

## HET MONETAIR BELEID EN DE ROL VAN DE CENTRALE BANKEN DE KOMENDE TIEN JAAR

---

Toespraak van de heer Guy Quaden, gouverneur van de Nationale Bank van België, ter gelegenheid van de 70ste verjaardag van het "Tijdschrift Bank- en Financieuzen" en van "Bank- en Financieel Recht", Belgisch Financieel Forum, 26 oktober 2006

Dames en heren,

Met genoeg grijp ik de gelegenheid aan om hier in te gaan op het monetair beleid - in het bijzonder van het Eurosysteem - en op de rol die weggelegd is voor de centrale banken. De organisatoren van deze viering van de 70ste verjaardag van het "Tijdschrift Bank- en Financieuzen" en "Bank- en Financieel recht" hebben onze blik willen laten uitgaan naar de toekomst. Het idee is prima maar de uitvoering delicaat: volgens de beroemde boutade is voorspellen moeilijk, vooral de toekomst. Zo dachten velen tien jaar geleden nog dat het Europees monetair beleid nooit tot stand zou komen. Ik was niet een van hen, wat me uiteraard niet vrijwaart tegen de verrassingen die de Geschiedenis ons brengen kan.

Het adagium luidt nochtans terecht dat besturen vooruitzien is. Ik meen ook dat het rekening houden is met de onzekerheid waarmee elke voorspelling omgeven is en dienovereenkomstig handelen. Het is in het bijzonder de opdracht van de centrale banken om alles in het werk te stellen om de risico's juist in te schatten bij de uitoefening van hun twee voornaamste taken, die ik achtereenvolgens zal behandelen: zorgen voor monetaire en financiële stabiliteit.

\*

\* \*

Zoals jullie weten is de hoofddoelstelling van het monetair beleid van het Eurosysteem: het handhaven van de prijsstabiliteit in het eurogebied. Ik denk niet dat die doelstelling opnieuw ter discussie zal worden gesteld, want daartoe is een wijziging van het Europees Verdrag nodig. Ik wil vooral niet aannemen dat de lessen zullen worden vergeten die werden getrokken uit de bittere ervaring van de deflatie en de inflatie in de vorige eeuw, noch de bevindingen van talrijke economen, waaronder Phelps (de recente winnaar van de Nobelprijs), met betrekking tot het belang van de verwachtingen van de economische subjecten en de inefficiëntie, of zelfs de hinder van een beleid, dat ernaar streeft de korte-termijnafweging tussen inflatie en werkloosheid overmatig uit te buiten.

Is het nodig erop te wijzen dat inflatiebeheersing en ondersteuning van de activiteit niet tegenstrijdig zijn maar dat prijsstabiliteit integendeel de noodzakelijke - zij het uiteraard ontoereikende - voorwaarde is voor een duurzame groei. Ze komt de economische activiteit op de middellange en de lange termijn ten goede, door het vertrouwen van de consumenten, en dus hun vraag, te ondersteunen en door de risicopremies vervat in de lange rente te verminderen, wat de investeringen in de hand werkt.

Tot nu toe zijn de institutionele bepalingen van het verdrag, zoals de aan het Eurosysteem verleende onafhankelijkheid, en de door de Raad van bestuur van de ECB aangenomen monetaire-beleidsstrategie, met name de definitie van prijsstabiliteit, de verankering van de inflatieverwachtingen opvallend ten goede gekomen. Zo hebben ze de monetaire-beleidsvoering een aanzienlijke flexibiliteit geboden, hoewel de inflatie zelf, in een context gekenmerkt door een sterke stijging van de oliepijzen, de drempel van 2 pct. herhaaldelijk heeft overschreden, zij het licht.

Zal dat ook in de toekomst het geval zijn? Verhult het schijnbare succes van die politiek niet een aantal gevaren? In welke mate zal de Europese monetaire-beleidsvoering worden beïnvloed door de aan de gang zijnde structurele veranderingen? Ik zal kort ingaan op de mogelijke weerslag van sommige van die veranderingen: de mondialisering, de ontwikkelingen van de productiviteit en de demografie alsook de toenemende rol van de financiële markten.

De opkomst van grote landen zoals China en India op het mondiale economische toneel heeft geleid tot radicale relatieve-prijsveranderingen. Enerzijds heeft zulks, door bij te dragen tot een krachtige groei van de wereldeconomie, een prijsstijging van de grondstoffen, waaronder aardolie, veroorzaakt, hoewel geopolitieke spanningen en speculatie hierbij ook een rol hebben gespeeld. Anderzijds heeft die ontwikkeling een neerwaartse druk uitgeoefend op de prijzen van de arbeidsintensieve fabricaten, of zelfs van sommige diensten.

