

BELGISCHE KAMER VAN
VOLKSVERTEGENWOORDIGERS

3 april 2015

GEDACHTEWISSELING

**over het aankoopprogramma van de
Europese Centrale Bank met de heer
Luc Coene, gouverneur van de Nationale
Bank van België en de minister van Financiën**

VERSLAG

NAMENS DE COMMISSIE
VOOR DE FINANCIËN EN DE BEGROTING
UITGEBRACHT DOOR
DE HEER **Peter DEDECKER** EN
MEVROUW **Sophie WILMÈS**

INHOUD

Blz.

I. Inleidende uiteenzettingen door de gouverneur van de Nationale Bank van België en de minister van Financiën	3
II. Vragen van de leden	8
III. Antwoorden van de gouverneur	13

CHAMBRE DES REPRÉSENTANTS
DE BELGIQUE

3 avril 2015

ÉCHANGE DE VUES

**sur le programme d'achat de la Banque
centrale européenne avec M. Luc Coene,
gouverneur de la Banque nationale de
Belgique et le ministre des Finances**

RAPPORT

FAIT AU NOM DE LA COMMISSION
DES FINANCES ET DU BUDGET
PAR
M. **Peter DEDECKER** ET
MME **Sophie WILMÈS**

SOMMAIRE

Pages

I. Exposés introductifs du gouverneur de la Banque nationale de Belgique et du ministre des Finances	3
II. Questions des membres	8
III. Réponses du gouverneur	13

**Samenstelling van de commissie op de datum van indiening van het verslag/
Composition de la commission à la date de dépôt du rapport**

Voorzitter/Président: Eric Van Rompuy

A. — Vaste leden / Titulaires:

N-VA Peter Dedecker, Robert Van de Velde, Hendrik Vuye,
Veerle Wouters
PS Stéphane Crusnière, Ahmed Laaouej, Alain Mathot
MR Benoît Piedboeuf, Vincent Scourneau, Sophie Wilmès
CD&V Roel Deseyn, Eric Van Rompuy
Open Vld Luk Van Biesen, Carina Van Cauter
sp.a Peter Vanvelthoven
Ecolo-Groen Georges Gilkinet
cdH Benoît Dispa

B. — Plaatsvervangers / Suppléants:

Peter Buysrogge, Inez De Coninck, Bart De Wever, Johan Klaps, Jan
Spooren
Frédéric Daerden, Emir Kir, Eric Massin, Sébastien Pirlot
Olivier Chastel, Philippe Goffin, Kattrin Jadin, Damien Thiéry
Hendrik Bogaert, Griet Smaers, Jef Van den Bergh
Patricia Ceysens, Dirk Van Mechelen, Frank Wilrycx
Karin Temmerman, Dirk Van der Maelen
Meyrem Almaci, Jean-Marc Nollet
Catherine Fonck, Melchior Wathelet

C. — Niet-stemgerechtigde leden / Membres sans voix délibérative:

VB Barbara Pas
PTB-GO! Marco Van Hees
FDF Olivier Maingain

N-VA	:	Nieuw-Vlaamse Alliantie
PS	:	Parti Socialiste
MR	:	Mouvement Réformateur
CD&V	:	Christen-Democratisch en Vlaams
Open Vld	:	Open Vlaamse liberalen en democraten
sp.a	:	socialistische partij anders
Ecolo-Groen	:	Ecologistes Confédérés pour l'organisation de luttes originales – Groen
cdH	:	centre démocrate Humaniste
VB	:	Vlaams Belang
PTB-GO!	:	Parti du Travail de Belgique – Gauche d'Ouverture
FDF	:	Fédéralistes Démocrates Francophones
PP	:	Parti Populaire

Afkortingen bij de nummering van de publicaties:

DOC 54 0000/000: Parlementair document van de 54^e zittingsperiode +
basisnummer en volgnummer
QRVA: Schriftelijke Vragen en Antwoorden
CRIV: Voorlopige versie van het Integraal Verslag
CRABV: Beknopt Verslag
CRIV: Integraal Verslag, met links het definitieve integraal verslag
en rechts het vertaald beknopt verslag van de toespraken
(met de bijlagen)
PLEN: Plenum
COM: Commissievergadering
MOT: Moties tot besluit van interpellaties (beigekleurig papier)

Abréviations dans la numérotation des publications:

DOC 54 0000/000: Document parlementaire de la 54^e législature, suivi
du n° de base et du n° consécutif
QRVA: Questions et Réponses écrites
CRIV: Version Provisoire du Compte Rendu intégral
CRABV: Compte Rendu Analytique
CRIV: Compte Rendu Intégral, avec, à gauche, le
compte rendu intégral et, à droite, le compte rendu
analytique traduit des interventions (avec les an-
nexes)
PLEN: Séance plénière
COM: Réunion de commission
MOT: Motions déposées en conclusion d'interpellations
(papier beige)

Officiële publicaties, uitgegeven door de Kamer van volksvertegenwoordigers

Bestellingen:
Natieplein 2
1008 Brussel
Tél.: 02/ 549 81 60
Fax : 02/549 82 74
www.dekamer.be
e-mail : publicaties@dekamer.be

De publicaties worden uitsluitend gedrukt op FSC gecertificeerd papier

Publications officielles éditées par la Chambre des représentants

Commandes:
Place de la Nation 2
1008 Bruxelles
Tél.: 02/ 549 81 60
Fax : 02/549 82 74
www.lachambre.be
courriel : publications@lachambre.be

Les publications sont imprimées exclusivement sur du papier certifié FSC

DAMES EN HEREN,

Uw commissie heeft deze gedachtewisseling gehouden tijdens haar vergadering van 11 februari 2015.

**I. — INLEIDENDE UITEENZETTINGEN
DOOR DE GOVERNEUR VAN DE
NATIONALE BANK VAN BELGIË EN
DE MINISTER VAN FINANCIËN**

De heer Luc Coene, gouverneur van de Nationale Bank van België, gaat in op de context die de Europese Centrale Bank (ECB) ertoe heeft gebracht op 22 januari 2015 een uitgebreid programma voor de aankoop van activa aan te kondigen.

Begin 2014 heeft de ECB vastgesteld dat de eurozone opnieuw met groei aanknoopte, hetgeen perspectieven opende voor een verbetering van de economische situatie. Halfweg 2014 keerde die trend echter en stelde de ECB vast dat de inflatie opnieuw daalde. De ECB kreeg echter te maken met een situatie waarbij de rente quasi 0 % bedroeg, waardoor zij nagenoeg geen ruimte meer had om haar belangrijkste rentetarief verder te verlagen. Toch heeft zij van de luttele restmarge gebruik gemaakt om het tarief te verlagen. Eind 2014 was dat tarief zelfs negatief geworden voor de depositorente, waardoor de liquide middelen die de banken bij de ECB plaatsten, niets meer opbrachten; integendeel, de banken moesten betalen om hun liquide middelen bij de ECB onder te brengen.

Tegelijkertijd heeft de ECB rekening moeten houden met een tweede verschijnsel. In de Verenigde Staten hield de *Federal Reserve* vast aan een expansief monetair beleid en een massale opkoop van staatsobligaties. De balans van de *Federal Reserve* bleef dan ook fors stijgen, terwijl die van de ECB bleef krimpen als gevolg van de vervroegde terugbetalingen van kredieten door de eurozonelanden. De koers van de euro werd aldus de hoogte in gestuwd.

Er dienden dus andere maatregelen te worden uitgewerkt om de economie te stimuleren. Gelet op de stilvallende groei in Europa heeft de ECB verschillende acties ondernomen om de gezinnen en de ondernemingen opnieuw meer kredieten ter beschikking te stellen.

Leningen aan de banken van de eurozone (targeted long-term refinancing operations — TLTRO), september 2014

Al sinds juni 2014 werd dit instrument in uitzicht gesteld; uiteindelijk verschaftte de ECB in september 2014 een resem leningen aan de eurozonebanken,

MESDAMES, MESSIEURS,

Votre commission a organisé cet échange de vues au cours de sa réunion du 11 février 2015.

**I. — EXPOSÉS INTRODUCTIFS DU GOUVERNEUR
DE LA BANQUE NATIONALE DE BELGIQUE ET
DU MINISTRE DES FINANCES**

M. Luc Coene, gouverneur de la Banque nationale de Belgique, souhaite rappeler le contexte qui a amené la Banque centrale européenne (BCE) à annoncer le 22 janvier 2015 un programme étendu d'achats d'actifs.

Au début de l'année 2014, la BCE a constaté que la zone euro renouait avec la croissance, ce qui laissait entrevoir des perspectives d'amélioration de la situation économique. Toutefois, à la mi-2014, cette tendance s'est renversée et la BCE a constaté que l'inflation repartait à la baisse. Or, la BCE se trouvait dans une situation où le taux d'intérêt était proche de 0, ce qui ne lui laissait pratiquement plus de marge de manœuvre pour abaisser encore plus son taux directeur. Elle a néanmoins utilisé le peu de marge qu'il lui restait pour abaisser son taux. A la fin de l'année 2014, ce taux était même devenu négatif pour les intérêts des dépôts de sorte que les liquidités placées par les banques à la BCE n'étaient plus rémunérées. Les banques devaient au contraire payer pour placer leurs liquidités à la BCE.

