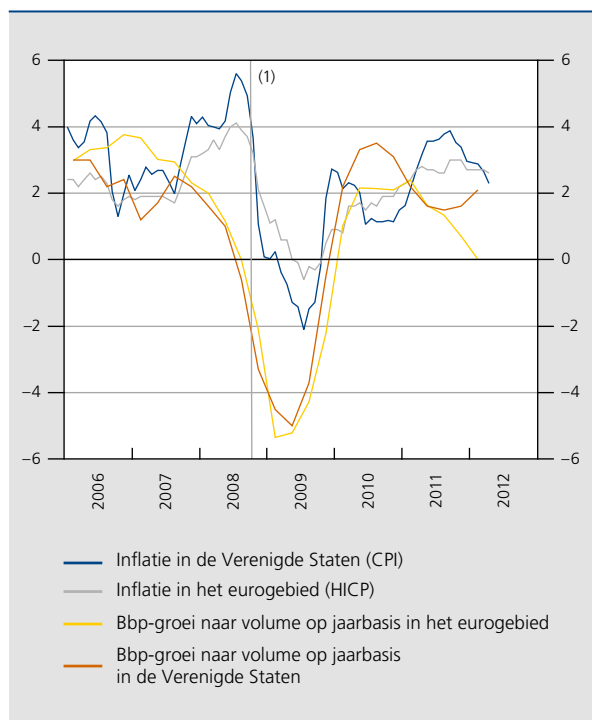
1.2 De periode van financiële paniek en recessie: najaar 2008 – najaar 2009

1.2.1 Financiële paniek en algemene economische crisis

De faillietverklaring van Lehman Brothers luidde zonder meer het begin in van een wereldwijde fase van paniek

en aanzienlijke krimp van de economische bedrijvigheid. Afgezien van het directe of indirecte verlies dat de tegenpartijen van Lehman Brothers leden, gaf het faillissement een duidelijk signaal af aan de financiële markten. Een en ander kwam tot uiting in een bruuske en zeer aanzienlijke herwaardering van de risico's, alsook in een veralgemening van het wantrouwen dat een opdrogende liquiditeit met zich bracht, de moderne versie van bankruns. De in de Verenigde Staten ontstane financiële crisis greep steeds sneller om zich heen door de effecten van de financiële innovatie die de identificatie van de risicodragers bemoeilijkt, alsook door de sterke onderlinge afhankelijkheid van de financiële instellingen wereldwijd. Tegen die achtergrond werd de reële economie volop getroffen: terwijl reeds in de loop van 2008 een aanzienlijke vertraging was opgetekend, stortte de economische bedrijvigheid in het vierde kwartaal van 2008 en begin 2009 in, zowel in de Verenigde Staten als in het eurogebied, dit in samenhang met de spectaculaire krimp van de wereldhandel. De inflatoire druk, die tot dan toe was toegenomen als gevolg van de herhaalde stijgingen van de energieprijzen en de prijzen van de andere grondstoffen, nam tegelijkertijd sterk af, waardoor de centrale banken meer manoeuvreerruimte kregen.

GRAFIEK 4 MACRO-ECONOMISCHE ONTWIKKELINGEN IN DE VERENIGDE STATEN EN HET EUROGEBIED



Bron: Thomson Reuters Datastream.

(1) 15 september 2008: datum waarop Lehman Brothers failliet werd verklaard.

1.2.2 Ommekeer in de monetairbeleidsvoering

Kort na het faillissement van Lehman Brothers, hebben de beide centrale banken hun monetairbeleidsvoering ingrijpend gewijzigd teneinde een actievere rol te spelen als tussenpersoon, marktmaker en *lender of last resort*. Anders dan in de voorgaande periode, werden de nieuw genomen maatregelen niet gesteriliseerd en kwamen ze tot uiting in een aanzienlijke vermeerdering van de omvang van de balansen, bovenop de radicale wijzigingen die in de samenstelling ervan werden aangebracht.

Hoewel de doelstelling om de financiële stabiliteit en de vlotte transmissie van het monetair beleid te vrijwaren nog steeds in hoge mate werd onderschreven, werden de verschillen inzake het soort van ondernomen acties enigszins groter en weerspiegelden ze zowel het eigen karakter van het operationeel monetairbeleidskader als de externe financieringsstructuren van de beide economieën. Aangezien de banksector goed was voor ruim 70 % van de externe financiering van huishoudens en ondernemingen in het eurogebied, spitste het Eurosysteem zijn optreden volledig toe op de banken. Aangezien in de Verenigde Staten 60 % van de externe financiering van de huishoudens en 80 % van die van de ondernemingen afkomstig was van andere financieringsbronnen, breidde de Fed daarentegen haar optreden uit tot andere actoren van de financiële sector. Zo zetten de instorting van de markt van de hypothecaire leningen en van de effectiseringsmarkt in de Verenigde Staten, alsook het ontbreken van manoeuvreerruimte zodra de basisrentetarieven een ondergrens bereikten, de Federal Reserve ertoe aan een beleid tot aankoop van langlopende effecten te voeren, de eerste etappe naar *quantitative easing*.

De Federal Reserve

Na het faillissement van Lehman Brothers constateerde de Federal Reserve snel dat de liquiditeitsverschaffing aan de *primary dealers* en aan de *depository institutions* niet voldoende zou zijn om de paniek die zich van de markten meester had gemaakt, een halt toe te roepen. Tot de financiële instellingen die het zwaarst door de ineerstorting van de activaprijzen en door de opdrogende liquiditeit werden getroffen, behoorden die van het *shadow banking system*, bijvoorbeeld de geldmarktfondsen, de investeringsvehikels en de hedgefondsen. Die instellingen zijn sinds het midden van de jaren tachtig een steeds grotere rol gaan spelen in de financiering van de economie, maar – in tegenstelling tot de *depository institutions* – nemen ze geen deposito's in ontvangst en hebben ze geen toegang tot de liquiditeiten van de centrale bank. Ze vielen echter ten prooi aan hetzelfde wantrouwen en aan dezelfde financiële moeilijkheden als de banken. Om de instorting van het Amerikaans financieel stelsel te voorkomen en de financiering van ondernemingen en huishoudens te ondersteunen, besloot de Federal Reserve derhalve de bestaande programma's uit te breiden en tevens nieuwe instrumenten te ontwikkelen voor andere categorieën financiële instellingen en specifieke marktsegmenten.

Drie programma's hebben een bijzondere rol gespeeld. Het eerste was de op 19 september 2008 aangekondigde *Asset-Backed Commercial Paper Money Market Fund Liquidity Facility (AMLF)*. Krachtens dit programma verstrekke de Federal Reserve leningen aan de banken tegen

afgifte van bij de geldmarktfondsen verworven *Asset-Backed Commercial Paper (ABCP)* van hoge kwaliteit. Die fondsen kwamen na het faillissement van Lehman Brothers onder zware druk te staan en kregen af te rekenen met aanzienlijke opvragingen die hun werking in gevaar brachten. De *AMLF* werd opgezet om hun financiering te vrijwaren door de prijs van de thesauriebewijzen te ondersteunen en door gedwongen verkopen (*fire sales*) te beperken. Het tweede programma, dat een soortgelijk doel nastreefde, was de *Commercial Paper Funding Facility (CPFF)*. Het werd op 7 oktober door de Federal Reserve aangekondigd. Als gevolg van de instorting van de vraag naar thesauriebewijzen vanwege de geldmarktfondsen, verkeerden tal van emittenten in moeilijkheden. De *CPFF* beoogde derhalve deze laatste te ondersteunen door hun een tijdelijke kredietlijn te verstrekken. De *Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF)* werd op 25 november opgezet en was bedoeld om de kredietverlening aan particulieren en kleine ondernemingen te bevorderen door langetermijnleningen te verstrekken tegen afgifte van nieuw uitgegeven *ABS*. De faciliteit werd vervolgens uitgebreid tot *Commercial Mortgage-Backed Securities (CMBS)*. Net als bij de twee voorgaande programma's, werden de leningen hier toegekend op basis van *non-recourse repo's*. Dit soort van transacties zijn niet zonder risico's aangezien de kredietnemer de mogelijkheid werd geboden zijn waarborg op te geven, veeleer dan zijn lening terug te betalen indien de waarde van de waarborg ervan op de vervaldatum van de repo geringer zou zijn.

Naast de nieuwe faciliteiten en de voortzetting van het eind 2007 ingezette beleid van *credit easing*, spitste de Federal Reserve zich eind 2008 ook toe op de aankoop van langlopende effecten. In het licht van de verslechtering van de financieringskosten van de GSE's en de negatieve gevolgen voor de hypotheekmarkt in de Verenigde Staten, kondigde de Federal Reserve in november 2008 een speciaal voor de GSE's bestemd nieuw programma aan voor de aankoop van effecten. De Federal Reserve voorzag toen in de aankoop van schuldpapier van de GSE's ten belope van \$ 100 miljard en van door de GSE's gegarandeerde *MBS* ten belope van \$ 500 miljard. Als gevolg van een nieuwe verzwakking van de economische bedrijvigheid en wegens de povere vooruitzichten op de vastgoedmarkt, breidde de Federal Reserve in maart 2009 haar aankoopprogramma's uit tot respectievelijk \$ 200 miljard en \$ 1,25 biljoen voor de schuld van de GSE's en de door deze laatste gewaarborgde *MBS*. Teneinde de financieringsvoorwaarden van de private sector in het algemeen gunstig te beïnvloeden, kondigde de Federal Reserve in dezelfde periode haar voornemen aan om tijdens de volgende zes maanden ten belope van \$ 300 miljard langlopende Amerikaanse overheidsobligaties aan te kopen. Dit

zou de eerste fase zijn in de overgang naar een zogeheten beleid van *Quantitative Easing (QE1)* of *Large-Scale Asset Purchases (LSAP1)*, dat erin bestond de balansomvang te vergroten, zonder evenwel de kwaliteit ervan in termen van risico te beïnvloeden. Die beslissing werd genomen teneinde het economisch herstel te stimuleren, terwijl de basisrentetarieven de *zero lower bound* hadden bereikt.

Zoals in maart 2008 reeds het geval was geweest voor Bear Stearns, was de Federal Reserve bovendien betrokken bij een aantal reddingsoperaties, bijvoorbeeld die voor AIG in september 2008. Dit optreden leidde tot de oprichting van de fondsen Maiden Lane II en Maiden Lane III. In dezelfde periode werden de deviezenswaps met de ECB en met de Zwitserse centrale bank uitgebreid tot andere centrale banken en werden de bedragen opgetrokken.

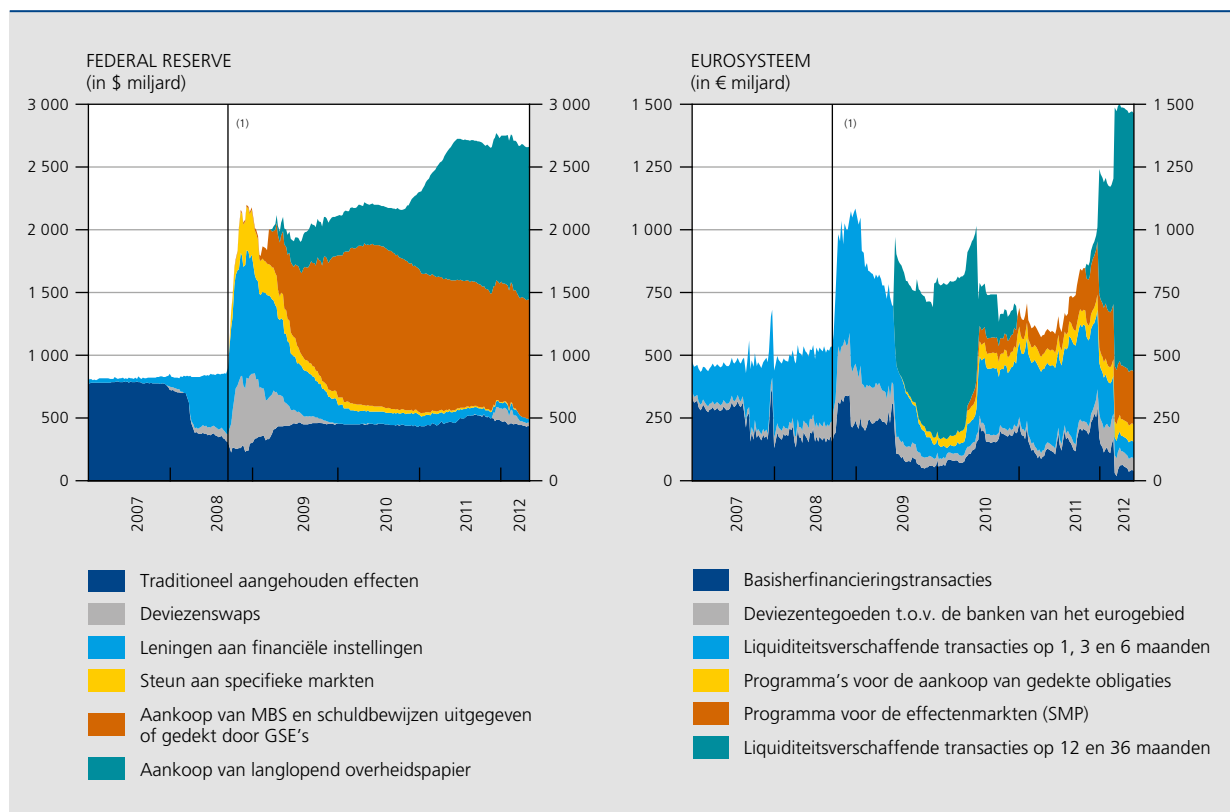
Vanwege de omvang van de ingezette bedragen, kon de Federal Reserve niet langer alle nieuwe transacties steriliseren door overheidspapier te verkopen; de maatregelen die vanaf september 2009 werden genomen, kwamen dan ook tot uiting in een aanzienlijke toename van de balansomvang.