Afgezien van de rechtstreekse effecten via de invoerprijzen, heeft de mondialisering het totale aanbod en de concurrentiedruk doen toenemen. Net als de geloofwaardigheid van het monetair

beleid, heeft ze geholpen de tweede-ronde-effecten van de olieschok in te tomen en de impact van bezettingsgraad van de binnenlandse productiecapaciteit - kapitaal en arbeid - op de inflatie af te zwakken, wat de economen de afvlakking van de Phillipscurve noemen. Het is niet zeker dat die ondersteuning van het handhaven van de prijsstabiliteit in de loop van het komende decennium zal aanhouden, met name indien verzet uit protectionistische hoek het zou halen. De precieze beoordeling van de door de mondialisering teweeggebrachte wijzigingen in de economische betrekkingen wordt een belangrijke uitdaging voor het Eurosysteem.

De globalisering is ook financieel van aard, en ze biedt de mogelijkheid om de risico's beter te spreiden, de middelen efficiënter toe te wijzen en de lopende saldi makkelijker te financieren. De huidige configuratie van de externe onevenwichtigheden is evenwel paradoxaal, aangezien de Verenigde Staten - om Kenneth Rogoff te citeren - van het omvangrijkste buitenlandse hulpprogramma uit de wereldgeschiedenis profiteren. De Aziatische landen hebben tot dusver immers een voorkeur aan de dag gelegd voor een exportgeleide groei en voor de accumulatie van deviezenreserves, en de olieproducerende landen hebben ook steeds meer vorderingen op het buitenland gevormd, terwijl de geringe particuliere spaarneiging in de Verenigde Staten - die onder meer te maken heeft met de vermogenseffecten van de gestegen vastgoedprijzen - nu ook hand in hand gaat met een aanzienlijk overheidstekort. De financiering van de netto-invoer van de Verenigde Staten is tot op heden zonder schokken en tegen opvallend lage rentetarieven kunnen verlopen, dank zij het spaaroverschot buiten dit land, maar de Amerikaanse economie kan niet tot in het oneindige buitenlandse schulden blijven opstapelen. In de afgelopen twee jaar waren een eerste versoepeling van het wisselkoersbeleid en de concrete wilsuiting om de plattelandsontwikkeling te bevorderen in China, het herstel van de binnenlandse vraag in Japan en het eurogebied, de terugkeer naar een neutraal monetair beleid en de afkoeling van de vastgoedmarkt in de Verenigde Staten, evenzoveel bemoedigende tekenen voor het verdwijnen van de onevenwichtigheden. Er zullen evenwel nog meer stappen moeten worden gezet om het risico af te wenden van een scherpe correctie als gevolg van buitensporige wisselkoersbewegingen en een opflakking van de lange rente. Europa moet zijn bijdrage leveren aan de gezamenlijke inspanningen, door de investeringen en de groei te bevorderen via structurele hervormingen.

Binnen het eurogebied lijkt de synchronisatie van de economische cycli te zijn toegenomen, maar er blijven toch nog hardnekkige groeiverschillen bestaan. Enerzijds betreft het een normaal fenomeen, dat zelfs wenselijk is in het geval van een "inhaalproces". Voor het overige is het de taak van de nationale overheden en sociale partners om de structurele problemen van hun economie te verhelpen. De Eurogroep zou moeten worden versterkt, niet zozeer om zich in te laten met het monetaire beleid - wat krachtens het Verdrag in ieder geval verboden is - maar met het oog op een kritische doorlichting en een betere coördinatie van de andere beleidsdomeinen.

De politieke beleidsbepalers van de Europese landen staan immers voor de dubbele uitdaging om de overheidsfinanciën voor te bereiden op de effecten van de bevolkingsvergrijzing en het

Lissabonprogramma ten uitvoer te brengen. Want Europa zou in staat moeten zijn om zijn productiviteit te verhogen, zonder evenwel af te zien van een degelijke sociale bescherming, onder meer door optimaal gebruik te maken van de nieuwe informatie- en communicatietechnologieën, naar het voorbeeld van de Amerikaanse economie. Een soepeler en meer dynamische economie zou de mogelijkheid moeten bieden om de groei aan te zwengelen en de werkloosheid terug te schroeven zonder inflatoire spanningen teweeg te brengen. Het monetaire beleid zal hier desgevallend rekening mee houden.

De weerslag van de relatief langzame demografische veranderingen op de monetaire-beleidsvoering is in principe vrij beperkt. De centrale banken zullen evenwel waakzaam blijven ten aanzien van het risico van onverhoedse veranderingen tijdens de demografische overgangsfase. Vandaag de dag zou de hoge spaarquote in sommige landen, die tevens bijdraagt tot de lage rente, kunnen te maken hebben met de spaarneiging van de babyboomgeneratie die nog aan het werk is, en met de onzekerheden die verband houden met de ontwikkeling van de openbare pensioenstelsels. De manier waarop de overheden de toekomst van deze stelsels verzekeren, zal bepalend zijn. Daarnaast kan de vergrijzing van de bevolking leiden tot een wijziging in het transmissiemechanisme van het monetaire beleid, waarbij het belang van het kredietkanaal wordt verkleind en dat van de vermogenseffecten wordt vergroot.