Dans le même temps, la BCE a dû tenir compte d'un second phénomène. Aux États-Unis, la *Federal Reserve* continuait à appliquer une politique monétaire expansive et à acheter massivement des obligations d'État. Aussi, le bilan de la *Federal Reserve* continua d'augmenter drastiquement alors que le bilan de la BCE continuait de diminuer suite aux remboursements anticipés de crédits par les États de la zone euro. Le cours de l'euro était ainsi poussé à la hausse.

D'autres mesures devaient donc être recherchées afin de stimuler l'économie. Compte tenu du constat d'une panne de croissance en Europe, la BCE a entrepris plusieurs actions visant à relancer l'octroi de crédits aux ménages et aux entreprises:

Les prêts aux banques de la zone euro, baptisés "targeted long-term refinancing operations", ou TLTRO (septembre 2014).

Anoncé dès le mois de juin 2014, la BCE a lancé en septembre 2014, une vague de prêts aux banques de la zone euro, baptisés "*targeted long-term refinancing*

onder de naam *targeted long-term refinancing operations* (TLTRO). Met dat instrument wilde de ECB de banken ertoe aansporen hun aan de ondernemingen verstrekte kredietvolumes te verhogen om zo de economie van de eurozone aan te zwengelen. Binnen dat instrument geldt dat hoe méér de bankinstellingen aan de ondernemingen lenen, hoe méér zij bij de ECB zullen kunnen ontlenen bij nieuwe TLTRO's in 2015 en 2016.

Daarentegen zouden de banken die bij de ECB ontlenen, maar hun kredieten aan de kmo's niet optrekken, overeenkomstig de door de ECB bepaalde voorwaarden, ertoe worden verplicht de TLTRO's terug te betalen in september 2016, dus twee jaar eerder dan gepland.

Een gelijkaardige operatie vond plaats op 11 december 2014. De ECB heeft toen evenwel vastgesteld dat de Europese banken niet om een dergelijke lening stonden te springen aangezien zij al over voldoende liquide middelen beschikten. Overigens stelde de ECB tegelijkertijd vast dat haar inflatieprognoses stelselmatig hoger uitvielen dan het daadwerkelijk vastgestelde inflatiecijfer. Er bestond dan ook het gevaar voor een deflatoire spiraal.

Programma voor het opkopen van covered bonds en asset-backed securities (oktober 2014)

Om kredieten vlotter te doen circuleren in de eurozone en de economie een stevige duw in de rug te geven, heeft de ECB vanaf oktober 2014 uitpakket met programma's voor het opkopen van *asset-backed securities* (ABS, effecten met activa als onderpand) en van *covered bonds* (afgedekte obligaties).

Dat instrument was opgevat als een aanvulling op het TLTRO-programma in het raam waarvan de banken tot juni 2016 konden lenen, op de uitdrukkelijke voorwaarde dat zij opnieuw vlotter kredieten zouden verstrekken aan de ondernemingen en de gezinnen in Europa.

Door al die acties samen zou de balans van de ECB met bijna 1 000 miljard euro stijgen. Indirect beoogde die stijging de waarde van de euro te doen dalen en aldus de deflatoire druk te verminderen.

Ook nu stelde de ECB al snel vast dat de banken niet warm liepen voor die opkoopprogramma's. Het werd almaar duidelijker dat de ECB er niet in zou slagen om zijn balans weer op het niveau van 2012, met andere woorden bijna 1 000 miljard euro, te krijgen.

operations”(TLTRO). Avec ce dispositif, la BCE souhaitait inciter les banques à augmenter leurs volumes de prêts aux entreprises de manière à dynamiser l'économie de la zone euro. Ce dispositif implique qu'au plus les établissements bancaires prêteront aux entreprises, au plus ils pourront emprunter à la BCE lors de nouveaux TLTRO, en 2015 et en 2016.

Par contre, les banques emprunteuses qui n'augmenteraient pas leurs prêts aux PME, selon les critères définis par la BCE, seraient contraintes de rembourser les TLTRO en septembre 2016, soit deux ans plus tôt que prévu.

Une opération similaire a eu lieu le 11 décembre 2014. Toutefois, la BCE a dû constater que l'enthousiasme des banques européennes était faible pour ce type de prêt car elles disposaient déjà de liquidités suffisantes. Par ailleurs, dans le même temps, la BCE constatait que ses prévisions relatives au taux de l'inflation étaient systématiquement supérieures au taux de l'inflation réellement constaté. Il y avait dès lors un risque d'une spirale déflationniste.

Programme de rachat de “covered bonds” et “asset-backed securities” (octobre 2014)

Pour fluidifier le crédit en zone euro et donner un coup de fouet à l'économie, la BCE a lancé des programmes de rachat des *“Asset-backed securities”* (ABS ou produits financiers adossés à des actifs) et des obligations sécurisées (*“covered bond”*) à partir d'octobre 2014.

Ce dispositif devait compléter le programme de prêts TLTRO proposés aux banques jusqu'au mois de juin 2016, à la condition expresse que celles-ci prêtent plus généreusement aux entreprises et ménages en Europe.

Ensemble, ces différentes actions devraient permettre à la BCE d'augmenter son bilan de près de 1 000 milliards d'euros. Cette hausse visait, indirectement, à pousser la valeur de l'euro à la baisse et donc, à limiter les pressions déflationnistes.

A nouveau, la BCE a rapidement constaté le peu d'intérêt des banques pour ces programmes de rachat. Il devenait de plus en plus évident que la BCE ne parviendrait pas à porter le niveau de son bilan à celui de 2012; soit près de 1 000 milliards d'euros.

Programma voor kwantitatieve versoepeling van januari 2015 (quantitative easing)

Om voornoemde doelstelling te bereiken, heeft de ECB op 22 januari 2015 beslist om staatsobligaties op te kopen van de financiële instellingen van de eurozone, in de eerste plaats bij de banken.

Concreet betekent zulks

— dat de ECB voortaan ook de obligaties aankoopt van de centrale besturen, de agentschappen en de Europese instellingen van de eurozone;

— dat de gecumuleerde aankoop van activa (“*covered bonds*”, “*asset backed securities*” en staatsobligaties) 60 miljard euro per maand bedraagt, waardoor alles samen de *quantitative easing* oploopt tot 1 140 miljard euro;

— dat de aankopen zullen moeten worden uitgevoerd van maart 2015 tot september 2016 (een periode van 19 maanden, die kan worden verlengd);

— dat de aangekochte effecten minstens een “*investment grade*”-rating moeten hebben (dus ten minste een “BBB”-rating), wat inhoudt dat bepaalde Staten alleen in aanmerking komen voor dit programma op voorwaarde dat ze structurele hervormingen doorvoeren;

— dat een maximumlimiet van 33 % wordt opgelegd om een staatsschuld aan te kopen.

De heer Coene beklemtoont dat alle ECB-maatregelen beogen de monetaire en de financiële voorwaarden voor de financiering van ondernemingen en gezinnen te versoepelen. Men gaat er immers vanuit dat de banken die hun obligaties hebben verkocht, die cash zullen moeten herinvesteren, aangezien ze uiteindelijk moeten betalen om dat geld bij de ECB onder te brengen (negatieve rentevoet). Aangezien er niet zoveel interessante alternatieven zijn, worden de banken derhalve verondersteld die liquide middelen in de reële economie te injecteren.

Theoretisch zouden de banken:

— met die liquide middelen andere deviezen (zoals de dollar) kunnen aankopen; dit zou de eurokoers doen dalen en de Europese economie stimuleren. Om dat effect te sorteren, zouden echter massaal dollars of deviezen van opkomende landen moeten worden gekocht;

— nieuwe staatsobligaties kunnen aankopen; dit scenario is echter weinig waarschijnlijk, aangezien de huidige staatsobligaties nauwelijks renderen.

Le programme d'assouplissement quantitatif de janvier 2015 (quantitative easing)

Pour atteindre l'objectif précité, la BCE a décidé le 22 janvier 2015 de racheter des obligations souveraines aux institutions financières de la zone euro, principalement auprès des banques.

Concrètement,

— la BCE étend ses achats aux obligations émises par les administrations centrales, les agences et les institutions européennes de la zone euro;

— les achats d'actifs cumulés (“*covered bonds*”, “*asset-backed securities*” et obligations souveraines) s'élèveront à 60 milliards d'euros par mois, soit un *quantitative easing total* d'1 140 milliards d'euros;

— les achats devront être effectués entre mars 2015 et septembre 2016 (soit une période de 19 mois mais qui peut être prorogée);

— les titres achetés doivent avoir le *rating* minimum “*investment grade*” (donc au minimum un *rating* “BBB”) ce qui implique que certains États ne pourront bénéficier de ce programme qu'à la condition de mettre en œuvre des réformes structurelles;

— une limite maximale de 33 % est fixée pour le rachat d'une dette d'un État.

