

11 mei 2023

# (On)conventioneel monetair beleid in de praktijk

LWEO conferentie

**DeNederlandseBank**  
EUROSYSTEM


Olaf Steijpen

## De context: ruim 10 jaar aan grote schokken

- Ruim 20 jaar sinds invoering van de euro
- Ongekend grote schokken zoals de financiële crisis, eurocrisis, coronacrisis, oorlog in Europa
- Omgeving met hoge mate van onzekerheid
- Nieuwe onconventionele instrumenten voor monetair beleid
- Praktijk staat verder weg van de theorie in de schoolboeken

**DeNederlandseBank**  
EUROSYSTEM

2



Vandaag:  
(On)conventioneel  
monetair beleid in de  
praktijk


DeNederlandscheBank  
nl.nieuwsmidde

1. Overzicht monetair beleid binnen de EMU
2. Monetair beleid met lage inflatie
3. Volgende grote schok: Coronacrisis
4. Monetair beleid in een hoge inflatie omgeving
  - I. Drijvers van inflatie
  - II. Normalisatiebeleid

3



Overzicht  
monetair  
beleid in de  
EMU



DeNederlandscheBank  
nl.nieuwsmidde

4

## De ECB

### Raad van Bestuur (Governing Council)

- 6 ECB-directieleden + 20 NCB-presidenten van eurolanden (dus incl. Klaas Knot)  
→ Maakt monetair beleid in eurogebied