De balans dikte aan van minder dan \$ 900 miljard in augustus 2008 tot \$ 2 100 miljard eind 2009, dat was een toename met 130 %. Hoewel de steunoperaties ten gunste van de financiële instellingen en specifieke markten eind 2008 en begin 2009 het hoofdbestanddeel uitmaakten van de actiefzijde van de balans, boetten ze echter snel aan belang in en werden ze vervangen door effectenaankoopprogramma's. Wat de passiefzijde betreft, vertaalde de sterke groei van de balans van de Federal Reserve zich in een vermeerdering van de deposito's van de Amerikaanse Schatkist, maar vooral in een sterke stijging van de door de banken aangehouden reserves.

Het Eurosysteem

Vanaf oktober 2008 nam het Eurosysteem ook een aantal nieuwe maatregelen die zorgden voor een grondige vernieuwing van zijn operationeel kader. Om te beginnen, hechtte het Eurosysteem zijn goedkeuring aan de onbeperkte liquiditeitsverschaffing, tegen een vast tarief, aan de banken van het eurogebied – nog steeds tegen afgifte van onderpand – en zulks voor alle

GRAFIEK 5 VOORNAAMSTE ACTIVA OP DE BALANS VAN DE FEDERAL RESERVE EN VAN HET EUROSISTEEM
(daggegevens)



Bronnen: Federal Reserve Bank of Cleveland, ECB.

(1) 15 september 2008: datum waarop Lehman Brothers failliet werd verklaard.

herfinancieringstransacties. Dankzij die beslissing konden aan de banken alle gewenste liquiditeiten met zekerheid worden toegekend – zowel inzake rentetarief als inzake hoeveelheid –, wat bijdroeg tot het stabiliseren van de banksector. Voorts breidde het Eurosysteem de lijst van beleenbaar onderpand uit en verlengde het de maximale duur van zijn herfinancieringstransacties tot 12 maanden. Zoals aangekondigd in mei 2009, werden aldus drie transacties met een looptijd van 12 maanden verricht, respectievelijk in juli, september en december 2009. Hoewel dat steeds tegen een vast tarief gebeurde, werd overeengekomen dat het tarief van de transactie van december zou overeenstemmen met het gemiddelde tarief van de basisherfinancieringstransacties over de hele duur van de operatie. Het Eurosysteem voerde eveneens een programma tot aankoop van gedekte obligaties (*covered bonds*) uit ter ondersteuning van een markt die van essentieel belang is voor de financiering van de banken in het eurogebied. In dat kader kocht het tussen juni 2009 en juni 2010 voor in totaal € 60 miljard effecten aan. Tot slot heeft het zijn swaplijnen met de Federal Reserve heropend en met een aantal andere centrale banken swaplijnen opgezet, bijvoorbeeld met de Zwitserse nationale bank, de Bank of England en Danmarks Nationalbank. De akkoorden met de Federal Reserve hebben het Eurosysteem ertoe aangezet om, behalve de liquiditeitsverschaffing in dollar tegen afgifte van onderpand in euro, met de kredietinstellingen van het eurogebied deviezenswaps in euro/dollar af te sluiten. Vanwege het geringe succes van die transacties, werden ze in januari 2009 evenwel stopgezet.

Al deze niet-conventionele monetairbeleidsmaatregelen werden ‘verruimde kredietondersteuning’ genoemd, aangezien ze bedoeld waren om de beschikbaarheid van krediet voor de niet-financiële sector tegen aanvaardbare prijzen te vrijwaren. Vanwege het overwicht van de banken bij de externe financiering van de private sector in het eurogebied, werden de maatregelen voor hen voorbehouden. Ze hebben de intermediatierol van het Eurosysteem aanzienlijk vergroot tegen de achtergrond van ernstige verstoringen op de geldmarkt, wat, net als voor de Federal Reserve, resulteerde in een forse toename van zijn balans. Van augustus 2008 tot eind 2009 steeg deze laatste van ongeveer € 1 450 miljard tot nagenoeg € 1 900 miljard, wat neerkomt op een toename met 38%. Hoewel deze vermeerdering gering lijkt in vergelijking met de stijging van de balans van de Federal Reserve, was de balans van het Eurosysteem vóór de crisis duidelijk groter. De in euro luidende leningen aan de kredietinstellingen stegen gedurende de betreffende periode met ruim 60%, een toename die vooral het gevolg was van een massaler beroep op de transacties inzake liquiditeitsverschaffing op langere termijn. Wat de passiefzijde betreft, vertaalde de forse stijging van de balans zich in een nooit

geziene groei van het beroep op de depositofaciliteit van het Eurosysteem – in het eurogebied de tegenhanger van de bij de Federal Reserve aangehouden overreserves. Voor meer informatie ter zake, wordt verwezen naar het derde deel van dit artikel.

De nieuwe maatregelen die de beide centrale banken na het faillissement van Lehman Brothers namen, bemoeilijkten de interpretatie van de monetairbeleidskoers. Vooral in het eurogebied zorgden de nieuwe maatregelen er immers voor dat de rente op de depositofaciliteit een belangrijker rol ging spelen, voor zover een vergroting van het liquiditeitsoverschot de geldmarktrentes in de buurt van deze rente brengt. De versterkte intermediatierol van de Federal Reserve en het Eurosysteem vergrootte bovendien hun blootstelling aan risico's, hoewel deze laatste gecompenseerd werden door de goedkeuring van striktere maatregelen inzake risicobeheersing, zoals de toepassing van haircuts op waarborgen.

2. Federal Reserve en Eurosysteem zien hun uitdagingen vanaf 2010 steeds meer divergeren

Weliswaar rekening gehouden met de specifieke organisatie van hun respectieve financiële systemen, legden de Federal Reserve en het Eurosysteem tijdens de eerste stadia van de crisis een vrij gelijklopend monetair beleid ten uitvoer, maar daar kwam in de loop van 2010 verandering in. De Federal Reserve hield immers vast aan haar beleid van bijna-nulrente en ze zette steeds meer niet-conventionele beleidsinstrumenten in teneinde een accommodender beleid te kunnen voeren (deel 2.1). Ook het Eurosysteem zag zich genooddaakt, zij het als reactie op het uitbreken van de overheidsschuldencrisis in mei 2010, zijn monetairbeleidsinstrumentarium uit te breiden met een aankoopprogramma voor schuldbewijzen (deel 2.2). Dankzij de verbeterende macro-economische omgeving in het eurogebied werd in de eerste helft van 2011 een ietwat minder accommoderend rentebeleid mogelijk (deel 2.3). De verscherping van de overheidsschuldencrisis tijdens de zomer van 2011, met een voorlopig hoogtepunt in november 2011, vereiste evenwel opnieuw een uiterst accommoderend monetair beleid (deel 2.4).

2.1 Federal Reserve: voortzetting van expansief monetair beleid bij bijna-nulrente

In een macro-economische context van aanhoudend hoge werkloosheid en lage inflatieverwachtingen besloot het Amerikaanse FOMC in de zomer van 2010 de op expansie gerichte monetairbeleidsoriëntatie te continueren en vast

TABEL 1 OVERZICHT VAN DE BELANGRIJKSTE EFFECTENAANKOOPPROGRAMMA'S VAN DE FEDERAL RESERVE

		Financieel actief	Bedrag (in \$)
November 2008	LSAP1	Aankopen schuldbewijzen uitgegeven of gedekt door GSE's	600 miljard
Maart 2009	LSAP1	Aankopen overheidsobligaties Uitbreiden portefeuille schuldbewijzen uitgegeven of gedekt door GSE's	300 miljard tot 1 450 miljard
Augustus 2010		Herinvesteren van op vervaldag gekomen schuldbewijzen uitgegeven of gedekt door GSE's in overheidsobligaties	
November 2010	LSAP2	Aankopen overheidsobligaties	600 miljard
September 2011		Herinvesteren van op vervaldag gekomen schuldbewijzen uitgegeven of gedekt door GSE's in effecten van hetzelfde type	
	Maturity Extension Program	Gelijktijdige aan- en verkoop van respectievelijk langere- en kortetermijn overheidsobligaties voor éénzelfde bedrag	400 miljard

Bron: Federal Reserve.

te houden aan de bijna-nulrente, wat erop neerkwam dat de renteband voor het streeftarief van de federal funds rente tussen 0 en 0,25% gehandhaafd bleef. Voorts besloot het FOMC in augustus 2010 het volume aangehouden schuldbewijzen constant te houden door op vervaldag gekomen schuldbewijzen die waren uitgegeven of gedekt door GSE's, te herinvesteren in overheidspapier. Bovendien werd in november 2010 besloten om tegen het einde van het tweede kwartaal van 2011 voor \$ 600 miljard overheidsobligaties op langere termijn aan te kopen, de zogeheten LSAP2 of QE2.

Als in geval van een bijna-nulrente de monetaire stimulus moet worden versterkt, is er volgens de economische literatuur een uitgebreid gamma van instrumenten beschikbaar⁽¹⁾. Uit de beleidsopties van de Federal Reserve tijdens de afgelopen jaren blijkt een duidelijke voorkeur voor een aantal instrumenten die kunnen worden ingedeeld in drie grote categorieën of kanalen.

Het eerste kanaal is het communicatiekanaal waarlangs wordt getracht de verwachtingen ten aanzien van de toekomstige beleidsrente te sturen teneinde deze in overeenstemming te brengen met die van de centrale bank. De belofte om de beleidsrente laag te houden, sorteert immers een neerwaarts effect op de rendementscurve van de meeste financiële activa, althans in het korte-termijn segment. Indien de centrale bank erin slaagt de renteverwachtingen van de economische subjecten neerwaarts te

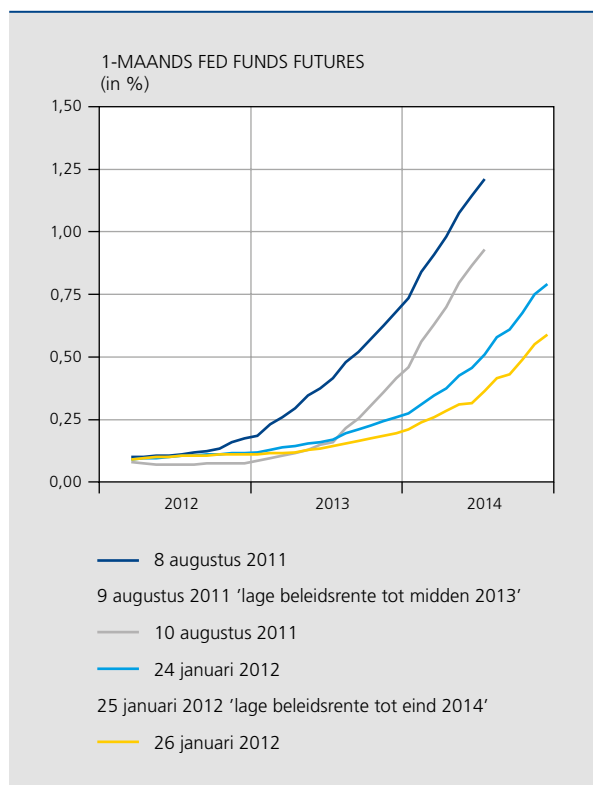
beïnvloeden, kan dit de economische bedrijvigheid eventueel ondersteunen. Het FOMC maakte van dit kanaal gebruik door te stellen dat de rente 'for some time' (december 2008) en 'for an extended period' (maart 2009) op haar uitzonderlijk laag peil zou blijven.