M. Coene souligne que l'ensemble des mesures de la BCE visent à assouplir les conditions monétaires et financières liées au financement des entreprises et des ménages. En effet, les banques ayant vendu leurs obligations devront réinvestir leurs liquidités puisque les déposer à la BCE leur coûteront au final de l'argent (taux négatif). Les banques sont donc censées réinjecter ces liquidités dans l'économie réelle car il n'existe pas beaucoup d'alternatives intéressantes.

Les banques pourront théoriquement soit:

— placer ces liquidités dans d'autres devises comme le dollar par exemple, ce qui aura un effet négatif sur le cours de l'euro et stimulera positivement l'économie européenne. Ceci nécessite toutefois un placement massif dans le dollar ou dans des devises des pays émergents;

— racheter de nouvelles obligations souveraines mais ce scénario est peu probable vu le faible rendement des obligations souveraines actuelles.

De instellingen die dergelijke effecten verkopen, hebben er dus veeleer belang bij hun vrijgekomen liquide middelen te gebruiken om bedrijfsobligaties aan te kopen en om de actoren van de reële economie nieuwe kredieten te verlenen. Aldus zullen de banken de investeringen en de consumptie kunnen ondersteunen en er *in fine* toe kunnen bijdragen dat de inflatie opnieuw aan te wakkeren tot rond de 2 %.

De heer Coene geeft toe dat het voormelde scenario een theoretische denkoefening blijft, maar volgens de ECB houdt niets doen op zich meer risico's in dan het *quantitative easing*-programma, temeer daar het ernaar uitziet dat de inflatie negatief zal uitvallen in de eerste helft van 2015. Het risico bestaat weliswaar dat de banken die vrijgekomen liquide middelen aanwenden om speculatieve verrichtingen uit te voeren (investeringen in onroerend goed of de aankoop van grondstoffen); maar indien dergelijke verrichtingen opduiken, dan beschikt de Nationale Bank van België volgens de spreker over macroprudentiële instrumenten om ertegen op te treden.

Voorts geeft de heer Coene aan dat de beslissing van de ECB tevens rekening houdt met twee andere elementen, met name de daling van de energieprijzen en de daling van de euro. Die elementen hadden de Europese economie theoretisch een duwtje in de rug moeten geven. Dat was echter niet het geval. Er moest dus een programma worden aangenomen om de investeerders, die tot dan een afwachtende houding hadden aangenomen, opnieuw vertrouwen te doen krijgen, en om de economie van de eurozone aldus echt uit het slop te halen.

Met betrekking tot de spreiding van de hypothetische verliezen werd het risico voor 20 % als volgt gespreid:

- de ECB zal 8 % van de aangekochte activa direct op de balans houden;
- de aankoop van effecten van de Europese instellingen, zoals de Europese Investeringsbank (met een *default*-risico van bijna 0 %) zal 12 % bedragen van de totale aankoop van activa en zal worden uitgevoerd door de nationale centrale banken.

Daar staat tegenover dat 80 % van de overige effecten (en dus van de risico's) in de boekhouding van de centrale banken van elke Staat zal worden opgenomen. Concreet betekent dit dat elke nationale bank alleen door de eigen regering uitgegeven obligaties zal mogen aankopen. Die 80 % zal worden verdeeld op grond van de participatie van de nationale centrale banken aan het kapitaal van de ECB. In theorie zullen de verliezen dus worden opgevangen door de nationale centrale banken

Les institutions vendant ces titres auront donc plutôt avantage à utiliser leurs nouvelles liquidités pour acquérir des obligations d'entreprises et octroyer de nouveaux crédits aux acteurs de l'économie réelle. Les banques pourront ainsi soutenir l'investissement et la consommation et contribuer, *in fine*, à un retour de l'inflation vers des niveaux proches de 2 %.

M. Coene reconnaît que le scénario précité reste théorique mais la BCE estime que l'inaction comporte en soi plus de risques que le programme d'assouplissement quantitatif et ce d'autant plus qu'il apparaît que l'inflation sera négative au cours du premier semestre 2015. Le risque que les banques utiliseront ces nouvelles liquidités pour effectuer des opérations spéculatives (investissements immobiliers ou achat de matières premières) existe mais si celles-ci devaient être décelées, l'intervenant estime que la Banque nationale dispose d'instruments macroprudentiels pour agir contre cette spéculation.

Par ailleurs, M. Coene souligne que la décision de la BCE tient également compte de deux autres éléments: la baisse du prix de l'énergie et la baisse de l'euro. Ces éléments auraient dû en théorie avoir un impact positif sur l'économie européenne. Or, ce ne fut pas le cas. Il convenait donc d'adopter un programme permettant de redonner confiance aux investisseurs qui, jusqu'à présent, adoptaient une position attentiste et ainsi de relancer réellement l'économie de la zone euro.

En ce qui concerne le partage des pertes hypothétiques, le risque a été "mutualisé" à hauteur de 20 % de la manière suivante:

- la BCE détiendra directement 8 % des achats d'actifs;
- les achats de titres émis par des institutions européennes comme la Banque européenne d'investissement (dont le risque de défaut est proche de 0) s'élèveront à 12 % du total des achats d'actifs et seront effectués par les banques centrales nationales.

Par contre, 80 % des titres restants (et donc des risques) seront logés dans les comptes des banques centrales de chaque État. Concrètement, chaque banque nationale ne pourra acheter que des obligations émises par son propre gouvernement. Ces 80 % seront répartis en fonction de la participation des banques centrales nationales au capital de la BCE. En théorie, les pertes seront donc épongées par les banques centrales nationales à hauteur de leurs parts dans le

ter waarde van hun aandeel in het kapitaal van de ECB. In dat verband heeft België 3,52 % van het kapitaal van de ECB in handen.

Concreet is ons land blootgesteld aan een financieel totaalrisico van ongeveer 1,5 miljard euro per maand, hetzij ongeveer 26 miljard euro voor de volledige duur van het programma. Dat bedrag moet worden gerelativeerd en worden afgezet tegen de 400 miljard euro overheidsschuld die ons land op de financiële markten heeft uitstaan.

De Nationale Bank is voor de risicobeoordeling uitgegaan van verschillende hypothesen:

— de ECB houdt de aangekochte obligaties (met een hogere rentevoet dan de huidige marktrentevoet) bij in haar portfolio tot de vervaldatum. In principe levert dat haar winst op;

— België kan zijn schulden niet terugbetalen en gaat failliet, zodat de aangekochte obligaties geen enkele waarde meer hebben. Dit scenario wordt niet aangehouden, wegens weinig realistisch;

— de ECB beslist, om monetair-politieke redenen, niet te wachten tot de obligaties vervallen omdat er al te veel liquide middelen in omloop zouden zijn, en ze verkoopt die obligaties tegen een lagere prijs dan de oorspronkelijke aankoopsprijs. Voor de Bank houdt dat een potentieel verlies in;

— België ondergaat een *downgrading* maar in dat geval beschikt de Nationale Bank over voldoende financiële buffers om die schok op te vangen.

In het licht van die hypothesen oordeelde de Nationale Bank dat het risico gering is.

De heer Coene achtte de operatie absoluut noodzakelijk om de rentevoeten in de eurozone te doen zakken, ondanks het gevaar voor speculatiezeepbellen. Mochten dergelijke zeepbellen ooit opduiken, dan beschikt de Nationale Bank over voldoende instrumenten om ze tijdig op te sporen en om de posities van de banken die zich met speculatieve verrichtingen zouden inlaten, te doen afnemen.

Niets doen zou het risico vergroten dat een deflatoire spiraal ontstaat; dat is nog gevaarlijker want het veroorzaakt een spectaculaire toename van de overheidsschuldgraad.

Minister van Financiën Johan Van Overtveldt benadrukt dat de recente beslissing van de ECB belangrijk is en dat er een ernstige risicobeoordeling aan is

capital de la BCE. La Belgique détient ainsi 3,52 % du capital de la BCE.

Concrètement, le risque financier total pour la Belgique est de \pm 1,5 milliard d'euros par mois; soit \pm 26 milliards d'euros pour toute la durée du programme. Ce montant doit être relativisé et comparé aux 400 milliards d'euros de dette publique belge existante sur les marchés financiers.

L'évaluation du risque a été effectuée par la Banque nationale selon différentes hypothèses:

— la BCE conserve en portefeuille les obligations rachetées (qui affichent un taux d'intérêt supérieur à celui du marché actuel) jusqu'à leur échéance. Elle fera en principe un bénéfice;

— la Belgique ne peut plus rembourser sa dette et tombe en faillite de sorte que les obligations acquises n'auront plus aucune valeur. Ce scénario n'est pas retenu car il est assez irréaliste;

— la BCE décide, pour des motifs de politique monétaire, de ne pas attendre l'échéance des obligations parce qu'il y aurait déjà trop de liquidités en circulation et revend ces obligations à un prix inférieur au prix d'achat initial. Elle subira donc une perte potentielle;

— la Belgique subit un *downgrading* mais dans ce cas la Banque nationale dispose d'assez de tampons financiers ("*buffer*") pour absorber ce choc.