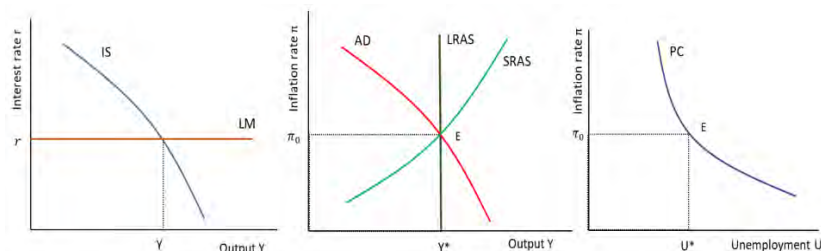
### Eurosysteem

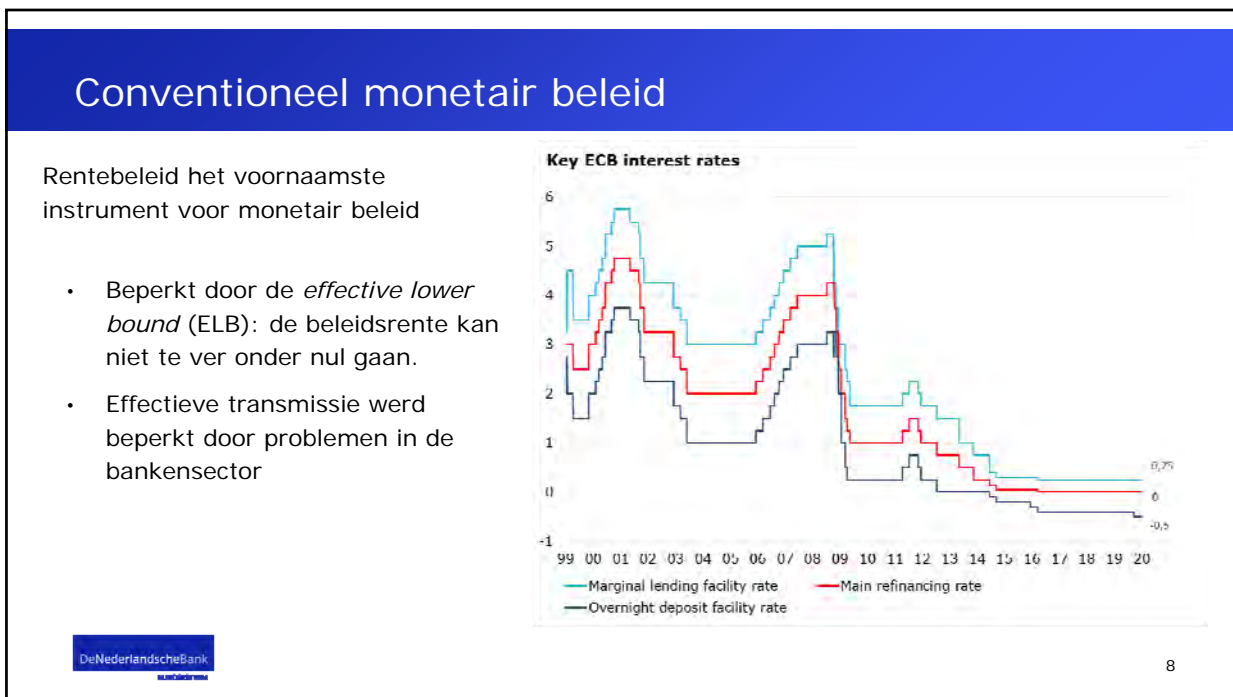
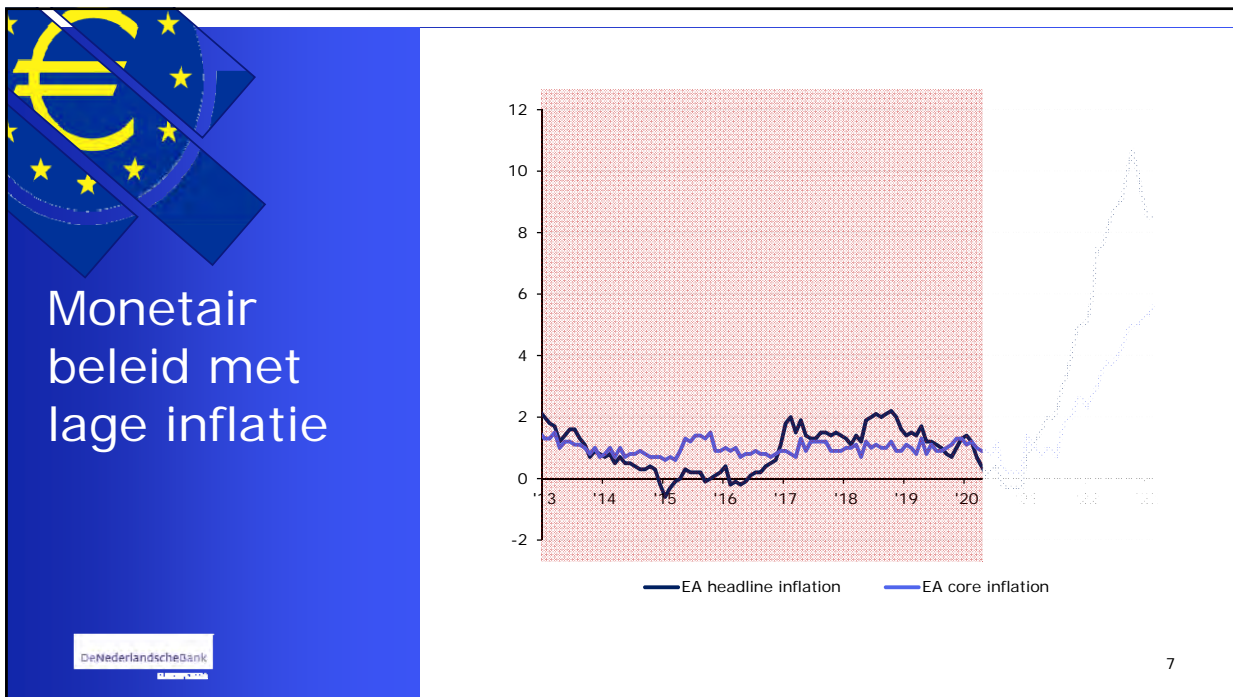
- ECB + 20 nationale centrale banken (NCBs) van eurolanden  
→ Acht keer per jaar vergadert de Raad van Bestuur over monetair beleid  
→ Alle leden kennen hetzelfde eurogebied-mandaat (niet nationale vertegenwoordigers).



## Theoretisch kader voor monetair beleid

- IS-LM raamwerk beschrijft evenwicht in de goederen/dienstenmarkt en geldmarkt
- AS-AD model helpt bij het analyseren van economische schokken
- De Phillipscurve beschrijft het inflatieproces