Deze zogenoemde *forward policy guidance* met betrekking tot het te verwachten beleidsrentepad, in casu de handhaving van de status-quo van de beleidsrente tussen 0 en 0,25%, werd vervolgens versterkt door termen zoals 'for some time' en 'for an extended period' te vervangen door een expliciete tijdsaanduiding. De aankondiging zowel in augustus 2011 ('at least through mid-2013') als in januari 2012 ('at least through late 2014') had een duidelijke neerwaartse impact op de verwachtingen ten aanzien van de beleidsrente. Hoewel het gebruik van een expliciete tijdsaanduiding ongetwijfeld bevorderlijk was voor de transparantie van het monetair beleid, geven sommigen er de voorkeur aan deze belofte aan een economische gebeurtenis te koppelen (zie met name Evans (2012)), bijvoorbeeld een daling van de werkloosheidsgraad of een stijging van de inflatie tot een op voorhand afgesproken niveau. Hierdoor zouden de economische subjecten de voorwaardelijkheid van de belofte beter moeten kunnen begrijpen.

In januari 2012 besloot het FOMC een kwantitatieve inflatiedoelstelling in te voeren en het door de FOMC-leden in het vooruitzicht gestelde rentepad te publiceren waarop hun macro-economische projecties zijn gebaseerd. Door een kwantitatieve inflatiedoelstelling in te voeren, sluit de Federal Reserve aan bij een reeds enkele decennia aan

(1) Zie bv. Ball (2012), Stone et al. (2011) en Bernanke en Reinhart (2004).

GRAFIEK 6 FEDERAL RESERVE: FORWARD POLICY GUIDANCE



Bronnen: Thomson Reuters Datastream, Bloomberg, Federal Reserve.

de gang zijnde wereldwijde centralebanktrend inzake beleidsstrategie. Toch handhaaft de Federal Reserve een tweeledig mandaat. Een kwantitatieve doelstelling inzake het nastreven van maximale werkgelegenheid kan echter moeilijk worden verwezenlijkt omdat ze voornamelijk wordt bepaald door niet-monetaire en doorheen de tijd veranderende factoren⁽¹⁾. Door het langeretermijnkarakter van de inflatiedoelstelling en ondanks het behoud van het 'dual mandate' verschilt de Federal Reserve weinig van de andere centrale banken (die alleen maar een doelstelling in termen van inflatie hebben), omdat ook deze centrale banken een 'flexible inflation targeting strategy' hanteren. Het feit dat op prijsstabiliteit wordt gefocust, betekent immers niet noodzakelijkerwijs dat andere centrale banken volkomen ongevoelig zijn voor andere economische overwegingen. Bij zogeheten 'flexible inflation targeting', is er – naast de focus op de hoofddoelstelling (prijsstabiliteit) – op korte termijn ruimte voor andere overwegingen, bijvoorbeeld voor het verloop van de economische bedrijvigheid. Bedoeling daarbij is de eventueel met 'strict inflation targeting' gepaard gaande overdreven volatiliteit in de economische bedrijvigheid en in de nominale rente te voorkómen. Terwijl het nastreven van prijsstabiliteit, enerzijds, en duurzame economische

groei op lange termijn, anderzijds, niet tegenstrijdig zijn, maar integendeel zelfs complementair zijn, kan het monetair beleid op korte termijn immers wel voor dilemma's staan, bijvoorbeeld in geval van aanbodschokken, en is een geleidelijke reactie vaak aanbevolen⁽²⁾.

Voorts besloot het FOMC om bovenop de verwachtingen van de individuele FOMC-leden ten aanzien van de bedrijvigheid, de werkloosheid en de inflatie tevens hun respectievelijk voorziene beleidsrentepad te publiceren, wat bijdraagt tot een nog grotere transparantie en toerekenbaarheid van het monetair beleid. In deze vorm werden de projecties voor het eerst gepubliceerd na de vergadering van 25 januari II. Concreet bevat de publicatie de hypothese van elk FOMC-lid met betrekking tot het niveau van de federal funds rente aan het einde van de komende kalenderjaren en op lange termijn. Naast de diversiteit tussen de verschillende FOMC-leden wat het rentepad betreft, leek deze publicatie op het eerste gezicht in strijd te zijn met het resultaat van die bewuste FOMC-vergadering, namelijk de mededeling dat de beleidsrente tot een flink eind in 2014 laag zou worden gehouden. Deze discrepantie heeft deels te maken met het verschil tussen de renteprojecties van alle FOMC-leden en de renteprojecties van de FOMC-leden met stemrecht tijdens die bewuste vergadering. Bovendien weerspiegelen deze projecties de rentehypothesen van de FOMC-leden aan het begin van de vergadering; ze hoeven derhalve niet noodzakelijkerwijs overeen te komen met de uiteindelijke beslissing na beraadslaging⁽³⁾.

Meer algemeen kan de publicatie van het verwachte rentepad ervoor zorgen dat huishoudens en bedrijven minder onzeker worden inzake hun investeringsbeslissingen. Op basis van de publicatie kan worden uitgemaakt wanneer de FOMC-projecties bijvoorbeeld gewag maken van een inflatiedaling, dit al dan niet te maken heeft met een restrictief monetair beleid. Tegelijkertijd zij beklemtoond dat de gepubliceerde rentehypothesen geen belofte inhouden wat het toekomstig beleidsrentepad betreft. Het rentepad van de FOMC-leden zal immers evolueren naarmate de economische context verandert. Wil een centrale bank de effectiviteit van deze toegenomen transparantie ten volle benutten, dan is het van essentieel belang dat ook de economische subjecten zich van deze voorwaardelijkheid voldoende bewust zijn.

Het tweede kanaal is het wijzigen van de samenstelling van de centralebankbalans. Door het relatieve aanbod te veranderen van een bepaald financieel instrument,

(1) FOMC (2012).

(2) Svensson (1999).

(3) Evans (2012).

bijvoorbeeld overheidsobligaties, kan de centrale bank de prijs van dat instrument immers beïnvloeden. Het derde kanaal is het vergroten van de omvang van de centrale-bankbalans. In dat geval gaat de liquiditeitsverstrekking of de aankoop van financiële activa eveneens gepaard met een verruiming van het aanbod van de centralebankreserves, die in eerste instantie het liquiditeitsrisico in het financieel systeem verkleint. In de praktijk hebben de meeste centrale banken deze beide kanalen gecombineerd teneinde het zogeheten niet-conventioneel monetair beleid zo efficiënt als mogelijk aan te wenden⁽¹⁾.

Het tweede kanaal, namelijk het wijzigen van het relatief aanbod van twee verschillende financiële instrumenten, werd door de Federal Reserve in 2008 aangewend, vóór het uitbreken van de financiële crisis in september van dat jaar (zie deel 1). De centrale bank kon zich daarbij op specifieke financiëlemarktsegmenten richten teneinde er de rente en risicopremies te beïnvloeden opdat de bedrijvigheid er zich zou herstellen. Dankzij de verkoop, door de Federal Reserve, van overheidsobligaties aan tegenpartijen konden deze laatste op de interbancaire markt bovendien vlotter gedekte leningen aangaan. Gaat het enkel om een wijziging van de looptijd van door de Federal Reserve aangehouden overheidsobligaties, bijvoorbeeld het Maturity Extension Program van september 2011, dan is het voornamelijk de bedoeling de helling van de rendementscurve voor overheidsobligaties te wijzigen. Krachtens het Maturity Extension Program worden tot juni 2012 voor \$ 400 miljard overheidsobligaties met een looptijd tussen 6 en 30 jaar aangekocht; daarentegen wordt eenzelfde bedrag aan overheidsobligaties met een looptijd tussen 3 maanden en 3 jaar verkocht, zodat alleen de gemiddelde looptijd van de aangehouden portefeuille overheidsobligaties wordt verlengd. Dit programma kan dus worden vergeleken met de zogenoemde operatie Twist aan het begin van de jaren zestig, die bedoeld was om de rendementscurve te 'twisten' door de lange rente te verlagen en de korte rente ongeveer constant te houden. Meaning en Zhu (2012) schatten dat een verlenging, met één maand, van de gemiddelde looptijd van de portefeuille overheidsobligaties die wordt aangehouden door de Federal Reserve, de tienjaarsrente met 3,4 basispunten doet dalen. Nog volgens deze auteurs kan dankzij het Maturity Extension Program de tienjaarsrente met 85 basispunten worden verlaagd, op voorwaarde dat het volume en de looptijd van de totale uitstaande overheidsschuld ongewijzigd blijven. Het effect kan immers deels teniet worden gedaan, mocht de Amerikaanse Schatkist ertoe besluiten relatief meer schuld op langere termijn uit te geven teneinde profijt te trekken van de lagere rente⁽²⁾.

In de zogeheten effectenaankoopprogramma's van de Federal Reserve worden het tweede en, vooral, het derde

kanaal met elkaar gecombineerd. Deze programma's, beter bekend als het LSAP of het QE, zijn tijdens de recente crisis een belangrijk beleidsinstrument gebleken om de economie van de Verenigde Staten extra monetaire stimuli te verschaffen. Het eerste programma, namelijk LSAP1 (november 2008 en maart 2009), was hoofdzakelijk gericht op het ondersteunen van de hypotheekmarkt, maar voor een deel ook op het beïnvloeden van de rente op overheidsobligaties, een belangrijke benchmark voor de prijszetting van een breed scala aan financiële activa. Aan deze rentebeïnvloeding werd nog kracht bijgezet door een supplementaire aankoop van overheidsobligaties krachtens het LSAP2 (november 2010).

Een programma voor de aankoop van schuldbewijzen door de centrale bank kan, via tal van kanalen, de relevante financiële en macro-economische variabelen beïnvloeden. Uit verschillende studies blijkt een duidelijk aankondigingseffect⁽³⁾. De aankondiging van de aankoopprogramma's bevat immers, naast datgene wat de centrale bank tot dan toe had besloten en meege-deeld, informatie over het toekomstig rentepad. Uit de aankondiging kan bijvoorbeeld blijken dat de macro-economische vooruitzichten slechter zijn dan verwacht. Dit verlaagt op zijn beurt het voorziene beleidsrentepad en kan zelfs de onzekerheid daaromtrent verkleinen⁽⁴⁾. Het aankondigingseffect heeft aldus een neerwaarts effect op de langere rentes. Op basis van de zogeheten *event studies*-methodologie stellen verschillende auteurs vast dat deze aankoopprogramma's een aanzienlijk en significant effect sorteren op de relevante rentes⁽⁵⁾. Vooral het eerste aankoopprogramma LSAP1 had een zware impact op de rente op overheidsobligaties, terwijl het LSAP2 blijkbaar een geringer effect uitoefende.

Belangrijk voor de economische bedrijvigheid is uiteraard de mate waarin deze programma's, naast hun aankondigingseffect, de langere rentes duurzaam neerwaarts beïnvloeden. Dit laatste is mogelijk omdat niet alle financiële activa onderling perfect vervangbaar worden geacht. Door overheidsobligaties aan te kopen, krimpt immers het op de markt beschikbaar aanbod ervan. Omdat bepaalde investeerders een uitgesproken voorkeur tonen om (Amerikaanse) overheidsobligaties aan te houden, zijn ze bereid een hogere prijs te betalen voor de 'schaarse' obligaties, wat erop neerkomt dat ze een lagere rente aanvaarden. Deze theorie van het zogeheten 'portfolio rebalancing channel' vindt haar oorsprong

(1) Voor een bespreking van de omvang en de samenstelling van de centralebankbalans als monetairbeleidsinstrument, zie bijvoorbeeld Borio et al. (2009) of Shiratsuka (2010).

(2) Zie bv. McCauley en Ueda (2009).

(3) Voor een overzicht, zie bv. Cecioni et al. (2011) en BIS (2011).

(4) BIS (2011) en Williams (2011).

(5) Gagnon et al. (2010).

in Tobin's 'portfolio balance'-model of in de 'preferred habitat'-hypothese van Modigliani en Stutch. Volgens deze theorieën zijn er investeerders met een verschillende voorkeur voor verschillende financiële activa, wat de werking van het arbitragemechanisme tussen de verschillende financiële activa beperkt. Hierdoor kan een belangrijke marktdeelnemer, in casu de centrale bank, middels omvangrijke aan- of verkopen het marktaanbod zodanig beïnvloeden dat ook de prijs/rente wijzigt. Zo stellen Gagnon et al. (2010) vast dat een aanzienlijke aankoop van overheidspapier een permanent neerwaarts effect van 10 basispunten kan hebben op de tienjaars rente op Amerikaanse overheidsobligaties, terwijl D'Amico en King (2010) een effect van 67 basispunten optekenen. In sommige studies worden ook de effecten op de macro-economie beoordeeld. Zo noteren Chung et al. (2011) een aanzienlijk opwaarts effect op de bbp-groei, de werkgelegenheid en de inflatie.