La Banque nationale a estimé à la lumière de ces hypothèses que le risque est faible.

Pour M. Coene, l'opération s'imposait donc absolument pour faire baisser les taux d'intérêts dans la zone euro et ce malgré les risques de bulles spéculatives. Si celles-ci devaient voir le jour, la Banque nationale dispose d'instruments suffisants pour les détecter à temps et pour limiter les positions des banques qui se livreraient à des opérations spéculatives.

L'inaction engendrerait un risque plus important de spirale déflationniste, ce qui est plus dangereux encore car elle provoque une explosion du taux d'endettement de la dette publique.

M. Johan Van Overtveldt, ministre des Finances, souligne que la récente décision de la BCE est importante et a été précédée d'une sérieuse évaluation des

voorafgegaan. Net als de heer Coene wijst de minister erop dat het *quantitative easing*-programma er in eerste instantie toe strekt een omgeving te creëren waarin de economie kan aanknopen met groei. Men mag niet verwachten dat dit ene programma tot mirakels zal leiden, maar het is zonder enige twijfel een middel om de investeringen in de reële economie te verbeteren.

II. — VRAGEN VAN DE LEDEN

De heer Luk Van Biesen (Open Vld) is voorstander van het door de ECB aangekondigde programma om staatsobligaties aan te kopen. Hij neemt nota van de mogelijke scenario's na die aankoop: ofwel herinvesteren de nationale banken in andere deviezen, wat tot een daling van de euro en bijgevolg tot een toename van onze export kan leiden, ofwel behouden de banken hun liquide middelen in euro, ofwel herinvesteren ze die middelen in de reële economie. Toch vraagt hij zich af of de ECB waarborgen heeft dat de banken hun nieuwe liquide middelen in de reële economie zullen pompen. Is er over de mogelijke bestemming van die middelen overleg geweest met de banken, of bestaat er misschien een protocolakkoord?

Mevrouw Griet Smaers (CD&V) vraagt of het door de ECB vastgestelde maandelijks bedrag van 60 miljard euro onveranderlijk is, dan wel of de ECB die limiet eventueel kan verhogen vóór het programma in september 2016 afloopt.

De spreekster begrijpt dat de doelstelling van het programma duidelijk is, namelijk de economie en de investeringen nieuw leven inblazen. Anderzijds kan men er niet omheen dat de gewesten het moeilijk hebben om grote investeringen te financieren en dat, wanneer ze dat doen via pps-constructies (publiek-private samenwerking), de Europese overheid sommige pps-constructies kan beschouwen als staatssteun. Schuilt daar geen kennelijke contradictie tussen die twee beleidsopties?

Als er meer moet worden geïnvesteerd, kan de gouverneur dan aanbevelen hoe de investeringen het best worden gespreid over de federale, de gewestelijke en de lokale overheid?

De heer Georges Gilkinet (Ecolo-Groen) betreurt dat het zo lang heeft geduurd alvorens de ECB doorhad dat dringend moest worden ingegrepen om de economie in de eurozone aan te zwengelen. Wat de *quantitative easing* betreft, moet erop worden toegezien dat de daartoe genomen maatregelen billijk en doeltreffend zijn.

risques. A l'instar de M.Coene, le ministre souligne que le programme d'assouplissement quantitatif vise en premier lieu à créer un climat dans lequel l'économie peut renouer avec la croissance. On ne peut attendre des miracles de ce seul programme mais il s'agit incontestablement d'un moyen pour améliorer l'investissement dans l'économie réelle.

II. — QUESTIONS DES MEMBRES

M. Luk Van Biesen (Open Vld) est favorable au programme de rachat des obligations souveraines annoncé par la BCE. Il prend note des scénarios possibles après ledit rachat: soit les banques nationales réinvestissent dans d'autres devises, ce qui peut engendrer une baisse de l'euro et par voie de conséquence une hausse de nos exportations; soit elles conserveront leurs liquidités en euro, soit elles réinvestissent ces liquidités dans l'économie réelle. Il s'interroge toutefois quant aux garanties que la BCE dispose de la part des banques que celles-ci injecteront leurs nouvelles liquidités dans l'économie réelle. Y-a-t-il eu un dialogue avec les banques voire un protocole d'accord quant aux destinations possibles des fonds?

Mme Griet Smaers (CD&V) demande si le montant mensuel de 60 milliards d'euros fixé par la BCE est invariable ou si, au contraire, la BCE pourrait éventuellement, avant la fin du programme fixé en septembre 2016, augmenter cette limite.

L'intervenante comprend que l'objectif du programme est clairement identifié et vise à relancer l'économie et les investissements. Mais dans le même temps, il est flagrant de constater que les Régions ont du mal à financer de grands investissements et que lorsqu'elles le font par le truchement de PPP (Partenariats Publics Privés) les autorités européennes peuvent requalifier certains PPP en aides d'État. N'y-a-t-il pas là une contradiction apparente entre ces deux politiques?

Si l'investissement doit être augmenté, le gouverneur peut-il recommander le niveau d'investissement idéal entre le fédéral, le régional et le niveau local?

M. Georges Gilkinet (Ecolo-Groen) regrette la lenteur avec laquelle la BCE ait pris la mesure de l'urgence à intervenir pour relancer l'économie en zone euro. Quant aux mesures d'assouplissement quantitatif, il convient de s'assurer que les mesures prises soient justes et efficaces.

Er rijzen echter een aantal vragen:

— de aankoop van de staatsobligaties zal geschieden naar gelang van de participatie van de Staten in het kapitaal van de ECB en bijgevolg overeenkomstig het economisch gewicht van elke Staat binnen de ECB. De Staten die een groter deel bijdragen in het kapitaal van de ECB zullen dus als eersten gebaat zijn bij de aankoop, ofschoon Staten die minder bijdragen (zoals Griekenland) die regeling meer nodig hebben om hun schulden te kunnen herfinancieren;

— de nationale centrale banken zullen in de eerste plaats de obligaties van hun eigen regering aankopen. Worden de schuldenlasten en het muntbeleid aldus niet opnieuw genationaliseerd? Is dat geen achteruitgang op het stuk van de Europese solidariteit?

— de rol van de particuliere banken als tussenschakel blijft belangrijk. In de toekomst zou voorrang moeten worden gegeven aan een meer rechtstreekse interventie door de ECB bij de Staten. Overigens zullen de ECB en de nationale centrale banken obligaties aankopen uit de portefeuille van particuliere banken, waarvan de meeste in eigen land overheidssteun hebben gekregen. Doordat zij de kans krijgen goedkoop ingekochte staatsobligaties door te verkopen, boeken zij dus opnieuw winst;

— het lijkt veeleer een gok dat de particuliere banken in staat zullen worden gesteld voldoende liquide middelen aan te houden om de reële economie te financieren. De aanwending van liquide middelen om de kmo's te ondersteunen, gebeurt niet automatisch en is al evenmin evident. Welke verplichtingen zullen worden opgelegd aan de banken die staatsobligaties aan de ECB zullen hebben verkocht; moeten zij bijvoorbeeld aansturen op investeringen in de toekomstgerichte economieën? Het kwalitatieve aspect (rangorde van de te financieren investeringen) ontbreekt ontegensprekelijk bij die *quantitative easing*.

Voorts herinnert de spreker eraan dat de deflatiecontext ook te maken heeft met wantrouwen bij de economische actoren; dat wantrouwen wordt dan weer gevoed door de bezuinigingsmaatregelen en de gevolgen ervan. Wordt met dat aspect rekening gehouden?