## Onconventionele instrumenten

**Forward guidance:** aankondingen over toekomstig beleid

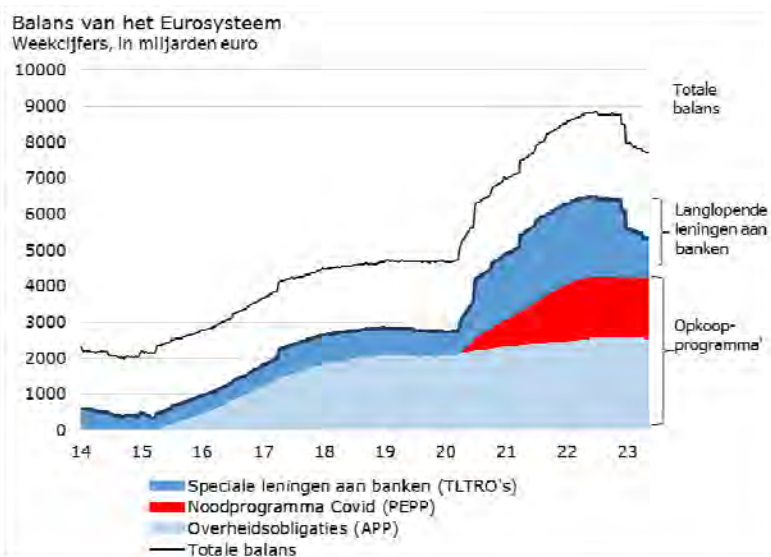
**Verruimde leenoperaties:** ter ondersteuning van transmissie

- (Targeted) Longer-term refinancing operations (LTROs, TLTROs)
- Aankopen gedekte obligaties

**Quantitative easing (QE) voor Covid-19:** beïnvloed inflatie

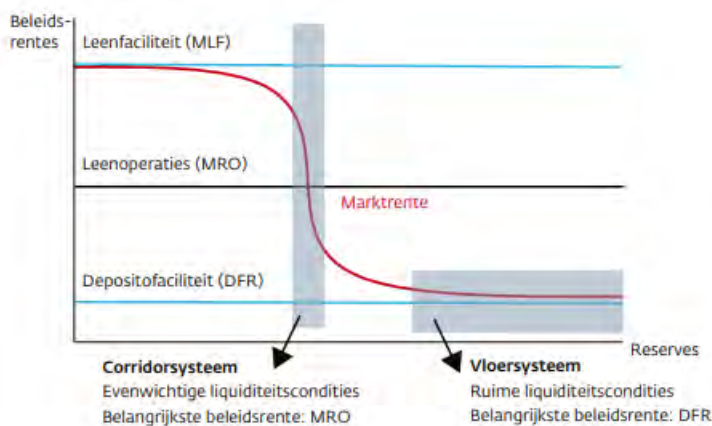
- Aankopen van staats- en bedrijfsobligaties onder het Asset Purchase Program (APP)
- Netto aankopen van maart 2015 tot December 2018 en vanaf oktober 2019 tot juli 2022
- Herinvesteren en quantitative tightening (QT)

## Onconventioneel beleid heeft tot een totaal andere centrale bank balans geleid



## Onconventionele instrumenten zorgen voor ander operationeel raamwerk

- Aanvankelijk sturen van korte rente onder krappe liquiditeitsverhoudingen (**Corridorsysteem**)
- Door ingrijpen tijdens de kredietcrisis ontstond **overliquiditeit**
- Overgegaan naar **vloersysteem**, waarbij de DFR nu de belangrijkste beleidsrente is



## ECB strategieherziening 2020 - 2021

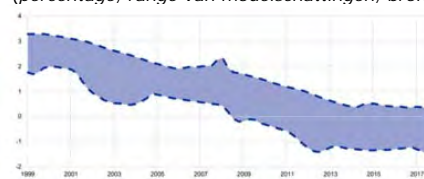
Laatste strategie-evaluatie in 2003. Sindsdien grote veranderingen:

- Crises, lage inflatie, daling evenwichtsrente, nieuwe instrumenten

Belangrijkste uitkomsten:

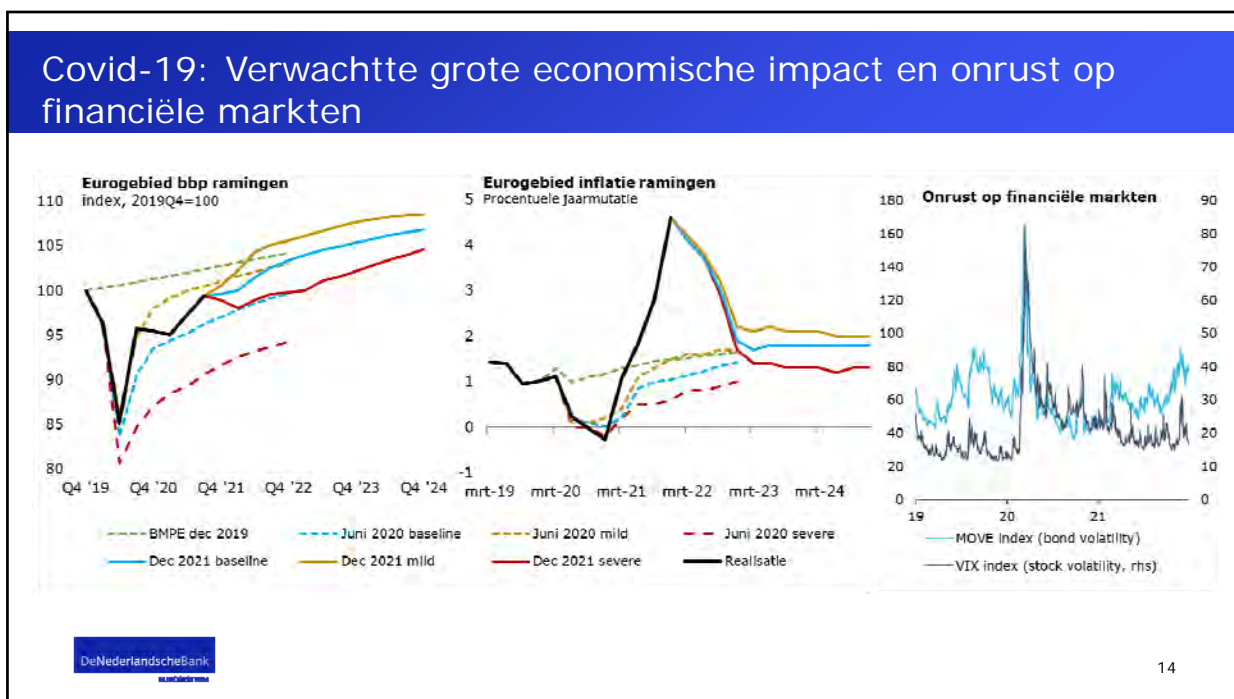
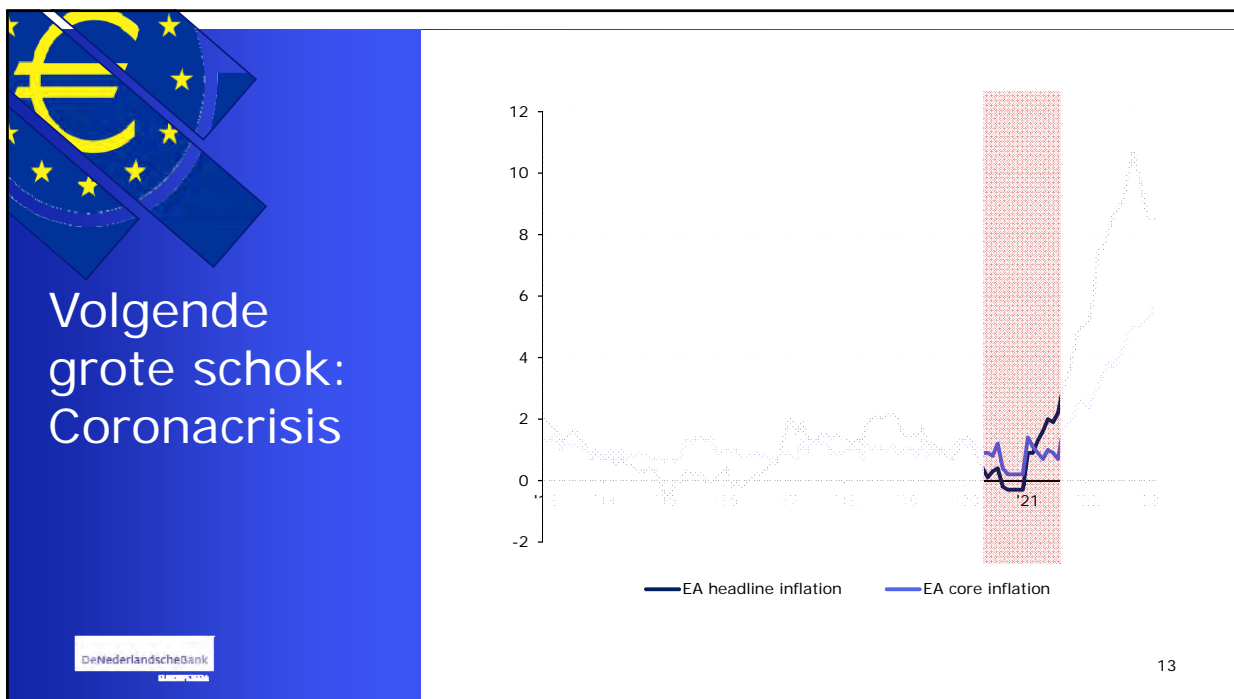
- Symmetrisch **inflatiedoel** over de **middellange termijn**
- Opname **kosten eigenwoningbezit** in inflatiemaatstaf
- Breder analytisch raamwerk met expliciete aandacht voor **financiële stabiliteit** en **proportionaliteit**
- Ambitieuw **klimaatplan**, binnen het mandaat