2.2 Eurostelsel: eerste fase van de overheidsschuldencrisis

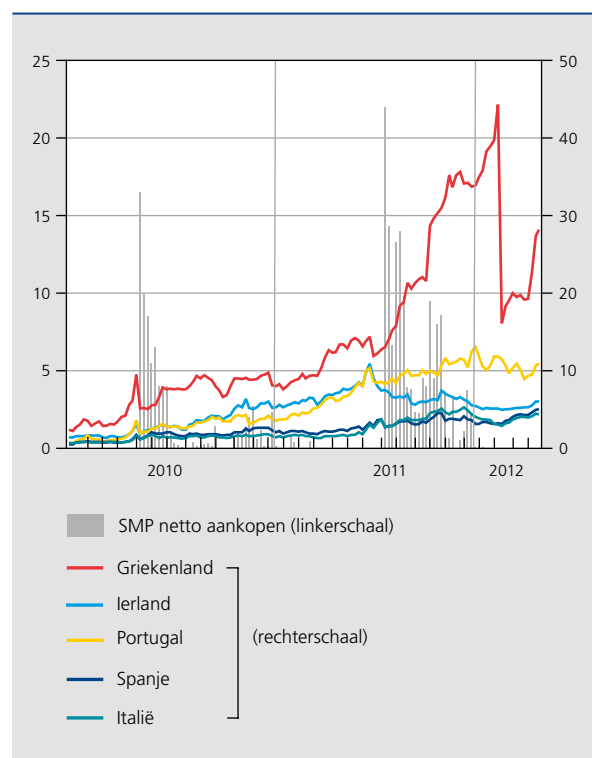
Toen in mei 2010 de markt voor overheidsobligaties in sommige landen van het eurogebied steeds meer ging disfunctioneren, en gelet op de cruciale rol die dit marktsegment in het financieel systeem van het eurogebied speelt, besloot de Raad van Bestuur van de ECB een nieuwe niet-conventionele maatregel te introduceren, te weten het Securities Markets Programme (SMP). Krachtens dit programma kunnen op de secundaire markt effecten worden aangekocht – die werden uitgegeven door zowel de overheid als de private sector –, en dit teneinde de activamarkten opnieuw vlot te laten werken en, derhalve, het mechanisme inzake monetaire transmissie te vrijwaren. De centrale bank kan immers enkel de zeer korte rente rechtstreeks beïnvloeden, terwijl de transmissie van de monetairbeleidsimpuls naar de reële economie via de financiële markten en de bancaire kredietverlening verloopt. In dit proces speelt de markt voor overheidsobligaties via drie kanalen een belangrijke rol, namelijk via het prijs-, het liquiditeits- en het balanskanaal.

De rente op overheidsobligaties beïnvloedt via het prijskanaal de financieringsvoorwaarden voor de economie. Ze fungeert immers meestal als referentierente bij het bepalen van de aan huishoudens en ondernemingen aangerekende rentetarieven. Wanneer de in de rente op overheidspapier vervatte risicopremies waarden bereiken die niet langer te rechtvaardigen zijn omdat de markten niet naar behoren werken, dreigen ze de monetairbeleidstransmissie te verstoren doordat ze opwaartse druk uitoefenen op de financieringskosten in de economie. Het liquiditeitskanaal treedt in werking doordat

overheidspapier de belangrijkste vorm van onderpand is wanneer banken zich op de markt financieren. Als de prijzen voor overheidspapier dalen, worden de banken blootgesteld aan een liquiditeitsrisico omdat ze die waardedaling moeten compenseren door extra onderpand te bieden of door minder te lenen. Droogt de liquiditeit van deze effecten op, dan kan, zoals dat begin mei 2010 het geval was, de interbancaire markt zelfs volledig verlamd raken. Hierdoor wordt de toegang tot marktfinanciering belemmerd en komt de kredietverlening aan de economie in het gedrang. Het balanskanaal, van zijn kant, treedt in werking omdat dalende prijzen voor overheidsobligaties verlies impliceren voor de houders ervan. Dit tast het eigen vermogen van de banken aan, wat deze laatste er kan toe aanzetten minder leningen toe te kennen. Door deze situatie wordt de twijfel over de solvabiliteit van sommige banken bovendien opnieuw groter, wat de financiering van deze banken via de markt verder bemoeilijkt.

Het SMP was voornamelijk bedoeld om het mechanisme inzake monetaire transmissie te handhaven. Er zij dan ook beklemtoond dat de liquiditeitsverschaffing, vanwege de aankopen in het kader van het SMP, op wekelijkse basis

GRAFIEK 7 AANKOPEN IN HET KADER VAN HET SECURITIES MARKETS PROGRAMME EN RENTESPREAD OP TIENJAARS OVERHEIDSOBLIGATIES⁽¹⁾
(in € miljard, in procentpunt)



Bronnen: Thomson Reuters Datastream, ECB.
(1) Spread t.o.v. de Duitse Bund.

integraal wordt geabsorbeerd, dit in tegenstelling tot de meeste effectenaankoopprogramma's van de Federal Reserve krachtens welke ook extra centralebankliquiditeit wordt gecreëerd. De meeste aankopen in het kader van het SMP waren geconcentreerd in mei en juni 2010; het totaal uitstaand bedrag aan aankopen beliep eind juni 2010 € 55 miljard.

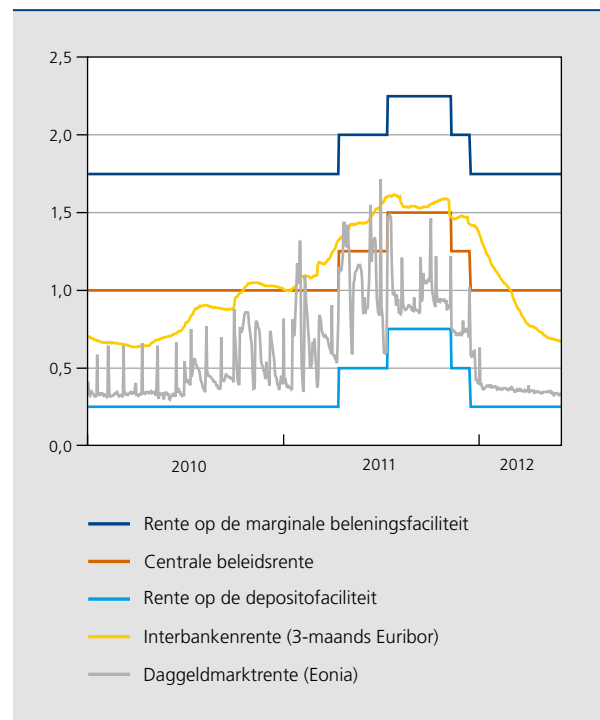
Het is vrij complex om de effectiviteit van het SMP te beoordelen aangezien, om te beginnen, een 'normale' werking van het mechanisme inzake monetaire transmissie nogal moeilijk kan worden samengevat in enkele duidelijke maatstaven of indicatoren en het, vervolgens, vrij problematisch, zo niet onmogelijk, is de exacte bijdrage van een individuele niet-conventionele maatregel te beoordelen tegen de achtergrond van teruglopende prijzen voor overheidsobligaties. Niettemin lijken de effectenaankopen krachtens het SMP een – zij het kortstondig – effect te hebben gesorteerd op het rendement van bijvoorbeeld tienjaars overheidsobligaties. In mei 2010 was dit het geval voor het rendement van de overheidsobligaties in de meeste landen, in het bijzonder Griekenland. Bovendien heeft het programma er mogelijk mee voor gezorgd dat de problemen in een afzonderlijk land niet onbeperkt oversloegen op de andere landen van het eurogebied⁽¹⁾.

2.3 Eurosysteem: licht economisch herstel aan het begin van 2011

In de eerste helft van 2011 herstelde de economische bedrijvigheid zich in het eurogebied, wat aanleiding gaf tot een zeker optimisme ten aanzien van de toekomstige groei. Tegelijkertijd namen de inflatoire spanningen geleidelijk aan toe onder impuls van de hogere prijzen voor energie en andere grondstoffen. Als reactie op de opwaartse risico's voor de prijsstabiliteit tegen de achtergrond van het herstel van de bedrijvigheid, besloot de Raad van Bestuur van de ECB tweemaal de beleidsrente te verhogen. Zo werd het belangrijkste leidinggevende rentetarief, dat bijna twee jaar lang op een historisch laag peil van 1% was gehouden, op 7 april opgetrokken tot 1,25% en op 7 juli tot 1,50%. Hoewel de financiële markten in het eurogebied, en vooral dan de geldmarkt, omstreeks eind 2010, begin 2011 algemeen vlotter gingen functioneren, werd door de Raad van Bestuur besloten de niet-conventionele monetairbeleidsmaatregelen die eind 2010 van toepassing waren, in stand te houden. Aanleiding daartoe waren de aanhoudende verstoringen in bepaalde segmenten van de financiële markten van het eurogebied als gevolg van de overheidsschuldencrisis.

(1) Zie bv. Boeckx en Dewachter (2012).

GRAFIEK 8 BELEIDS- EN GELDMARKTRENTES IN HET EUROGEBIED (in %)



Bronnen: Thomson Reuters Datastream, ECB.

2.4 Eurosysteem: overheidsschuldencrisis en risico op kredietchaarste

Op verschillende markten van de overheidsschuld in het eurogebied nam de spanning in de zomer van 2011 weer toe naar aanleiding van nieuwe ongerustheid over het vermogen van Griekenland om zijn schuld terug te betalen. De rentever verschillen tegenover de Duitse Bund werden voor alle overheidsobligaties groter en Italië en Spanje werden zwaar getroffen, wat een volgende fase inluide in het besmettingsproces van de overheidsschuldencrisis. Deze ontwikkelingen gingen gepaard met een algemene toename van de risicoaversie en met een duidelijke verslechtering van de situatie op de interbancaire markt. Op de geldmarkt werd het rentever verschil tussen de driemaands Euribor en de driemaands OIS weer groter, terwijl in toenemende mate een beroep werd gedaan op de herfinancieringstransacties van het Eurosysteem.

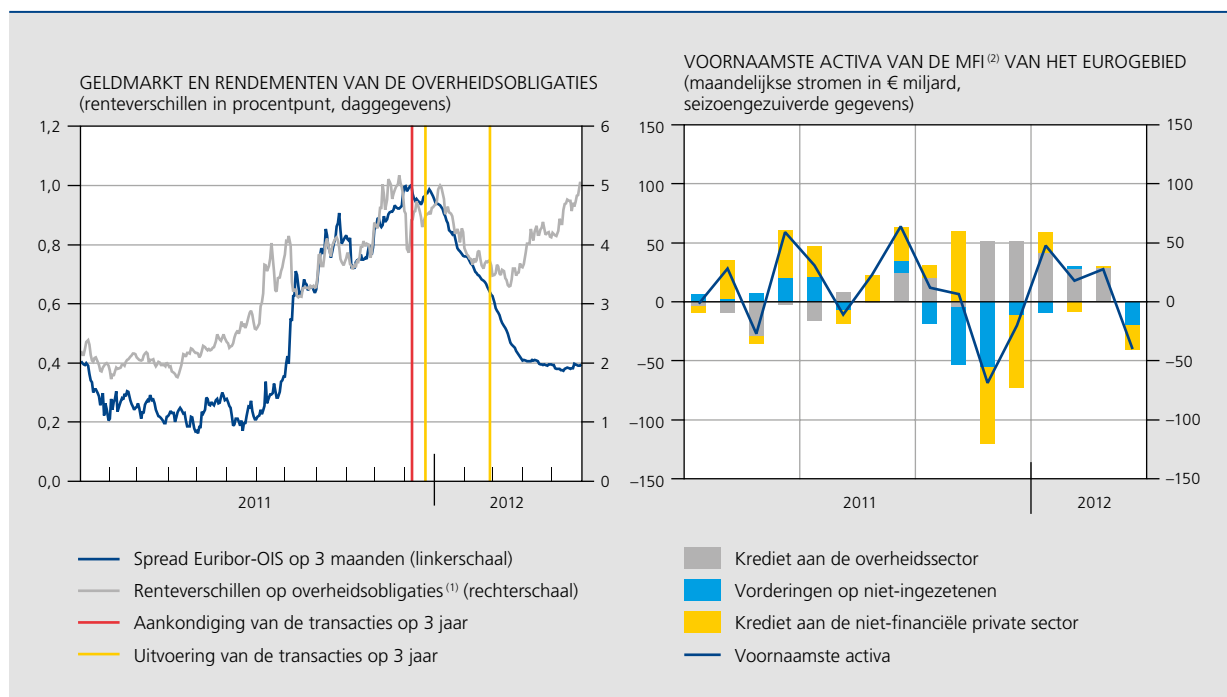
Deze nieuwe beroering, het gevolg van een verergering van de overheidsschuldencrisis, zette de banken ertoe aan hun criteria inzake kredietverlening aan te scherpen en bracht derhalve de goede transmissie van het monetair beleid in het gedrang. In deze context en teneinde de financieringsdruk voor de kredietinstellingen te verlagen,

keurde de Raad van Bestuur van de ECB geleidelijk nieuwe niet-conventionele monetairbeleidsmaatregelen goed. In eerste instantie besloot de Raad om vanaf augustus een nieuwe zesmaands liquiditeitsverstrekking uit te voeren en het SMP te reactiveren⁽¹⁾. Vervolgens kwam de Raad in september overeen drie additionele transacties tot liquiditeitsverstrekking op drie maanden in VS-dollar uit te voeren, dit ter aanvulling van de reeds op weekbasis uitgevoerde transacties op zeven dagen. In oktober werd een nieuw maatregelenpakket goedgekeurd: om de onzekerheid rond de herfinanciering voor de banken nog meer te doen afnemen, besloot de Raad van Bestuur twee transacties tot liquiditeitsverstrekking op langere termijn uit te voeren, de ene met een looptijd van twaalf maanden en de andere met een looptijd van dertien maanden. Bovendien kondigde de Raad aan dat alle herfinancieringstransacties tot medio 2012 zouden blijven verlopen volgens de procedure met volledige toewijzing van alle inschrijvingen en tegen een vaste rente die overeenstemt met het gemiddelde van de centrale beleidsrente voor de wekelijkse herfinancieringstransacties over de hele duur van de transactie. Tot slot werd besloten een tweede programma voor de aankoop van gedekte obligaties op te zetten. Naar verwachting zou voor in totaal € 40 miljard worden aangekocht gedurende een in november 2011 aanvangende periode van een jaar.