De heer Benoît Dispa (cdH) herinnert eraan dat de minister van Financiën, toen de ECB met het *quantitative easing*-programma voor de dag kwam, zijn bezorgdheid heeft geuit over de gevolgen ervan voor de spaartegoeden van de Belgen, want volgens hem bestond het gevaar voor een kunstmatige aantasting van de structuur van de rentevoeten, wat de waarde van de spaartegoeden van de Belgen zou kunnen

Or, les éléments suivants posent question:

— le rachat des obligations souveraines sera réalisé au prorata de la participation des États au capital de la BCE et par conséquent en fonction du poids économique de chaque État dans la BCE. Les États qui contribuent davantage au capital de la BCE seront donc les premiers bénéficiaires du rachat même si les États qui contribuent moins, comme la Grèce, ont un besoin plus important à pouvoir refinancer leurs dettes;

— ce sont les banques centrales nationales qui vont racheter prioritairement les obligations de leur propre gouvernement. Ne renationalise-t-on pas ainsi les dettes et la politique monétaire? Ne s'agit-il pas d'une régression en termes de solidarité européenne?;

— le rôle des banques privées en tant qu'intermédiaire reste important. Une intervention plus directe de la BCE auprès des États devrait à l'avenir être privilégiée. Par ailleurs, la BCE et les banques centrales nationales vont racheter des obligations détenues par des banques privées qui ont bénéficié en majeure partie d'aides de leurs États respectifs. En leur donnant la possibilité de revendre des obligations souveraines qu'elles ont pu acheter à bas prix, elles vont donc faire à nouveau un bénéfice;

— l'objectif de permettre aux banques privées de détenir assez de liquidités pour financer l'économie réelle relève plus d'un pari. Cette transformation des liquidités en soutien aux PME n'est pas automatique ni évidente. Quelles seront les obligations mises à charge des banques qui auront vendues des obligations souveraines à la BCE? Doivent-elles orienter les investissements vers les économies du futur par exemple? La dimension qualitative (priorisation des investissements à financer) semble manifestement absente de cet assouplissement quantitatif.

L'intervenant rappelle également que le contexte de déflation est aussi lié à une méfiance des acteurs économiques; méfiance elle-même causée par les conséquences liées aux politiques d'austérité. Cette réflexion est-elle prise en compte?

M. Benoît Dispa (cdH) rappelle que lors du lancement par la BCE du programme d'assouplissement quantitatif le ministre des Finances s'était dit inquiet des conséquences sur l'épargne des belges. Pour le ministre des Finances, il y aurait un risque de déformation artificielle de la structure des taux d'intérêt, ce qui pourrait ainsi influencer la valeur de l'épargne des belges. Par contre, le gouverneur de la Banque

beïnvloeden. De gouverneur van de Nationale Bank geeft daarentegen aan dat de omvang van de Belgische spaartegoeden problematisch is en dat hij voorstander van het programma van de ECB is. Liggen de uiteenlopende standpunten van de gouverneur en de minister intussen dichter bij elkaar?

Zal de ECB, voor de maandelijkse follow-up van het programma en de erin vervatte risico's, samenwerken met de Staten, de ministers van Financiën en eventueel de nationale parlementen?

Wat het gevaar voor een deflatoire spiraal betreft, is het de bedoeling het vertrouwen bij de consument en de belegger te herstellen. De spreker stelt echter een discrepantie vast tussen het bezuinigingsbeleid, dat op de economie in Europa weegt, en de betogen om de economie aan te zwengelen. Doet het begrotingsbeleid niet alle relance-inspanningen teniet?

Hoe kijkt de gouverneur in dat verband aan tegen de Griekse crisis, en welke impact zou het *quantitative easing*-programma kunnen hebben op het Belgische bankenlandschap?

De heer Peter Dedecker (N-VA) onderstreept dat ons land sinds december 2014 een deflatie meemaakt, die deels te verklaren is door een daling van de energieprijzen. Bij de deflatie door dalende energieprijzen, dat uiteraard weerslag heeft op al de rest, rijst de vraag of dit wel ongezonder is. Geert Noels noemt dit een vermindering van de belasting aan het buitenland.

Over de gevolgen bij een langer aanhoudende deflatie spreken velen over het uitstellen van consumptie, waar Japan een extreem voorbeeld van is. Japan heeft echter te kampen met nog andere problemen. Ondanks het feit dat er in België de voorbije maanden nooit zoveel over deflatie gesproken is en dagelijks luid geroepen werd dat de prijzen zouden dalen, bleef de consumptie door de gezinnen op pijl en was er van een uitstelgedrag geen sprake.

Investerings, dat is een andere zaak: dat is te wijten aan een gebrek aan vertrouwensklimaat. Om welke redenen geeft de gouverneur aan dat deflatie risico's inhoudt voor onze economie?

De spreker peilt eveneens naar de redenen waarom de particuliere banken enkele maanden geleden liever in Duitse obligaties met een negatieve rente investeerden dan dat zij hun liquide middelen onderbrachten bij de ECB. Kennelijk vertrouwden zij meer op Duitsland dan op de ECB.

nationale indique que l'importance de l'épargne belge est problématique et se montre favorable au programme de la BCE. Ces opinions divergentes se sont-elles rapprochées entretemps?

En ce qui concerne le suivi mensuel du programme et des risques que celui-ci comporte, la BCE va-t-elle associer les États, les ministres des finances et éventuellement les parlements nationaux?

Par rapport au risque de spirale déflationniste, l'objectif est de rétablir la confiance dans le chef des consommateurs et des investisseurs. L'orateur relève toutefois une contradiction entre les politiques d'austérité budgétaire qui plombent l'économie en Europe et les discours visant à relancer l'économie. La politique budgétaire ne sape-t-elle pas tous les efforts de relance?

A cet égard, quel est le sentiment du gouverneur sur la crise grecque et quel pourrait être l'impact du programme d'assouplissement quantitatif sur le paysage bancaire belge?

M. Peter Dedecker (N-VA) souligne que nous connaissons depuis le mois de décembre 2014 une déflation en partie due à une chute des prix de l'énergie. En cas de déflation due à la baisse des prix énergétiques, qui a évidemment des répercussions sur tout le reste, se pose la question de savoir si cette situation est bien malsaine. Geert Noels y voit une diminution des taxes payées à l'étranger.

S'agissant des conséquences d'une déflation persistante, beaucoup évoquent le report de la consommation, dont le Japon est un exemple extrême. Le Japon doit cependant faire face à d'autres problèmes encore. En dépit du fait qu'en Belgique, on n'a jamais autant parlé de déflation qu'au cours des derniers mois et que l'on a claironné tous les jours que les prix allaient baisser, la consommation des ménages s'est maintenue et on n'a pas observé d'attentisme.

Les investissements sont une autre affaire: c'est l'absence d'un climat de confiance qui explique le faible niveau d'investissement. Pour quelles raisons le gouverneur indique qu'une déflation comporte des risques pour notre économie?

L'intervenant s'interroge également sur les raisons pour lesquelles, il y a quelques mois, les banques privées ont préféré investir dans des obligations allemandes à taux négatif plutôt que de placer leurs liquidités auprès de la BCE? Elles avaient manifestement une confiance accrue dans l'Allemagne que dans la BCE.

Het *quantitative easing*-programma volgt op andere maatregelen van de ECB (TLTRO's, *covered bonds* en *asset-backed securities*). Heeft de ECB al onderzoek verricht naar de bestemming van de liquide middelen die uit de eerdere programma's zijn verkregen? Hoe groot is het aandeel dat uiteindelijk in de reële economie terecht is gekomen?

Hoe verloopt dan weer de coördinatie met de ECB, aangezien de nationale centrale banken alleen staatsobligaties van hun eigen land kunnen opkopen? Beschikt de ECB over middelen om de Nationale Bank ertoe aan te sporen het niet bij staatsobligaties te laten, maar ook ABS of *covered bonds* aan te kopen? Bestaat er volgens de ECB een ideale verhouding tussen die verschillende instrumenten?

Ten slotte hoopt de ECB, door uitvoering te geven aan het *quantitative easing*-programma, de euro te devalueren om de eurozone internationaal concurrentiëler te maken. Dit is goed voor de concurrentiekracht van de eurozone. Maar uiteraard is dit niet goed voor de koopkracht van onze gezinnen, zeker in België, in een open economie waar een groot deel van de consumptie naar het buitenland gaat via import. De maatregelen van de regering kunnen onze concurrentiekracht ten opzichte van onze belangrijkste handelspartners, onze buurlanden, verbeteren en zo goed zijn voor de koopkracht.

Maar de maatregel van de ECB heeft natuurlijk enkel effect op de concurrentiepositie van de eurozone ten opzichte van derde landen en niet zozeer op de concurrentiepositie van België ten opzichte van de buurlanden. Hoe groot acht de minister dit koopkrachtverlies? Is dit koopkrachtverlies groter dan het directe koopkrachtverlies dat men zou hebben in geval van een indexsprong, goed wetende dat een indexsprong indirect voor een toename van de koopkracht op macroniveau op langere termijn zorgt door de betere concurrentiepositie en opzichte van de buurlanden die eveneens lid zijn van de eurozone?

Mevrouw Karin Temmerman (sp.a) merkt op dat het verwachte effect van dit *quantitative easing*-programma hypothetisch blijft. Welke garanties kan de ECB geven dat het geld dat de banken massaal zullen binnenrijven, daadwerkelijk in de reële economie zal worden geïnvesteerd, aangezien de banken geen verplichting daartoe werd opgelegd?

De kans bestaat dat de banken de winst van de verkoop van hun staatsobligaties gewoon als dividenden aan hun aandeelhouders uitkeren.

Le programme d'assouplissement quantitatif fait suite à d'autres mesures prises par la BCE (TLTRO, "*covered bonds*" et "*asset-backed securities*"). La BCE a-t-elle déjà analysé la destination des liquidités issues des programmes précédents? Quelle est la quote-part qui a finalement été injectée dans l'économie réelle?