Trendmatige daling evenwichtsrente in eurogebied (percentage, range van modelschattingen, bron ECB)



Inflatiedoelstelling binnen oude en nieuwe monetaire strategie





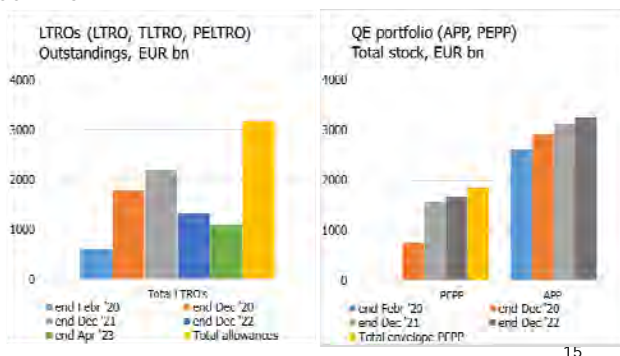
## Beleidsreactie ECB: leen- en aankoopprogramma's

**Leenprogramma's:** Ondersteuning kredietverlening aan niet-financiële bedrijven en een kredietcrisis voorkomen:

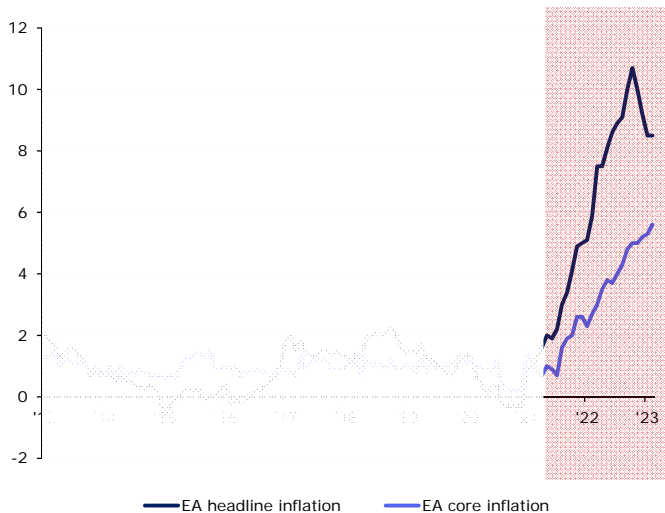
- Gerichte langlopende bankleningen (TLTRO-III) uitgebreid en goedkoper aangeboden
- Pandemic Emergency LTROs (PELTROs)
- Tijdelijke versoepeling van het onderpandraamwerk

**Opkoopprogramma's:** Bewaken van de financieringscondities tot het einde van de crisisfase en transmissie bevorderen:


- Verhoging van het bestaande Asset Purchase Programme (APP)
- Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP).



Monetair beleid in een hoge inflatie omgeving







## Monetair beleid in een hoge inflatie omgeving

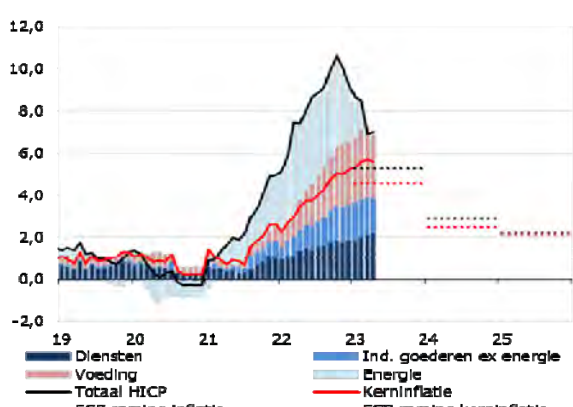
DeNederlandscheBank  
NL0000000000

[I] De drijvers van inflatie

17

De piek voor HICP-inflatie is misschien geweest, maar onderliggend blijft kerninflatie hoog