Wegens de verslechtering van de economische vooruitzichten en de verwachte vermindering van de opwaartse risico's voor de prijsstabiliteit, verlaagde de Raad van Bestuur van de ECB tijdens zijn vergaderingen van november en december zijn beleidsrentetarieven met telkens 25 basispunten. Door het toenemende risico op een inkringing van de kredietverlening aan de private sector (*credit crunch*), keurde de Raad in december een nieuwe reeks maatregelen goed ter ondersteuning van de liquiditeit van de banken en de kredietverlening aan de economie. Tot de voornaamste aangekondigde maatregelen behoorden de uitvoering van twee herfinancieringstransacties op zeer lange termijn met een looptijd van 36 maanden, de uitbreiding van de als onderpand beleenbare activa voor de leningen van het Eurosysteem en de verlaging, vanaf januari 2012, van het percentage van de reserveverplichting van 2 tot 1%. De transacties op 36 maanden (die op 22 december 2011 en 1 maart 2012 werden uitgevoerd), verstrekten respectievelijk € 489,2 en € 529,5 miljard, voor een totale netto liquiditeitsinjectie van ongeveer € 520 miljard.

(1) Eind mei 2012 beliep het totale bedrag van de door het Eurosysteem in het kader van het SMP aangehouden overheidsobligaties € 212 miljard, tegen € 74 miljard begin augustus 2011.

GRAFIEK 9 OVERHEIDSSCHULDENCRISIS EN RISICO OP RANTSOENERING VAN HET KREDIET IN HET EUROGEBIED



Bronnen: Thomson Reuters Datastream, US Department of Agriculture, ECB.

(1) Rendementsverschillen van de tienjaars overheidsobligaties van België, Spanje, Ierland, Italië en Portugal tegenover de Duitse Bund, gewogen gemiddelde op basis van bbp.

(2) Monetaire financiële instellingen, met uitzondering van het Eurosysteem.

Zoals blijkt uit de resultaten van de enquête naar de bancaire kredietverlening in het eurogebied van april 2012, droegen deze transacties op lange termijn bij tot een vlottere toegang van de banken tot marktfinanciering en tot een verbetering van hun liquiditeitspositie. Daarnaast kwamen zij ten goede aan verschillende overheden, bijvoorbeeld die van Spanje of Italië, die hun financieringskosten gevoelig zagen dalen als gevolg van de aankoop van overheidsobligaties door de banken. Meer algemeen, ten slotte, leidden zij tijdens de daaropvolgende weken tot een duidelijk beter marktsentiment, in het bijzonder op de geldmarkt, zoals blijkt uit de forse verkleining van het renteverskil tussen de driemaands Euribor en de driemaands OIS. In een verslechterde en door een zwakke vraag naar krediet gekenmerkte economische

context vertaalden deze transacties op lange termijn zich echter niet in een merkbare toename van de groei van de leningen aan de private sector. Bovendien waren eind maart de gunstige effecten die ze op de banken hadden gesorteerd, enigszins weggeëbd en in verschillende landen werd de rentespread tegenover de Duitse Bund opnieuw groter. Uit dit alles blijkt dat de liquiditeitsmaatregelen van het Eurosysteem, hoewel zij de banken ademruimte bieden en het mogelijk maken tijd te winnen, niet de plaats kunnen innemen van een kapitaalversterking van de banksector en van een gezond begrotings- en structureel beleid dat de duurzame groei en de stabiliteit van de Europese economie bevordert⁽¹⁾.

(1) Draghi (2012).

Kader 2 – Monetair en begrotingsbeleid

Hoewel de politieke machthebbers aan weerszijden van de Atlantische Oceaan beperkt zijn in hun mogelijkheden om op het vlak van de monetairbeleidsvoering in te grijpen, nemen het Eurosysteem en de Federal Reserve een zeer uiteenlopende houding aan ten opzichte van de aankoop van overheidsobligaties. Dit heeft te maken met de verschillende mandaten van de beide centrale banken en met de voor elk van deze economische zones specifieke institutionele kenmerken. Bovendien heeft de financiële crisis ervoor gezorgd dat de grenzen tussen monetair en begrotingsbeleid enigszins zijn vervaagd.

Onafhankelijkheid en aankoop van overheidspapier

Economische theorieën en empirisch bewijsmateriaal hebben tot de consensus geleid dat de monetair beleidsvoering bij voorkeur aan onafhankelijke instellingen wordt toevertrouwd. Dankzij deze structuur kan de monetairbeleidsvoering immers ver weg worden gehouden van politieke druk om een al te expansief – en dus mogelijk inflatoir – beleid te voeren. Hierdoor ontstaat dan weer een stabielere omgeving, wat bevorderlijk is voor de economische groei en de werkgelegenheid. Vanaf eind jaren zeventig heeft dit onafhankelijkheidsprincipe de denkwijze in de geavanceerde landen geleidelijk bepaald en vond het logischerwijs ingang bij de Federal Reserve en bij de oprichting van het Eurosysteem. Dit ging gepaard met een bevestiging van de prijsstabiliteit als doelstelling en werd concreet omgezet in met name de afschaffing van de monetaire financiering van overheidstekorten en het verbod voor de centrale banken om op de primaire markt overheidsschuldtitels aan te kopen.

Op die manier beperkt de onafhankelijkheid van de centrale banken de mogelijkheid voor laatstgenoemde om overheidspapier aan te kopen, maar in principe verbiedt het dergelijke aankopen niet omdat het hier mogelijkwijs een krachtig macro-economisch instrument betreft. Zowel de Federal Reserve als het Eurosysteem kochten tijdens de crisis overheidsobligaties aan, maar de wijze waarop die aankopen gebeurden en ook de doelstellingen die er werden mee nagestreefd, waren verschillend. Dat had alles te maken met hun uiteenlopende mandaat en met hun specifieke institutionele kenmerken.

In het eurogebied is het de taak van het Eurosysteem de prijsstabiliteit te handhaven. Dat is zijn primaire doelstelling. Bovendien beschikt het Eurosysteem over een zeer sterke mate van onafhankelijkheid. In de eerste plaats heeft zijn onafhankelijkheid een nagenoeg grondwettelijk statuut, in die zin dat ze is opgenomen in het



EU-verdrag dat enkel bij unanimitieit van de lidstaten kan worden gewijzigd. Ten tweede is het Eurosysteem door de structuur eigen aan het eurogebied, aan geen enkele nationale uitvoerende of wetgevende overheid direct verantwoording verschuldigd en kan het geen instructies aanvaarden van welk politieke niveau dan ook. Deze factoren verklaren grotendeels waarom de tot nu toe uitgevoerde aankopen van overheidspapier beperkt werden tot deze binnen het kader van het SMP, met de bedoeling de transmissie van het monetair beleid te vrijwaren in de landen die zich in het middelpunt van overheidsschuldencrisis bevonden.

In de Verenigde Staten is de aan- en verkoop van overheidseffecten het sleutelinstrument van het traditioneel monetair beleid, dit in de vorm van zowel aankopen als transacties met wederinkoop. Het statuut van 'risicovrije' en zeer liquide activa van overheidspapier zorgt ervoor dat het vrijwel het enige actief is dat de Federal Reserve doorgaans in portefeuille heeft en dat zij in het kader van haar dagelijkse transacties inzake liquiditeitsverstrekking aanvaardt. Bovendien gelast het tweeledige mandaat van de Federal Reserve deze laatste veel duidelijker de economie aan te zwengelen wanneer de situatie dat vereist. De aanhoudend zwakke economische bedrijvigheid en het bodempeil van de beleidsrente verklaren dan ook waarom de Federal Reserve in de loop van de crisis massaal overheidspapier heeft aangekocht. Tot slot zij opgemerkt dat de Federal Reserve onafhankelijk is 'binnen de regering'. Dit blijkt uit het feit dat het Amerikaans Congres het beheer van het monetair beleid in de Verenigde Staten delegeert aan de Federal Reserve. Hoewel deze laatste financieel en inzake besluitvorming onafhankelijk is, dient ze derhalve officieel wel verantwoording af te leggen aan het Congres, dat bevoegd is om, desgewenst, de statuten en de omvang van de verantwoordelijkheden van de centrale bank via wetgeving te wijzigen. Er wordt bovendien van uitgegaan dat de Federal Reserve handelt in 'overeenstemming met de door de regering opgestelde algemene doelstellingen van het economisch en financieel beleid'. Deze institutionele kenmerken, in combinatie met de eenheid van het begrotingsbeleid in de Verenigde Staten, doen sommigen oordelen dat de Federal Reserve blootgesteld is aan een zekere mate van politieke druk, vooral als er nieuwe verkiezingen op til zijn.

Monetair beleid en begrotingsbeleid in de context van de financiële crisis

Zowel in de Verenigde Staten als in het eurogebied heeft het samengaan van een zware financiële crisis en grote budgettaire onevenwichtigheden enige verwarring gezaaid over de grenzen van het monetair beleid en over de rol van de centrale bank, meer bepaald wat de relatie van deze laatste met het begrotingsbeleid betreft.

Eenzijds hebben de centrale banken, vanwege de crisis, maatregelen genomen die het onderscheid tussen monetair beleid en begrotingsbeleid hebben vervaagd. Zo is de Federal Reserve in programma's gestapt ter ondersteuning van bepaalde markten zoals deze van de thesauriebewijzen of de ABS. Ze kocht ook activa aan zoals schuldbewijzen van GSE's en MBS ter ondersteuning van de vastgoedmarkt. Tot slot was de Federal Reserve in hoge mate betrokken bij de redding van Bear Stearns en van AIG en heeft ze massaal overheidspapier aangekocht. In het eurogebied ging het Eurosysteem van zijn kant van start met twee aankoopprogramma's voor gedekte obligaties en met een programma voor de effectenmarkten, dat leidde tot de aankoop van overheidseffecten op de secundaire markt. Daarnaast ondersteunden de nationale centrale banken van het eurogebied op eigen kracht verschillende kredietinstellingen in het kader van de dringende liquiditeitsbijstand (*Emergency Liquidity Assistance of ELA*). Sommige van de tijdens de crisis ondernomen acties wijzigden aldus de kredietallocatie tussen de marktsegmenten en bevooroordeelden of benadeelden bepaalde economische actoren. Bovendien impliceerden de meeste maatregelen, zowel via de seigniorage-opbrengsten als via eventuele kapitaalverliezen, risico's voor de overheidsfinanciën van de staten, risico's die weliswaar beperkt bleven door met name de toepassing van haircuts. Bovendien is het feit dat de centrale banken zich op een terrein begeven dat dicht aanleunt bij het begrotingsbeleid, niet zonder gevaar voor henzelf. Zodra zij zich op het domein van het begrotingsbeleid bevinden, zouden ze immers gemakkelijker onder druk kunnen komen te staan van de private sector, de financiële markten of de regeringen om hun balans actief te blijven aanwenden en op die manier een politiek ingrijpen overbodig te maken⁽¹⁾. Een dergelijke situatie kan, indien ze aanleiding geeft tot

(1) Plosser (2012).



minder begrotingsdiscipline, *moral hazard* veroorzaken. Bovendien verhoogt ze het risico dat het budgettaire beleid de bovenhand krijgt op het monetair beleid, wat een potentiële bedreiging vormt voor de onafhankelijkheid en de geloofwaardigheid van de centrale bank, vooral in geval van monetisatie van de verliezen of van de overheidsschuld.