D'autre part, dans la mesure où les banques centrales ne peuvent racheter que des obligations souveraines de leurs pays, comment la coordination avec la BCE s'opère-t-elle? Cette dernière dispose-t-elle de moyens pour pousser la Banque nationale à ne pas se limiter à des obligations souveraines mais aussi à acheter des ABS ou des "*covered bonds*"? La BCE considère-t-elle qu'il existe une répartition idéale entre ses différents instruments?

Enfin, la BCE espère par la mise en œuvre de son programme d'assouplissement quantitatif dévaluer l'euro afin de rendre la zone euro plus compétitive à l'international. C'est une bonne chose pour la compétitivité de la zone euro, mais pas, bien sûr, pour le pouvoir d'achat de nos ménages, certainement en Belgique, dans une économie ouverte où une grande partie de la consommation bénéficie aux pays étrangers par le biais des importations. Les mesures du gouvernement peuvent améliorer notre compétitivité vis-à-vis de nos principaux partenaires commerciaux, les pays voisins, et être ainsi positives pour le pouvoir d'achat.

Mais la mesure de la BCE a bien sûr uniquement un effet sur la compétitivité de la zone euro vis-à-vis de pays tiers, et pas tellement sur la compétitivité de la Belgique vis-à-vis des pays voisins. À combien le ministre évalue-t-il cette perte de pouvoir d'achat? Est-elle plus importante que la perte de pouvoir d'achat directe qui résulterait d'un saut d'index, sachant qu'un saut d'index entraîne indirectement, à long terme, une augmentation du pouvoir d'achat au niveau macroéconomique grâce à l'amélioration de la compétitivité vis-à-vis des pays voisins, qui sont également membres de la zone euro?

Mme Karin Temmerman (sp.a) relève que les effets escomptés de ce programme d'assouplissement quantitatif restent hypothétiques. Quelles garanties la BCE peut-elle fournir que l'argent massif encaissé par les banques sera réellement injecté dans l'économie réelle dès lors que les banques n'y sont pas obligées?

Il est possible que les banques rétribuent simplement le bénéfice résultant de la vente de leurs obligations souveraines à leurs actionnaires sous forme de dividendes.

De spreekster herinnert eraan dat uit een onderzoek van UNIZO en van de Universiteit Antwerpen is gebleken dat de kleine ondernemingen het bijzonder moeilijk hebben om hun activiteiten te financieren; in meer dan een kwart van de gevallen (26,8 %) werd hun kredietaanvraag gedeeltelijk of volledig geweigerd.

Voorts vraagt de spreekster welke controle de Nationale Bank van België concreet kan uitoefenen op de Belgische banken die hun staatsobligaties hebben verkocht.

Tot slot rijst de vraag of het ECB-programma een impact zal hebben op de Griekse toestand.

Mevrouw Sophie Wilmès (MR) deelt het standpunt van de vorige sprekers. Zij merkt op dat de particulieren, ondanks de heel lage rentevoeten, nog steeds fors sparen en dat de ondernemingen hun investeringen uitstellen, dan wel de gevraagde kredieten niet krijgen. Het ECB-beleid klopt dus ergens niet.

Net als andere leden wenst de spreekster meer duidelijkheid over de maatregelen die de Nationale Bank van België kan nemen als zij vaststelt dat de banken speculatievere verrichtingen gaan uitvoeren. Voorts menen verschillende observatoren dat vooral landen zoals Italië en Spanje baat zullen hebben bij dit *quantitative easing*-programma, terwijl de landen die een aanpassingsprogramma moeten doorvoeren, aan extra criteria zullen moeten voldoen om ter zake in aanmerking te komen. Kan de gouverneur zich vinden in die analyse?

De heer Frédéric Daerden (PS) is ingenomen met de voluntaristische houding van de ECB. Hij wil wel een duidelijker antwoord op een aantal vragen:

— Wat is het tijdpad van de verwachte uitwerking van dit *quantitative easing*-programma? Worden de resultaten verwacht op korte, middellange of lange termijn?

— Welke impact zal dit programma hebben op de inflatie en de jobcreatie?

— De gouverneur heeft erop gewezen dat het risico op speculatieve zeepbellen bestaat en dat de NBB over macroprudentiële instrumenten beschikt om daartegen op te treden. Bestaan er geen middelen om preventief op te treden en de investeringen naar bepaalde sectoren te leiden?

— Welke impact heeft dit programma op het Belgische bankenlandschap en op de schuldgraad van de Staten?

Elle rappelle que selon une étude de l'UNIZO et de l'Université Antwerpen les petites entreprises ont extrêmement difficile à obtenir des financements: près d'un quart (26,8 %) d'entre elles ont vu leur demande de crédit partiellement ou intégralement refusée.

Par ailleurs, quel est le contrôle que la Banque nationale peut concrètement mettre en œuvre sur les banques belges ayant vendu leurs obligations souveraines?

Enfin, le programme de la BCE aura-t-elle un impact sur la situation grecque?

Mme Sophie Wilmès (MR) partage le point de vue des préopinants et observe que malgré la faiblesse des taux d'intérêts les particuliers continuent d'épargner massivement et que les entreprises reportent leurs investissements ou n'obtiennent pas les financements demandés. Il y a donc une part d'incertitude dans la politique menée par la BCE.

Comme d'autres collègues, l'intervenante souhaite obtenir plus de précisions quant aux mesures que la Banque nationale peut mettre en œuvre si elle constate que les banques s'orientent vers des scénarios plus spéculatifs. Par ailleurs, plusieurs observateurs estiment que ce sont surtout des pays comme l'Italie ou l'Espagne qui vont bénéficier de ce programme d'assouplissement quantitatif alors que les pays sous programme d'ajustement devront satisfaire à des critères d'éligibilité supplémentaires. Le gouverneur partage-t-il cette analyse?

M. Frédéric Daerden (PS) salue l'attitude volontariste de la BCE. Il souhaite obtenir des précisions sur les questions suivantes:

— quel est le *timing* de l'effet escompté de ce programme de *quantitative easing*? Les effets sont-ils attendus à court, moyen ou long terme?;

— quel sera l'impact sur l'inflation et sur la création d'emplois?;

— le gouverneur a pointé le risque de bulles spéculatives et l'existence d'outils macroprudentiels pour y faire face. N'existe-t-il pas des moyens pour agir préventivement et orienter les investissements vers des secteurs particuliers?;

— quel est l'impact du programme sur le paysage bancaire belge et sur le taux d'endettement des États?

— Kan de Nationale Bank de rentevoet van de aangekochte obligaties aanpassen en aldus het kostenplaatje van die aankoop drukken?

— Waarom treedt de NBB nog steeds op via de bankensector, veeleer dan directe leningen aan de Staten te verstrekken?

De heer Eric Van Rompuy (CD&V) merkt op dat de vergelijking met de crisis van de jaren '30 niet relevant is, aangezien de overheid destijds investeerde om de *liquidity trap* achter zich te laten. Thans liggen de zaken anders, omdat alle Staten aanzienlijke overheidstekorten hebben en dus niet over de financiële middelen beschikken om massaal in de economie te investeren. Het is dus de privésector die de economie uit het slop moet halen, en laat dat nu net het probleem zijn. Ondanks het risico op speculatieve zeepbellen heeft de ECB geen andere keuze dan de geldkraan open te zetten, om te bewerkstelligen dat de privébanken over meer liquide middelen beschikken en dat geld vervolgens aan de gezinnen en de ondernemingen te lenen. Die redenering ligt tevens ten gronde aan het plan-Juncker, volgens hetwelk de privésector wordt verondersteld 252 miljard euro op een totaal van 315 miljard euro in te brengen.

Wat een eventuele aantasting van de spaartegoeden van de Belgische gezinnen ingevolge het *quantitative easing*-programma betreft, merkt de spreker op dat de rentevoeten nu al historisch laag zijn. Wordt het sparen niet reeds ontmoedigd? Daar staat tegenover dat sommige spaarders misschien geneigd zullen zijn hun spaarcenten in aandelen te stoppen, wat uiteindelijk gelijkstaat met het financieren van de ondernemingen. Hoe staat de gouverneur tegenover de omvorming van het spaargeld van de gezinnen in investeringen voor de ondernemingen?

Tot slot rijst de vraag of het *quantitative easing*-programma de rendabiliteit van de banken zal verbeteren. Welk onderliggend mechanisme van dit programma zou de privébanken ertoe aanzetten te investeren, terwijl ze in principe alleen investeren in een omgeving waar vertrouwen heerst en in potentieel rendabele projecten — voorwaarden die nu ontbreken?