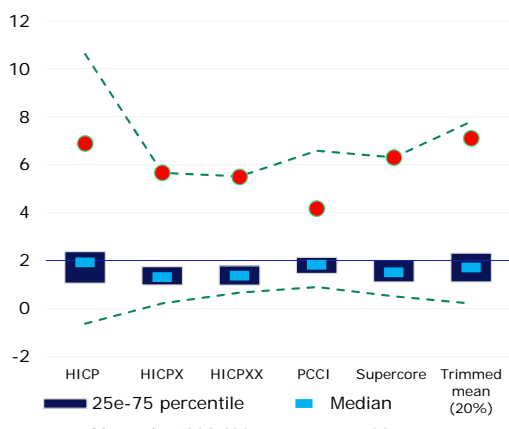
### HICP-inflatie lijkt te hebben gepiekt



■ Diensten    ■ Ind. goederen ex energie  
■ Voeding    ■ Energie  
— Totaal HICP    — Kerninflatie  
- - - ECB raming Inflatie    - - - ECB raming kerninflatie

DeNederlandscheBank  
NL0000000000

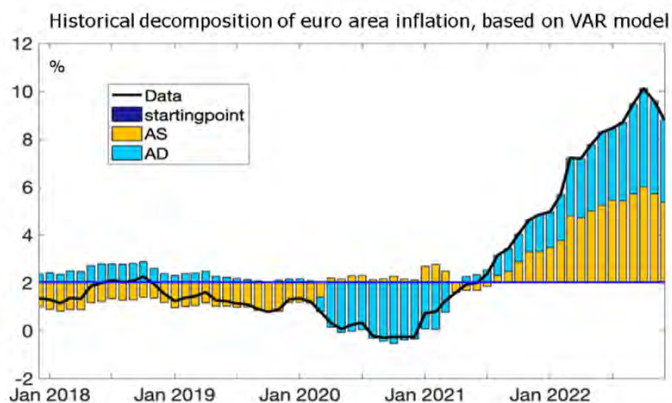
### Maatstaven voor onderliggende inflatie zijn nog altijd hoog



■ 25e-75 percentile    ■ Median  
- - - Max-min 1999-'22    ● mrt-23

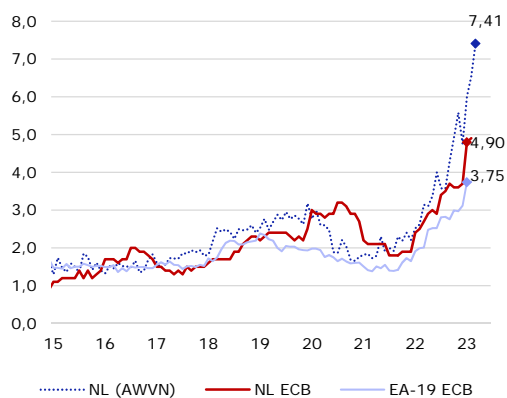
10

## Inflatie gedreven door zowel vraag als aanbod



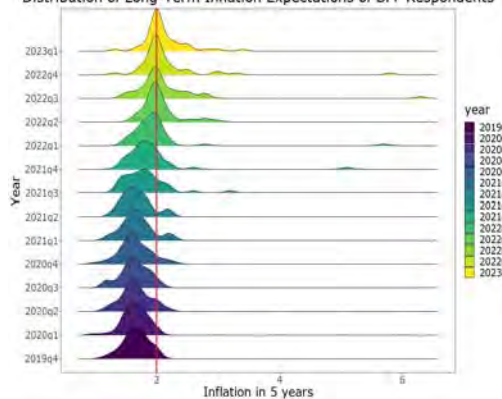
## Risico's op tweede-ronde-effecten en een loonprijsspiraal