Anderzijds heeft de noodzaak tot het oplossen van de financiële problemen waar tal van staten mee te kampen hadden en tot het tegelijkertijd aanzwengelen van de economische bedrijvigheid, aanleiding gegeven tot nieuwe discussies over de doelstellingen en de rol van de centrale banken. Zo werd er geargumenteed tegen de aan de centrale banken en inzonderheid aan het Eurosysteem opgelegde strikte doelstelling van prijsstabiliteit. Sommigen beschouwen het toestaan van een hoger inflatieniveau als een efficiënte manier om de economie weer op gang te brengen. De ter zake geopperde argumenten variëren van de reële waardevermindering van de overheids- en private schuld tot een groter reactievermogen van de centrale banken in tijden van crisis⁽¹⁾. Anderen zijn er voorstander van dat het Eurosysteem echt zou fungeren als *lender of last resort* ten voordele van de staten⁽²⁾. Alhoewel het Eurosysteem reeds liquiditeit heeft verschaft op sommige overheidsobligatiemarkten om de werking van het monetairtransmissiemechanisme te vrijwaren, toen die markten plots onder druk kwamen te staan, bepleiten deze voorstanders een onbeperkte tussenkomst van die aard. Deze beide mogelijkheden doen evenwel vragen rijzen in die zin dat zij het pad effenen voor een monetisatie van de overheidsschuld en mogelijkere wijs voor het ontstaan van een inflatoire spiraal. Op die manier vormen zij een potentieel gevaar voor de onafhankelijkheid en de geloofwaardigheid van de centrale banken. Tegen die achtergrond is het veelbetekenend dat de Federal Reserve zich in januari 2012 – voor het eerst in haar bestaan en tegen bepaalde visies in – op lange termijn een inflatiedoelstelling van 2 % heeft gesteld.

De omvang van de crisis en het snelle verloop van de gebeurtenissen rechtvaardigen grotendeels de ongekeerde uitbreiding van de centralebankactiviteiten tijdens de afgelopen jaren. Dankzij de genomen maatregelen kon worden vermeden dat het financieel systeem zou ineenstorten en kon de economische bedrijvigheid worden aangezwengeld, terwijl tegelijkertijd de inflatieverwachtingen stevig verankerd bleven. Er dient evenwel voor ogen te worden gehouden dat ook het monetair beleid zijn grenzen heeft. Hoewel de crisis tot een herziening van de macro-economische beleidsvoering noopt, is – tegen de achtergrond van een historisch hoge overheidsschuld – waakzaamheid geboden in verband met mogelijke ontsporingen. De onafhankelijkheid van de centrale banken draagt bij tot hun geloofwaardigheid. Het is dus van fundamenteel belang dat dit essentiële principe voor de stabiliteit en welvaart van de economie door de crisis niet zomaar van tafel wordt geveegd.

(1) Blanchard et al. (2010).

(2) De Grauwe (2011).

3. Belangrijke uitdagingen voor het monetair beleid

Het tijdens de laatste jaren ten uitvoer gelegd monetair beleid toont duidelijk de talrijke uitdagingen waarvoor de beleidsmakers zich geplaatst wisten. Vooral de impact van het niet-conventioneel monetair beleid was en is nog steeds vrij onzeker. Het is evenwel een feit dat het monetair beleid in de Verenigde Staten en in het eurogebied er fundamenteel heeft toe bijgedragen dat het financieel en economisch systeem niet volledig in elkaar is gestort. Tegelijkertijd mogen de door het ten uitvoer gelegd monetair beleid gecreëerde risico's en supplementaire uitdagingen niet uit het oog worden verloren. In dit deel wordt dieper ingegaan op een drietal uitdagingen.

Ten eerste, het voeren van een monetair beleid met een omvangrijke centralebankbalans en een aanzienlijk liquiditeitsoverschot. Ten tweede, omgaan met heterogeniteit in het eurogebied op het vlak van zowel het transmissiemechanisme als de macro-economische vooruitzichten. Ten derde, voorkómen dat een uitzonderlijk expansief monetair beleid ongewenste neveneffecten zou sorteren.

3.1 Monetair beleid met een groot liquiditeitsoverschot

Tot dusver werden de effecten van het niet-conventioneel monetair beleid hoofdzakelijk geanalyseerd in termen

van de actiefzijde van de centralebankbalans. Recentelijk is de aandacht evenwel verschoven naar de passiefzijde, vooral sedert de forse toename van de balans van het Eurosysteem als gevolg van de driejaars herfinancieringsoperaties. Er rijzen immers steeds meer vragen over de omvang van het liquiditeitsoverschot en over de mogelijke impact daarvan op de geldgroei, de kredietverlening en, uiteindelijk, de inflatie.

De toename van de passiefposten is een automatisch gevolg van de beleidsacties aan de actiefzijde waarmee de centrale banken tijdens de crisis ondersteuning boden aan de financiële markten, de financiële instellingen en/of de monetairbeleidstransmissie. Telkens de centrale banken extra liquiditeit verschaffen, hetzij via herfinancieringsoperaties, hetzij via effectenaankopen, wordt het overeenstemmende bedrag gecrediteerd op de rekening-courant van de tegenpartij. Terwijl een individuele bank haar liquiditeitsoverschot kan afbouwen door bijvoorbeeld kredieten te verlenen, geldt dat niet voor het banksysteem als geheel. Ongeacht hoeveel keer het centralebankgeld door de banken wordt uitgeleend of gebruikt om effectenaankopen te verrichten, het liquiditeitsoverschot in het banksysteem als geheel blijft onveranderd. Het liquiditeitsoverschot wordt dus duidelijk zogoed als volledig

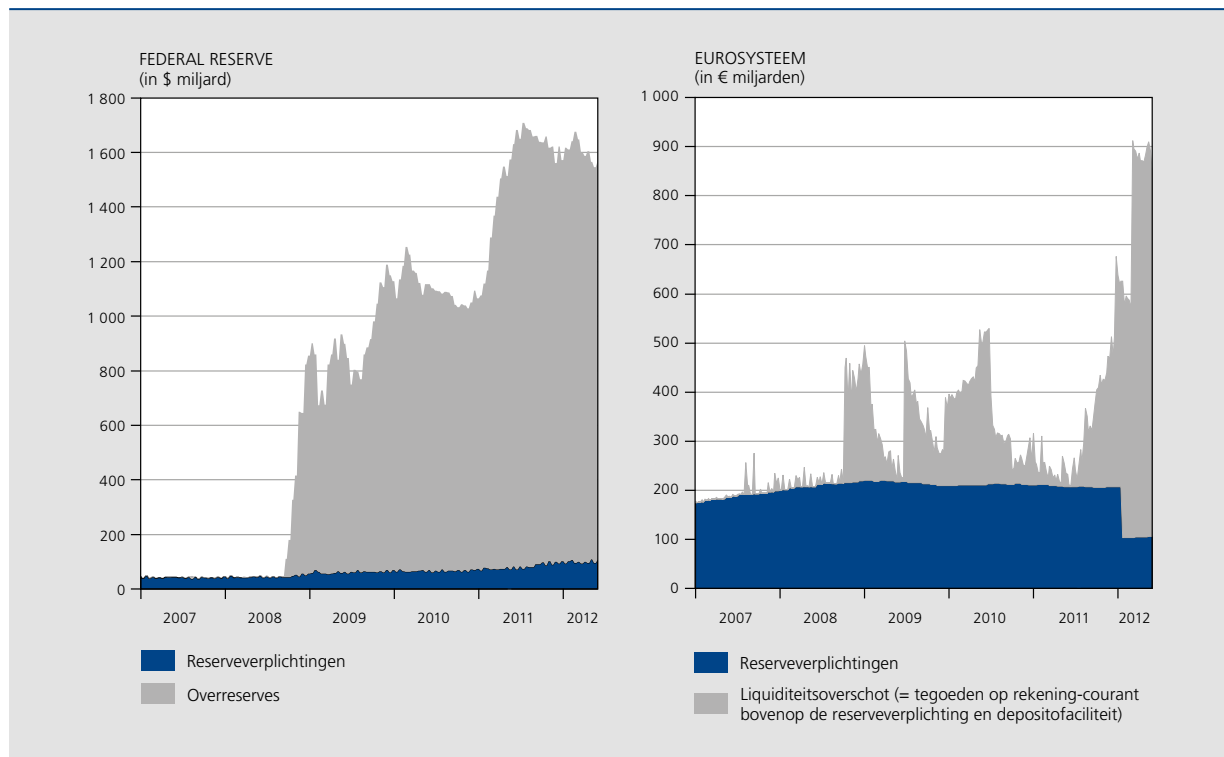
bepaald door de acties van de centrale bank zelf⁽¹⁾. Bij de Federal Reserve nemen die acties hoofdzakelijk de vorm aan van reserves die worden aangehouden door de *depository institutions*. In het Eurosysteem wordt het liquiditeitsoverschot slechts in zeer beperkte mate op de rekening-courant aangehouden, waar geen rente op wordt betaald, terwijl het overgrote deel van het liquiditeitsoverschot wordt verplaatst naar de depositofaciliteit, die wordt vergoed⁽²⁾.

Om het verband te begrijpen tussen de bancaire kredietverlening, enerzijds, en het liquiditeitsoverschot, anderzijds, is het zaak het liquiditeitsoverschot te beschouwen als één van de vele actiefposten op de balans van een commerciële bank. Het aanhouden van deze activapost moet derhalve niet worden beschouwd als ongewenst, maar eerder als het resultaat van een risico/rendementsoverweging. Een centralebankreserve is een uiterst liquide risicoloos actief dat wordt vergoed tegen een lage rente (ofwel de 'interest on reserves' in de Verenigde Staten

(1) Uitzonderingen hierop zijn wijzigingen in de autonome factoren waar de centrale bank geen rechtstreekse invloed op uitoefent, zoals wijzigingen in de vraag naar bankbiljetten, in de overheidsdeposito's of in het maandelijks uitstaand bedrag aan verplichte reserves.

(2) Voor meer informatie omtrent het liquiditeitsoverschot in het Eurosysteem en het gebruik van de depositofaciliteit zie Boeckx en Ide (2012).

GRAFIEK 10 LIQUIDITEITSOverschOT IN DE VERENIGDE STATEN EN IN HET EUROGEBIED
(geselecteerde passivabalansposten)



Bronnen: Federal Reserve, ECB.

ofwel de rente op de depositofaciliteit in het eurogebied, op dit ogenblik allebei 0,25%). Dat deze omvangrijke liquiditeitsoverschotten niet resulteren in een ongebreidelde kredietverlening (of dat, volgens de traditionele handboeken, de geldmultiplicator laag blijft) heeft dan ook te maken met het feit dat de opportuniteitskosten verbonden aan het aanhouden van deze liquiditeitsoverschotten, te laag zijn. De banken houden met andere woorden liever een risicoloos uiterst liquide actief met een rendement van 0,25% aan, eerder dan dat ze aan een bedrijf of huishouden een lening zouden toekennen of dat ze een hogere rentend actief zouden aankopen. Deze bereidheid om in de huidige macro-economische en financiële context een risicoloos laagrentend actief aan te houden, blijkt ook uit de lage rendementen op bijvoorbeeld Duits overheidspapier waarmee investeerders, die meestal geen toegang hebben tot de centralebankfaciliteiten, genoegen nemen.

In de huidige financieel-economische context, en in het bijzonder in het eurogebied, is het risico van een 'credit crunch' en een 'overpricing' van risico zelfs groter dan dat van een ongecontroleerde kredietexpansie. Het liquiditeitsoverschot hoeft dan ook niet meteen gepaard te gaan met sterke opwaartse inflatierisico's. Mochten de opportuniteitskosten verbonden aan het aanhouden van het liquiditeitsoverschot voor de banken echter dermate oplopen dat deze laatste de samenstelling van hun activa wensen te wijzigen door kredieten te verlenen of andere activa aan te kopen met al te sterke opwaartse inflatoire risico's tot gevolg, dan kan de centrale bank het beleid verkrappen. Zodoende zien de banken de opportuniteitskosten die verbonden zijn aan het aanhouden van het liquiditeitsoverschot, opnieuw dalen.

Het is in deze context dat het belang van de invoering, in oktober 2008, van de 'interest rate on reserves' moet worden geplaatst. Deze rente is in feite het equivalent van de rente op de depositofaciliteit van het Eurosysteem. Terwijl voordien de daggeldrente (de fed funds rente) in geval van aanzienlijke overreserves in de Verenigde Staten naar nul zou hebben getendeerd, fungeert deze rente op overreserves thans in principe als ondergrens⁽¹⁾. In tegenstelling tot wat werd verwacht, vormt deze rente evenwel geen absolute bodem, aangezien heel wat financiële instellingen geen toegang hebben tot het systeem van vergoede reserves en de noodzakelijke arbitrage niet heeft plaatsgevonden. Deze ondergrens is vooral van belang wanneer de centrale bank in het kader van de macro-economische context een renteverhoging noodzakelijk acht.

(1) In tegenstelling tot wat werd verwacht, vormt deze eerste evenwel geen absolute bodem, aangezien heel wat financiële instellingen geen toegang hebben tot het systeem van vergoede reserves en de noodzakelijke arbitrage niet heeft plaatsgevonden.