III. — ANTWOORDEN VAN DE GOVERNEUR

De heer Luc Coene beklemtoont dat de ECB een omgeving moet creëren waarin de Europese economie kan gedijen. Die groei hangt echter bovenal af van de tenuitvoerlegging van structurele hervormingen, zoals een hogere productiviteit en een efficiëntere arbeidsmarkt. De ECB beperkt zich ertoe die omgeving te

— la Banque nationale dispose-t-elle de la possibilité de revoir le taux d'intérêt des obligations rachetées, ce qui permettrait d'alléger la charge financière de ce rachat?;

— quelle est la raison pour laquelle la BCE continue d'agir par le truchement du secteur bancaire au lieu d'octroyer directement des prêts aux États?

M. Eric Van Rompuy (CD&V) fait remarquer que la comparaison avec la crise de 1930 n'est pas pertinente puisqu'à l'époque des investissements publics avaient été effectués pour sortir du "*liquidity trap*". Aujourd'hui, la situation est différente car les États ont tous des déficits publics importants et n'ont pas les moyens d'investir massivement dans l'économie. Il revient dès lors au secteur privé de relancer l'économie. C'est là toute la difficulté. Malgré les risques de bulles spéculatives, la BCE n'a pas d'autres choix que d'amorcer la pompe afin que les banques privées disposent de plus de liquidités pour prêter aux ménages et aux entreprises. C'est le même raisonnement qui est à la base du plan Juncker où le secteur privé est censé apporter 252 milliards d'euros sur un total de 315 milliards d'euros.

Sur la question d'une éventuelle atteinte à l'épargne des ménages belges à la suite du programme d'assouplissement quantitatif, l'intervenant relève que les intérêts sont déjà à un taux historiquement bas. L'épargne n'est-elle pas déjà découragée? Par contre, certains épargnants seront peut-être enclins à placer leurs argent dans des actions ce qui finalement équivaut à financer des entreprises. Quel est l'analyse du gouverneur sur cette question de la transformation de l'épargne des ménages en investissements pour les entreprises?

Enfin, le programme d'assouplissement quantitatif va-t-il améliorer la rentabilité des banques? Quel est le mécanisme sous-jacent à ce programme qui pousserait les banques privées à investir alors qu'elles n'investissent en principe que moyennant l'existence d'un climat de confiance ainsi que des perspectives de rentabilité, ce qui n'est pas le cas actuellement?

III. — RÉPONSES DU GOVERNEUR

M. Luc Coene, souligne que la BCE a pour mission de créer un climat où l'économie européenne peut croître. Cette croissance dépend toutefois en premier lieu de la mise en œuvre de réformes structurelles telles qu'une amélioration de la productivité et une meilleure efficacité du marché du travail. La BCE se limite à créer

creëren; het komt de overheden en de privésector toe die groei te bewerkstelligen.

Wat garanties betreft, herinnert de spreker eraan dat de banken alle instrumenten (deposito's, obligaties) van hun cliënten moeten vergoeden. Als de bank een deel van haar activa via de verkoop van de staatsobligaties omzet in liquide middelen maar niet opnieuw investeert, zal de rendabiliteit van de banken automatisch dalen. Ze zullen dan ook indirect onder druk worden gezet om die liquide middelen rendabel te maken.

De ECB en de Nationale Bank beschikken echter niet over instrumenten om de banken te verplichten dat geld te gebruiken, of het voor het ene dan wel voor het andere aan te wenden. In een markteconomie blijven de banken in dat opzicht volledig autonoom, ook al zijn ze zich bewust van de door de ECB verwachte resultaten. Prudentieel toezicht biedt bovendien de mogelijkheid speculatief gebruik op te sporen.

Het op 22 januari 2015 aangekondigde *quantitative easing*-programma is definitief en komt er zeker. Het treedt in werking op 1 maart 2015 en er wordt voor 60 miljard euro per maand aangekocht. Er komt follow-up; maandelijks zal een rapport worden opgesteld. Dit bedrag is onveranderlijk zolang het programma loopt, om de rechtszekerheid te waarborgen en het vertrouwen van de financiële sector en de bankensector te winnen. De ECB zal dus op de financiële markten obligaties aankopen tegen een prijs die ze vooraf bepaalt. Zodra het maximum van 60 miljard euro is bereikt, zal de ECB haar aankoopprogramma van de lopende maand stopzetten. De volgende maand zal het aankoopprogramma worden heropgestart.

Het programma zal in ieder geval niet onmiddellijk effect sorteren, omdat dit grotendeels afhangt van de tenuitvoerlegging van de structurele hervormingen in de landen van de eurozone. Als de structurele hervormingen worden uitgesteld, zal de impact van het *quantitative easing*-programma ook pas later voelbaar zijn. De spreker wijst er overigens op dat in de Verenigde Staten zelfs drie keer een *quantitative easing* nodig was voordat enige impact kon worden vastgesteld.

Van groei zal dus slechts sprake kunnen zijn als aan meerdere factoren is voldaan (daling van de energieprijzen, zwakke euro, *quantitative easing* en daadwerkelijke structurele hervormingen). Dat zal dus beslist niet op korte termijn het geval zijn.

In verband met de keuze van de ECB om via de bankensector te werken, herinnert de heer Coene eraan dat in Europa ondernemingen 75 % van hun middelen

ce climat mais il revient aux autorités et au secteur privé de générer cette croissance.

Quant à l'existence de garanties, l'intervenant rappelle que les banques doivent rémunérer l'ensemble des instruments (dépôts, obligations) de leurs clients. Si une partie de l'actif de la banque est transformé en liquidités suite à la vente des obligations souveraines mais n'est pas réinvesti, la rentabilité des banques va automatiquement diminuer. Dès lors, elles seront mises indirectement sous pression pour rentabiliser cet argent liquide.

La BCE et la Banque nationale ne disposent toutefois pas d'instruments pour obliger les banques à utiliser cet argent ni pour favoriser certaines utilisations plutôt que d'autres. Dans une économie de marché, les banques restent à cet égard totalement autonomes même si elles sont conscientes des résultats attendus par la BCE. En outre, un contrôle prudentiel permet de détecter des utilisations spéculatives.

Le programme d'assouplissement quantitatif annoncé le 22 janvier 2015 est décidé et définitif. Il entre en vigueur le 1^{er} mars 2015 et s'élève à 60 milliards d'euros par mois. Un suivi et un rapport mensuel sera établi. Ce montant est invariable pour toute la durée du programme afin de garantir une sécurité juridique et obtenir la confiance du secteur bancaire et financier. La BCE achètera donc des obligations sur les marchés financiers à un prix qu'elle fixera à l'avance. Une fois la limite des 60 milliards d'euros atteinte, la BCE arrêtera son programme de rachat du mois en cours. Le mois suivant, le programme de rachat est relancé.

L'impact du programme n'est certainement pas à attendre dans l'immédiat puisqu'il dépend en grande partie de la mise en œuvre des réformes structurelles dans les pays de la zone euro. Si les réformes structurelles sont reportées, les effets du programme d'assouplissement quantitatif seront également reportés. Par ailleurs, l'intervenant rappelle qu'aux États-Unis il a fallu pas moins de trois *quantitative easing* avant qu'un impact ait pu être mesuré.

C'est donc une conjonction de différents facteurs (une baisse du prix de l'énergie, la faiblesse de l'euro, un assouplissement quantitatif et l'existence de réformes structurelles) qui pourront relancer la croissance. On n'est donc certainement pas dans le court terme.

A la question relative au choix de la BCE d'agir au travers du secteur bancaire, l'intervenant rappelle qu'en Europe les entreprises se financent à concurrence de

ophalen bij de banken en 25 % op de financiële markten; de bankensector is dus een zeer belangrijke tussenschakel om met de ondernemingen in contact te komen. In de Verenigde Staten is net het omgekeerde het geval: daar worden de bedrijven voor 75 % door de financiële markten gefinancierd en voor 25 % door de banken.

Op de vraag van de heer Dispa geeft de gouverneur aan dat de ECB alleen maar gebruik kan maken van instrumenten inzake monetair beleid. Ze kan moeilijk ingrijpen in het begrotingsbeleid, temeer omdat de meeste landen van de eurozone ofwel een overheidstekort hebben dat de grens van 3 % van het bbp benadert, ofwel een overheidsschuld van meer dan 60 % van het bbp. Er is dus geen speling. Volgens de spreker is het aangaan van schulden trouwens nooit een echte oplossing geweest om de groei weer op gang te brengen. Hij herinnert eraan dat de crisis van 2010 ontstaan is uit de vrees van de banken dat ze niet zouden worden terugbetaald door de Staten met een torenhoge overheidsschuld. Diezelfde Staten kregen ook geen toegang meer tot de kapitaalmarkten, zodat de Europese Unie en het IMF verplicht waren bij te springen en geld ter beschikking te stellen. Net als voor de gezinnen zijn er ook voor de Staten grenzen aan geld lenen en schulden aangaan.

Mevrouw Karin Temmerman (sp.a) spreekt die analyse tegen. Ze herinnert eraan dat de Belgische overheidsschuld nog maar enkele jaren geleden 80 % van het bbp bedroeg; nu is dat meer dan 106 % van het bbp. Die forse vermeerdering is het resultaat van het ingrijpen van de Staat in 2008 om de bankensector te redden.