**Loongroei neemt snel toe en vooruitkijkende indicatoren suggereren opwaartse risico's**



**Inflatieverwachtingen zijn ook historisch gezien hoog**

Distribution of Long-Term Inflation Expectations of SPF Respondents





## Monetair beleid in een hoge inflatie omgeving

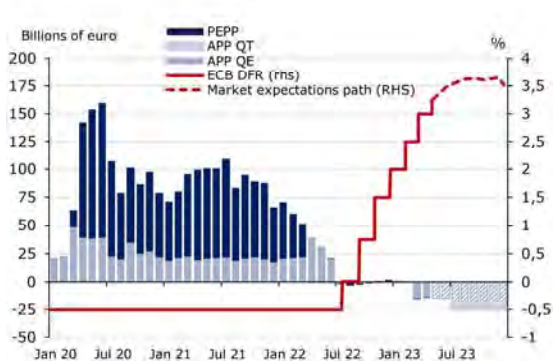
DeNederlandseBank

### [II] Normalisatie van monetair beleid

21

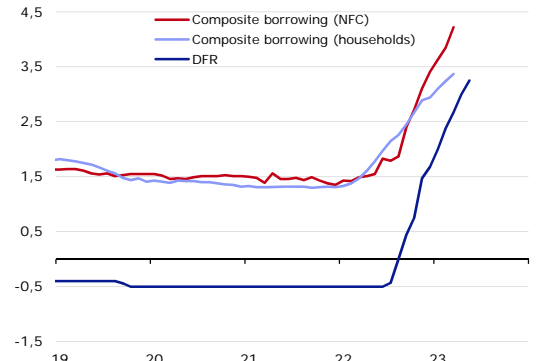
## Normalisatie van monetair beleid

**In december 2021 begon de ECB met de afbouw van de aankoopprogramma's en vanaf juni 2022 begon de communicatie over renteverhogingen**



DeNederlandseBank

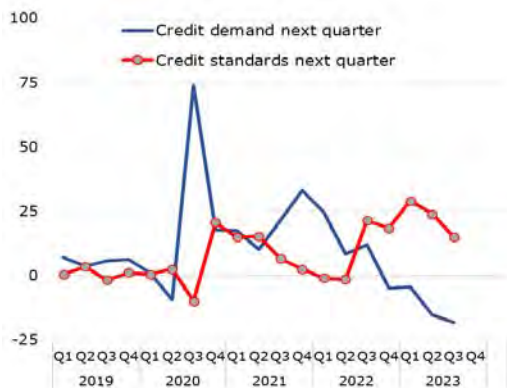
**Leenrentes stegen in anticipatie op de eerste renteverhogingen**



22

## Impact op leenvolumes begint duidelijk te worden

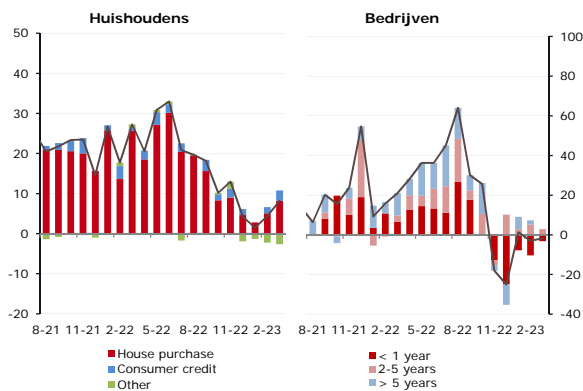
**Kredietvraag van bedrijven neemt af doordat kredietvoorwaarden strenger worden**



Source: Change in next quarter credit demand of firms and standards in net percentages (BLS)



**Lening groei voor bedrijven bleef initieel hoog, maar neemt nu sterk af**



Note: Loan flows aug '21 tot mrt '23, maandelijks EURbn, niet gecorrigeerd voor securitisation and cash pooling (BSI)

23

## Rentebesluit van afgelopen week



- Rente met 25 bps verhoogd naar 3,25% (DFR)
- *“The Governing Council’s future decisions will ensure that the policy rates will be brought to levels sufficiently restrictive to achieve a timely return of inflation to the 2% medium-term target and will be kept at those levels for as long as necessary”*
- Besluiten zijn data afhankelijk: gebaseerd op inkomende financieel en economische data over onderliggende inflatie en transmissie
- Intentie om in juli te stoppen met APP herinvesteringen

24

## Conclusies – vragen?

- Veel gebeurd in ruim 20 jaar euro
- Realiteit is anders dan in veel economische modellen wordt aangenomen
- Centrale bank heeft nu veel meer instrumenten dan alleen de rente
- Veel schoolboeken zullen herschreven moeten worden op basis van nieuwe inzichten in de literatuur en de lessen van de afgelopen jaren
- Het monetaire instrumentarium van de ECB zal zich in de toekomst verder blijven ontwikkelen.