Uit wat voorafgaat, blijkt dus dat niet de omvang, maar veeleer de prijs, te weten de rente, van het liquiditeitsoverschot bepalend is voor het effect op de kredietverlening, de reële economie en de inflatie. Een uitzondering hierop is de impact die de omvang van het liquiditeitsoverschot binnen de rentecorridor kan hebben op de daggeldmarktrente. In het eurogebied is deze impact duidelijk sedert de invoering van het stelsel van volledige toewijzing tegen een vaste rente in de herfinancieringsoperaties waarbij de vraag van de banken naar centralebankliquiditeiten volledig wordt ingewilligd. Bij een zeer groot liquiditeitsoverschot leunt de daggeldmarktrente dicht aan bij rente op de depositofaciliteit, zoals duidelijk het geval was tussen juni 2009 en juni 2010 en opnieuw vanaf eind december 2011 (zie grafiek 8). Dit was blijkbaar veel minder het geval in periodes dat het liquiditeitsoverschot onder € 100 à 200 miljard bleef. Voor zover het verschil tussen de daggeldmarktrente en de centrale beleidsrente wordt doorberekend in de overige rentetarieven, sorteert dit dus hoe dan ook een effect op de monetairbeleidsoriëntatie. Om de mogelijkerwijs inflatoire impact daarvan te counteren, kan de corridor worden vernauwd of kunnen de liquiditeitsoverschotten worden geabsorbeerd door bijvoorbeeld termijndeposito's aan te bieden tegen een hogere rente dan die op de depositofaciliteit.

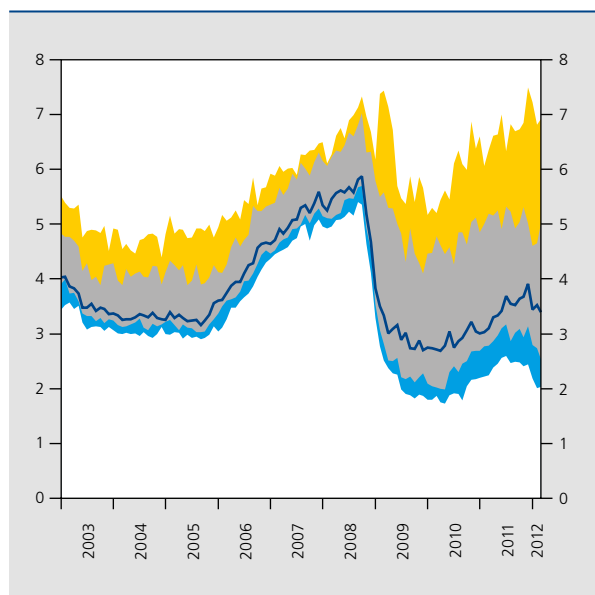
3.2 Heterogeniteit in het eurogebied

3.2.1 Asymmetrische monetairbeleidstransmissie

De huidige financiële crisis, in het bijzonder de overheidsschuldencrisis, heeft binnen het eurogebied de heterogeniteit langs de nationale staatsgrenzen beklemtoond, zo niet versterkt, in de mate dat de binnenlandse banksector verweven was met de nationale overheid. Dit heeft geleid tot een grotere heterogeniteit in de monetairbeleidstransmissie, zoals bijvoorbeeld blijkt uit de toegenomen rentedispersie voor een lening aan de niet-financiële ondernemingen in de verschillende landen van het eurogebied. Terwijl de maximale dispersie vóór de crisis rond 2 procentpunt schommelde, is ze sinds het uitbreken van de crisis opgelopen tot 4 à 5 procentpunt. Bovendien is de dispersie zowel naar boven als naar onder toe groter geworden. Zo stond die rente in de eerste maanden van 2012 in landen zoals België, Nederland, Oostenrijk en Duitsland op minder dan 3%, terwijl ze in Portugal en Cyprus opgelopen was tot meer dan 6%.

Deze toegenomen dispersie kan te maken hebben met verschillende factoren. Zo worden de financieringskosten voor de banken – bijvoorbeeld depositorentes alsook de rente die banken moeten aanbieden voor het uitgeven van eigen schuldbewijzen – steeds meer gekenmerkt door

GRAFIEK 11 MFI-RENTES IN DE LANDE VAN HET EUROGEBIED: LENINGEN AAN NIET-FINANCIËLE ONDERNEMINGEN
(in %, kwartielen, alle looptijden)



Bronnen: ECB, NBB.

verschillen tussen de landen van het eurogebied. Ook de toegang tot marktfinanciering verloopt in sommige landen van het eurogebied moeizamer dan voorheen, wat op zijn beurt bijdraagt tot hogere financieringskosten. Willen de banken hun winstgevendheid op peil houden, dan zijn ze genoodzaakt een en ander door te berekenen in de rente voor kredietverstrekking.

Tegenover deze heterogeniteit in de monetairbeleidstransmissie van de respectieve landen heeft het Eurosysteem zogeheten niet-conventionele beleidsmaatregelen genomen. Naast het aankopen van effecten in het kader van het SMP, is de belangrijkste maatregel ongetwijfeld de invoering, in oktober 2008, van de volledige toewijzingsprocedure tegen vaste rente. Deze procedure heeft ervoor gezorgd dat alle banken (tegenpartijen) in het eurogebied zich kunnen financieren tegen de beleidsrente, op voorwaarde dat ze over voldoende onderpand beschikken. Toen de Raad van Bestuur op 8 december 2011 besloot twee driejaars herfinancieringsoperaties aan te bieden, werd deze zekerheid voor een langere periode geboden. Bovendien besloot de Raad van Bestuur de lijst van de activa die werden aanvaard als onderpand voor de leningen van het Eurosysteem uit te breiden, dit door de vereiste minimale rating voor bepaalde effecten met activa als onderpand (Asset-Backed Securities – ABS) te verlagen en de nationale centrale banken toe te staan bancaire

leningen die beantwoorden aan specifieke criteria, als onderpand te aanvaarden. Tevens werd het percentage voor de reserveverplichtingen verlaagd van 2 tot 1 % vanaf de reserveaanhoudingsperiode van 12 januari 2012. Hierdoor verminderde de geconsolideerde liquiditeitsbehoefte van de kredietinstellingen en kwam een gedeelte van de als onderpand voor de leningen van het Eurosysteem gebruikte activa vrij.

3.2.2 Macro-economische divergentie

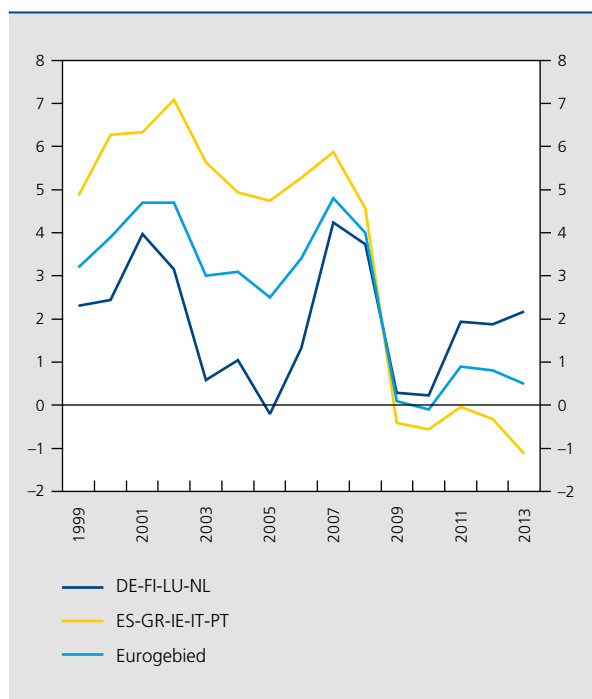
Het monetair beleid van het Eurosysteem wordt niet enkel geconfronteerd met heterogeniteit in de monetairbeleidstransmissie, maar ook in de macro-economische ontwikkelingen. Vooral in Ierland en Griekenland, maar ook in Italië, Portugal en Spanje blijven de economische groeivoorzichten slechter dan die in Duitsland, Finland, Luxemburg en Nederland, in het bijzonder Duitsland. Dit vertaalt zich op zijn beurt in verschillen op het vlak van binnenlandse inflatie, gemeten als de HICP-inflatie ongerekend energie en voedingsmiddelen. Deze divergentie kan worden geïllustreerd aan de hand van een synthetische maatstaf, namelijk een normatieve Taylor Rule⁽¹⁾. Deze laatste geeft een aanduiding van de gewenste beleidsrente in het licht van de inflatie en de groei van de bedrijvigheid. De gewenste rente, in nominale termen, wordt in deze oefening immers gelijkgesteld met de nominale evenwichtsrente (dat is de som van de reële evenwichtsrente en de inflatiedoelstelling) gecorrigeerd voor de afwijking ten opzichte van respectievelijk de inflatiedoelstelling en het potentieel niveau van de bedrijvigheid⁽²⁾. Zo blijkt dat de gewenste beleidsrente in de groep van landen waar de bank- en overheidsbalansen relatief gezond zijn gebleven (Duitsland, Finland, Luxemburg en Nederland), momenteel hoger ligt dan in de landengroep waar dat niet het geval is (Italië, Spanje, Portugal, Ierland en Griekenland). Voor het eurogebied als geheel schommelt de gewenste beleidsrente volgens deze maatstaf momenteel tussen 0,5 en 1 %, wat in lijn is met de huidige rentestand.

Aangezien het monetair beleid van het Eurosysteem gericht is op het behoud van prijsstabiliteit in het eurogebied als geheel, beoordeelt de Raad van Bestuur de monetairbeleidsoriëntatie ook voor het eurogebied als geheel. Nationale ontwikkelingen maken deel uit van de beschikbare informatie op basis waarvan de monetairbeleidsbeslissingen worden genomen, maar deze laatste zijn

(1) Zie Taylor (1993).

(2) Het meten van het potentieel niveau van de bedrijvigheid is, zeker sinds de recente recessie, met heel veel onzekerheid omgeven. Het exact niveau van de door een normatieve Taylor Rule voorgeschreven gewenste beleidsrente dient derhalve met de nodige omzichtigheid te worden geïnterpreteerd. Toch mag worden gesteld dat alternatieve maatstaven om de economische bedrijvigheid te meten, de bevinding van een aanzienlijke divergentie binnen het eurogebied niet zouden logenstraffen.

GRAFIEK 12 NORMATIEVE TAYLOR RULE⁽¹⁾



Bronnen: OESO Economic Outlook December 2011, berekeningen van de NBB.

(1) De normatieve Taylor Rule werd berekend als $i_t = R^*_t + \pi^* + 1.5(\pi_t - \pi^*) + 0.5(\text{output gap}_t)$. R^*_t = reële evenwichtsrente benaderd door de potentiële groei in jaar t , π_t = HICP-inflatie ongerekend energie en voedingsmiddelen, π^* = inflatiedoelstelling = 1,9%. De landengroepen zijn gewogen aan de hand van het bbp. DE-FI-LU-NL zijn goed voor ongeveer 37% van het bbp van het eurogebied, ES-GR-IE-IT-PT voor ongeveer 34%.

nooit op maat van een enkel land. Ook in het verleden was er in het eurogebied een grote macro-economische divergentie, zij het dat de relatieve positie van de landengroepen het spiegelbeeld vormde van de huidige situatie. Ook toen werd het monetair beleid gevoerd tevens vanuit het oogpunt van het eurogebied als geheel, hoewel in de periode 2002-2007 de volgens de normatieve Taylor Rule gewenste beleidsrente ietwat boven de centrale beleidsrente van de ECB uitkwam.

3.3 De risico's van een gedurende een langere periode bijzonder accommoderend monetair beleid

Ofschoon wellicht moeilijk nauwkeurig kan worden bepaald hoe accommoderend het huidige monetair beleid van de Federal Reserve en het Eurosysteem is, lijdt het geen twijfel dat dit in hoge mate het geval is. De beleidsrente van het Eurosysteem en van de Federal Reserve heeft immers nooit zo laag gestaan, op respectievelijk 1% en tussen 0 en 0,25%. In reële termen is die rente nu reeds ongeveer twee jaar ruimschoots negatief. Als gevolg van het liquiditeitsoverschot op de geldmarkt

bevindt de daggeldmarktrente in het eurogebied (Eonia) zich overigens in de buurt van de rente op de depositofaciliteit, namelijk 0,25%. Tot slot hebben de banken – nog steeds in het eurogebied – de garantie dat ze zich tegen bijzonder gunstige voorwaarden kunnen herfinancieren, aangezien hun de mogelijkheid wordt geboden om alle gewenste liquiditeiten te verkrijgen tegen een vaste rente die wordt geïndexeerd op basis van de beleidsrente.