De heer Coene is het daar niet mee eens. De hulp die aan de banken is toegekend in de vorm van kapitaal is niet in het tekort opgenomen. De stijging van de Belgische overheidsschuld is niet volledig te wijten aan de redding van de banken, maar heeft ook te maken met het slabakken van de economie na de bankencrisis; dat is iets anders. Bovendien zijn in die periode de staatsuitgaven blijven stijgen, ondanks de verslechterende economie.

Op de vraag van de heer Dedecker antwoordt de heer Coene dat de rentevoet van de ECB van dag tot dag schommelt, terwijl de rentevoet van de Duitse obligaties vaststaat voor tien jaar — die twee rentevoeten kunnen dus niet zomaar worden vergeleken. Het is normaal dat in een periode van onzekerheid, investeerders zekerheid op lange termijn verkiezen, ook als de opbrengst minder is. Niet enkel Duitsland maar ook landen als Oostenrijk, Nederland en België hebben daarvan geprofiteerd.

De verkoop van obligaties door de banken zal deze laatste ongetwijfeld een *one shot*-voordeel opleveren,

75 % auprès des banques et de 25 % auprès des marchés financiers. Le secteur bancaire constitue donc un moyen très important en vue de toucher les entreprises. Il convient de relever que c'est tout le contraire aux États-Unis où les entreprises se financent à concurrence de 75 % auprès des marchés financiers et de 25 % auprès des banques.

A la question de M. Dispa, le gouverneur précise que la BCE ne peut agir que par le biais d'instruments de politique monétaire. Il lui est difficile d'agir sur les politiques budgétaires et ce d'autant plus que la plupart des pays de la zone euro ont soit un déficit public proche du seuil de 3 % du PIB soit une dette publique supérieure à 60 % du PIB. Il n'y a donc pas de marge de manœuvre. Par ailleurs, l'intervenant estime que l'endettement n'a jamais été une réelle solution pour relancer la croissance. Il rappelle que la crise de 2010 est née d'une crainte des banques de ne pas être remboursées par les États qui affichaient des dettes publiques gigantesques. Ces mêmes États n'ont plus eu accès aux marchés des capitaux de sorte que l'Union européenne et le FMI ont été contraints d'intervenir et de mettre à disposition des financements. Comme pour les ménages, il y a pour les États une limite à l'emprunt et à l'endettement.

Mme Karin Temmerman (sp.a) réfute cette analyse. Elle rappelle qu'il y a quelques années encore la dette publique belge s'élevait à 80 % du PIB. Elle dépasse actuellement les 106 % du PIB. Cette augmentation importante est la conséquence de l'intervention en 2008 de l'État pour sauver le secteur bancaire.

M. Coene ne partage pas cette opinion. L'aide octroyée aux banques sous forme de capital n'a pas été reprise dans le déficit. L'augmentation de la dette publique belge n'est pas intégralement imputable au sauvetage des banques. Elle est liée à la dégradation de l'économie qui a suivi la crise bancaire; ce qui est différent. En outre, durant cette période, l'augmentation des dépenses de l'État s'est poursuivie malgré la détérioration de l'économie.

A la question posée par M. Dedecker, M. Coene souligne que le taux d'intérêt de la BCE varie au jour le jour alors que le taux des intérêts des obligations allemandes est fixé à 10 ans. On ne peut donc pas comparer ces deux taux. Dans une période d'incertitude, il est normal que les investisseurs préfèrent la sécurité à long terme même si le rendement est inférieur. L'Allemagne mais aussi d'autres pays comme l'Autriche, les Pays-Bas et la Belgique ont profité de cela.

La vente d'obligations pour les banques engendrera certainement un bénéfice *"one shot"* pour celles-ci

maar als de opbrengst uit die verkoop niet op een of andere manier opnieuw wordt geïnvesteerd, dan zullen de banken geld verliezen als gevolg van de negatieve rentestanden bij de ECB. De kans is dus groot dat de banken die liquide middelen opnieuw in de reële economie zullen pompen. Het opzet is consumptie te stimuleren door krediet te stimuleren.

Inzake macroprudentiële instrumenten beschikt de Nationale Bank over verschillende actiemiddelen, vooral ten aanzien van investeringen in vastgoed: de Nationale Bank kan het kapitaal verhogen dat de banken als tegenwaarde moeten aanhouden, zij kan de leningen beperken naar gelang van de waarde van de onderliggende activa, of zij kan de door de ontleners verschuldigde maandelijkse aflossingen beperken.

De heer Coene onderstreept dat de *quantitative easing* theoretisch neutraal en identiek voor alle landen is. Uiteraard hebben sommige landen er meer nood aan dan andere; zo valt te verwachten dat men met name in Italië en Spanje meer gebruik zal maken van het programma. In een land als Griekenland zal bovendien een aangepast programma voor structurele hervormingen noodzakelijk zijn opdat het programma van de ECB ten uitvoer kan worden gelegd en tastbare resultaten kan opleveren.

Algemeen zal het tijdpad van de impact van het *quantitative easing*-programma afhangen van de maatregelen ter ondersteuning van de structurele hervormingen. Dit zal de algemene impact van het programma bepalen. In deze fase kan die impact op de werkgelegenheid of op de productiviteit moeilijk worden ingeschat.

Volgens de heer Coene zal het programma geen gevolgen hebben voor het Belgische bankenlandschap; elke bank zal autonoom beslissen over de nadere regels waaraan de verkoop van haar activa moet voldoen.

Dit programma heeft geen weerslag op de schuldgraad, maar zal alleen gevolgen hebben voor de rentevoeten van de overheidsleningen; die zullen nog iets meer dalen. Dat is een goede zaak voor de landen met een hoge overheidsschuld, omdat hun rentelasten iets lager zullen uitvallen. Gezien de huidige lage rentevoeten blijft dat verschil echter beperkt.

Wat het spaargedrag van de Belgen betreft, is het inderdaad de bedoeling de spaarders aan te zetten om te investeren in activa met een iets groter risico maar met een hoger rendement (bijvoorbeeld aandelen, waarmee de ondernemingen hun investeringen kunnen financieren). Dat neemt niet weg dat de structurele hervormingen die de economie moeten aanwakkeren, ook uitvoering moeten krijgen.

mais si le produit de cette vente n'est pas réinvesti d'une manière ou d'une autre, les banques perdront de l'argent vu les taux négatifs de la BCE. Il est donc probable que les banques réinjecteront ces liquidités dans l'économie réelle. Il s'agit de stimuler le crédit afin de stimuler la consommation.

En termes d'instruments macroprudentiels, la Banque nationale dispose de différents moyens d'actions surtout si des investissements immobiliers sont effectués: la Banque nationale peut augmenter le capital que les banques doivent détenir en contrepartie, limiter les prêts en fonction de la valeur du sous-jacent ou encore limiter les mensualités que doivent payer les emprunteurs.

M.Coene souligne que l'assouplissement quantitatif est théoriquement neutre et identique pour tous les pays. Certes, certains pays en ont plus besoin que d'autres de sorte que l'on peut s'attendre à ce que le programme sera plus utilisé en Italie ou en Espagne. Par ailleurs, dans un État comme la Grèce, il faudra en outre un programme adapté de réformes structurelles pour que le programme de la BCE puisse être mis en œuvre et produire des résultats tangibles.

De manière générale, le timing de l'impact du programme d'assouplissement quantitatif dépendra des mesures de soutien aux réformes structurelles. Cela déterminera l'impact global du programme. A ce stade, il est difficile de modéliser cet impact sur l'emploi ou la productivité.

M.Coene estime qu'il n'y aura pas d'impact sur le paysage bancaire belge; chaque banque décidera de manière autonome des modalités de vente de ses actifs.

L'impact sur l'endettement est inexistant. Le seul impact portera sur les taux des emprunts souverains qui baisseront un peu plus. Cela soulagera les pays qui ont des dettes publiques élevées puisque leurs charges d'intérêts diminueront un peu plus. Mais cete marge reste limitée vu les taux planchers actuels.

Sur la question de l'épargne, l'objectif est en effet de pousser les épargnants à investir dans des actifs un peu plus risqués mais qui auront un rendement plus élevé. Cela peut prendre la forme d'actions qui permettent aux entreprises de financer leurs investissements. Toutefois, il faut que les réformes structurelles censées relancer l'économie soient également mises en œuvre.

Tot slot past het plan-Juncker in dat streven naar economische relance. Het is complementair met de door de ECB genomen maatregelen.

De rapporteurs,

Sophie WILMÈS
Peter DEDECKER

De voorzitter,

Eric VAN ROMPUY

Enfin, le plan Juncker participe également de cette volonté de relance économique et est complémentaire aux mesures adoptées par la BCE.

Les rapporteurs,

Sophie WILMÈS
Peter DEDECKER

Le président,

Eric VAN ROMPUY