Dat het monetair beleid momenteel bijzonder accommoderend is, heeft te maken met een nog steeds verzwakte financiële en macro-economische situatie. Opdat dit in de toekomst geen ongewenste gevolgen zou hebben, moeten de eventuele neveneffecten van een dergelijk monetair beleid van nabij worden gevolgd. Een langdurig aangehouden sterk accommoderend monetair beleid houdt grote risico's in. Hieronder volgen er een zevental.

Het eerste risico is dat in de economie de vereiste aanpassingen van de balansen trager verlopen. Zeer lage rentes en een soepele liquiditeitsverstrekking verminderen voor de banken immers de opportuniteitskosten die gepaard gaan met het aanhouden van niet-performante activa. Banken krijgen op die manier wél de tijd om hun balans aan te passen, maar lage rentes bieden geen oplossing voor hun solvabiliteitsproblemen⁽¹⁾. Lage rendementen houden voor de overheid de rentelasten overigens heel beperkt, waardoor de illusie kan ontstaan dat de schuld houdbaar is of zelfs nog kan toenemen.

Het tweede gevaar is dat risicogedrag en het aangaan van schulden worden aangemoedigd. De ervaring leert dat zeer lage rentetarieven vaak aanzetten tot *carry trade* operaties, waarmee wordt gespeculeerd op rendementsverschillen. In die zoektocht naar hoge rendementen worden gemakkelijk risico's genomen en ontstaan speculatieve zeepbellen. De combinatie van een over een langere periode lage rente en de daaruit voortvloeiende stijging van de waarde van de activa, doet de risicoperceptie overigens vaak afnemen, wat op zijn beurt kan leiden tot een excessieve kredietverstrekking en schuldenlast.

Het derde risico is dat, in een context waarin de aankooptransacties of leningen van de centrale banken de prijsvorming van bepaalde activa sterk kunnen beïnvloeden, de markten het vermogen tot goede prijszetting verliezen. Het feit dat de centrale banken veel activa in hun bezit hebben, kan het signaal van de markt afzwakken of zelfs herleiden tot alleen maar een afspiegeling van wat de markt aan toekomstige acties van de centrale bank verwacht. Overigens kunnen ook de gewijzigde criteria voor de activa die bij de kredietverstrekking als onderpand

(1) Hannoun (2012).

worden aanvaard, aanleiding geven tot een scheeftrekking van de prijzen op die markten.

Ten vierde, maar nog steeds in verband met het voorgaande risico, kunnen de markten – indien de centrale banken al te zeer als marktmakers fungeren – gewoonweg ineenschrompelen en ontstaat er mogelijkwerwijs een situatie waarin de centrale bank als financieel tussenpersoon in de plaats treedt van de private sector. Wat meer bepaald de geldmarkt betreft, heeft de lage rente overigens tot een verkrapting van de markt geleid. Indien, op het ogenblik van de transacties, de operationele kosten hoger liggen dan de rente die deze transacties opleveren, keren de commerciële banken zich immers vaak af van deze transacties, waardoor de markt in omvang slinkt⁽¹⁾. De vraag rijst dan ook of de bedrijvigheid op de geldmarkt ooit zal kunnen terugkeren naar haar niveau van vóór de crisis en of de centrale bank in de toekomst een meer uitgesproken intermediatierol zal blijven vervullen.

Ten vijfde is een zeer accommoderend monetair beleid een potentiële bron van inflatie. Enerzijds zou een snelle en onverwachte toename van de kredietverstrekking de binnenlandse vraag kunnen stimuleren en zodoende de prijzen onder opwaartse druk zetten. Anderzijds zou het feit dat de centrale bank meer activa, en dan vooral overheidsobligaties aanhoudt, kunnen doen vrezen voor monetaire financiering, wat dan eventueel zou leiden tot een opwaartse herziening van de inflatieverwachtingen. Het betreft hier het in Kader 2 besproken risico van budgettaire dominantie.

Ten zesde stelt een lage kortetermijnrente, in combinatie met een sterkere daling van de rendementscurve, de economische subjecten in hogere mate bloot aan het rentevoetrisico. Terwijl door deze combinatie investeringen op langere termijn winstgevender worden, ontstaat tegelijkertijd de stimulans om vooral op korte termijn te lenen waardoor, bij een onverhoedse rentestijging, de herfinancieringsrisico's groter worden.

Tot slot, hoe langer dit beleid wordt aangehouden, hoe moeilijker de uitstap uiteindelijk zal zijn. Uitgestelde aanpassingen, in combinatie met nieuwe bronnen van broosheid, een verstoord marktsignaal en een ineenschrompeling van de markt dreigen de centrale banken terughoudender te maken om het beleid te normaliseren⁽²⁾. Bovendien worden de zaken bemoeilijkt doordat heel wat banken in het eurogebied en mogelijkwerwijs ook de Amerikaanse regering niet zonder de hulp kunnen van respectievelijk het Eurosysteem en de Federal Reserve. Daarom is het des te belangrijker dat de fundamentele problemen d.m.v. budgettaire sanering, structurele hervormingen en een versterking van de kapitaalbasis, snel

en grondig worden aangepakt. Zoniet, vergroot het risico op een te trage en te late uitstap. Dat de voornaamste centrale banken van de wereld terzelfder tijd een bijzonder accommoderend monetair beleid voeren, vergroot overigens de reikwijdte van de risico's die daar op wereldvlak aan verbonden zijn.

Conclusie

De Federal Reserve en het Eurosysteem verlaagden als reactie op de financiële crisis niet alleen hun beleidsrente, ze namen allebei ook tal van niet-conventionele monetairbeleidsmaatregelen. Vanaf de eerste spanningen op de geldmarkt tot de maanden na het faillissement van Lehman Brothers zagen beide centrale banken zich grotendeels voor dezelfde uitdagingen geplaatst, namelijk het handhaven van de financiële stabiliteit, het vrijwaren van de goede transmissie van het monetair beleid en het herstellen van de economische bedrijvigheid. Beide centrale banken brachten de nodige wijzigingen aan in het operationeel kader van hun monetair beleid, maar de Federal Reserve besloot tot veel ingrijpender vernieuwingen als gevolg van het oorspronkelijke kader voor de monetairbeleidsvoering en het overwicht van de niet-bancaire financiële sector in de financiering van de economie in de Verenigde Staten.

Begin 2010 begonnen de uitdagingen van beide instellingen echter sterk uiteen te lopen en vergden ze specifieke antwoorden. Teneinde de groei weer op gang te brengen en de deflatierisico's te verminderen in een omgeving van een beleidsrente die zich dicht bij 0% bevond, kocht de Federal Reserve bijvoorbeeld massaal overheidspapier aan met de bedoeling neerwaartse druk uit te oefenen op de langetermijnrentes en trachtte zij met haar communicatie de renteverwachtingen te beïnvloeden. Om tegen de achtergrond van de overheidsschuldencrisis de goede transmissie van het monetair beleid te vrijwaren, lanceerde het Eurosysteem van zijn kant het Programma voor de effectenmarkten. Begin 2011 verbeterde de economische situatie en dreigde de prijsstabiliteit onder opwaartse druk te komen zodat het Eurosysteem besloot zijn beleidsrente op te trekken, maar aan het einde van het jaar verlaagde het die rente weer omdat de spanningen op de markten van de overheidsschuld toenamen en de macro-economische vooruitzichten verslechterden. Om kredietchaarste te voorkomen, trof het Eurosysteem overigens supplementaire niet-conventionele monetairbeleidsmaatregelen.

(1) BIS (2010).

(2) Hannoun (2012).

Dankzij de acties die de centrale banken de afgelopen jaren hebben ondernomen, is grotendeels vermeden kunnen worden dat het financieel stelsel ineens stortte en heeft de economische bedrijvigheid zich kunnen herstellen. Die acties houden evenwel op hun beurt tal van uitdagingen en risico's in. Het huidige groot liquiditeitsoverschot vormt dan wel geen rechtstreekse bedreiging voor de prijsstabiliteit, maar toch kan een accommoderend monetair beleid over een langere periode heel wat negatieve effecten met zich brengen. Vanuit dat oogpunt moet

steeds voor ogen worden gehouden dat het monetair beleid zijn grenzen heeft en geen vervanging vormt van een kapitaalversterking en een gezond begrotings- en structureel beleid. Door de crisis is de noodzaak ontstaan om de macro-economische beleidsvoering opnieuw uit te denken, in het bijzonder tegen de achtergrond van de hoge overheidsschuld. Van essentieel belang daarbij is echter wel dat de principes die ten grondslag liggen aan de geloofwaardigheid van de centrale banken worden gehandhaafd.

Bibliografie

- Ball L. (2012), *Ben Bernanke and the zero bound*, NBER Working Paper 17836, February.
- Bernanke B. S. en V. R. Reinhart (2004), 'Conducting monetary policy at very low short-term interest rates', *The American Economic Review*, 94 (2), 85-90, May.
- BIS (2010), *Low interest rates: Do the risks outweigh the rewards*, Annual report 2009/10, June.
- BIS (2011), *The economic effects of central bank bond purchase programmes*, note for the meeting of Governors on 9 January 2012, mimeo.
- Blanchard O., G. Dell'Ariccia en P. Mauro (2010), *Rethinking macroeconomic policy*, IMF staff position note, 12 February.
- Borio C. en P. Disyatat (2009), *Unconventional monetary policies: An appraisal*, BIS Working Paper 292.
- Boeckx J. en H. Dewachter (2012), 'Contagion in euro area sovereign bond markets', *Bank- en Financiewezen, sovereign debt crisis issue*, forthcoming.
- Boeckx J. en S. Ide (2012), *Wat het beroep op de depositofaciliteit ons kan vertellen en wat niet*, NBB, *Economisch Tijdschrift*, juni.
- Cecioni M., G. Ferrero en A. Secchi (2011), *Unconventional monetary policy in theory and in practice*, Banca d'Italia, Occasional papers 102, September.
- Chung H., J-P Laforde, D. Reifschneider en J. Williams (2011), *Estimating the macroeconomic effects of the Fed's asset purchases*, Federal Reserve Bank of San Francisco, Economic Letter 3.
- D'Amico S. en T. King (2010), *Flow and stock effects of large-scale treasury purchases*, Federal Reserve Board Finance and Economics Discussion Series, 52.
- De Grauwe P. (2011), *The European Central Bank as a lender of last resort* (www.voxeu.org)
- Draghi M. (2012), *Hearing at the Committee on Economic and Monetary Affairs of the European Parliament*, Introductory statement, 25 April.
- Evans C.L. (2012), *Monetary policy communication and forward guidance*, speech at the International Research Forum on Monetary Policy Seventh Conference, Frankfurt, March.
- FOMC (2012), *press release following the FOMC-meeting*, (<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20120125c.htm>).
- Gagnon J., M. Raskin, J. Remache en B. Sack (2010), *Large-scale asset purchases by the Federal Reserve: Did they work?*, FRBNY Staff Report 441.
- Hannoun H. (2012), *Monetary policy in the crisis: Testing the limits of monetary policy*, speech at the 47th SEACEN Governors' Conference, Seoul, February.
- Hempell H. S. en C. Kok Sørensen (2010), *The impact of supply constraints on bank lending in the euro area: Crisis induced crunching?*, ECB Working Paper 1262.
- Lenza M., H. Pill en L. Reichlin (2010), *Monetary policy in exceptional times*, ECB Working Paper 1253.

McCauley R. en K. Ueda (2009), 'Government debt management at low interest rates', *BIS Quarterly Review*, June.

Meaning J. en F. Zhu (2011), 'The impact of recent central bank asset purchase programmes', *BIS Quarterly Review*, 73-83, December.

Noyer C. (2012), 'L'activité de banque centrale dans un contexte de dette publique élevée', Banque de France, *Revue de la stabilité financière*, 16(4), 9-13.

Plosser Ch. I. (2012), *Fiscal policy and monetary policy: Restoring the boundaries*, speech at the US Monetary Policy Forum, sponsored by The Initiative on Global Markets, University of Chicago Booth School of Business, New York City, 24 februari.

Schwartz A. J. (2009), *Boundaries between the Fed and the Treasury*, National Bureau of Economic Research, (http://www.cmc.edu/somc/anne_schwartz_042009.pdf).

Shiratsuka S. (2010), *Size and composition of the central bank balance sheet: Revisiting Japan's experience of the quantitative easing experience*, Federal Reserve Bank of Dallas Globalization and Monetary Policy Institute Working Paper 42.

Stone M., K. Fujita en K. Ishi (2011), *Should unconventional balance sheet policies be added to the central bank toolkit? A review of the experiences so far*, IMF, Working Paper 145.

Svensson L. E. O. (1999), 'Inflation targeting: Some extensions', *Scandinavian Journal of Economics*, 101(3), 337-361, September.

Taylor J. (1993), 'Discretion versus policy rules in practice', *Carnegie Rochester Conference Series on public Policy*, 39, 195-214.

Williams J.C. (2011), *Unconventional monetary policy: Lessons from the past three years*, FRBSF Economic Letter 31, 3 October.