Dit brengt ons tot de laatste structurele verandering die ik zou willen bespreken, namelijk de groeiende rol van de financiële markten. Deze ontwikkeling heeft heel wat gevolgen voor het monetaire beleid. Ik zal er slechts twee vermelden: de inaanmerkingneming van het prijsverloop van de activa, en het belang van communicatie.

Hoewel prijsstabiliteit - door de verstoringen als gevolg van niet-verwachte inflatieschommelingen uit te sluiten - bijdraagt tot de stabiliteit van de financiële markten, vormt zij er toch geen garantie voor. Soms wordt zelfs vermoed dat de verankering van de inflatieverwachtingen, onder de gecombineerde invloed van de toenemende geloofwaardigheid van het monetaire beleid en de globalisering, een factor is die de onderschatting van de risico's en de financiële uitbundigheid in de hand werkt. Volgens sommigen zouden de centrale banken, doordat ze zich geen zorgen hoeven te maken over de inflatievooruitzichten op de korte termijn, de schuldenlast laten aangroeien en financiële zeepbellen laten ontstaan. Deze ontwikkelingen zouden kunnen leiden tot financiële crises, en in een later stadium zelfs tot deflatie. De centrale banken zouden bovendien de neiging vertonen om op asymmetrische wijze te reageren, waarbij vooral de effecten van een prijsdaling van de activa zouden worden gecompenseerd, hetgeen door de verzekering die zij aldus lijken te bieden (men spreekt van een "Greenspan put"), een moral hazard-probleem doet rijzen. Het leidt geen enkele twijfel dat het debat over de inaanmerkingneming van de prijsontwikkelingen van activa in de monetaire-beleidsvoering nog zal aanhouden in de eerstvolgende jaren, aangezien de moeilijkheden van een preventief optreden niet te verwaarlozen

zijn, zowel in termen van diagnose van eventuele overschattingen als in termen van prognose en dosering van een aangepaste verkrapting van het monetaire beleid.

In ieder geval is de Raad van Bestuur van de ECB - behalve voor de waardering van de risico's voor de prijsstabiliteit op de korte en middellange termijn als gevolg van vraag- en aanbodschokken die de economie treffen - ook waakzaam voor de risico's op de langere termijn, die kunnen voortvloeien uit een eventuele opstapeling van onevenwichtigheden, terwijl de Raad ook erkent dat het bepalen van de evenwichtswaarden problemen kan stellen. De monetaire analyse kan hierbij een rol spelen. Het verband tussen het verloop van M3 en dat van de prijzen op de middellange termijn lijkt weliswaar te zijn verslapt, precies als gevolg van de groeiende weerslag van de portefeuillegebonden overwegingen op de vraag naar geld, en misschien als gevolg van een breuk door de wijziging in het monetaire stelsel. Daarentegen kan de studie van de krediet- en liquiditeitsgegevens, samen met die van de indicatoren inzake de waardering van de activaprijzen en de macro-economische omgeving, ons inzicht bieden in de eventuele opstapeling van financiële onevenwichtigheden: dit doet een nieuw onderzoeksgebied ontstaan.

Tot slot dient de analyse, hoewel ze onvermijdelijk complex is, tevens duidelijk te worden overgebracht. Het Eurosysteem heeft overeenkomstig haar onafhankelijkheidsbeginsel de verplichting om aan het grote publiek verslag uit te brengen over de bereikte resultaten. Het belang van de financiële markten in de transmissie van haar beleid - alles welbeschouwd heeft het Eurosysteem alleen een sterke greep op de zeer kortlopende rente van de geldmarkt - vereist bovendien een grote transparantie ten aanzien van de motivering van de monetaire-beleidsbeslissingen. De persconferentie na afloop van de vergaderingen van de Raad van Bestuur van de ECB die gewijd zijn aan het monetaire beleid, vormt hiervan een voorbeeld. De Raad is dit jaar nog een stapje verder gegaan door aanwijzingen te geven over de toekomstige oriëntatie van de rente, op voorwaarde dat een macro-economisch basisscenario wordt verwezenlijkt. Dit voorwaardelijke karakter dient sterk te worden benadrukt. In werkelijkheid vloeit de voorspelbaarheid van de monetaire-beleidsbeslissingen in de eerste plaats voort uit de duidelijkheid van de strategie.

\*

\* \*

Het monetaire beleid alleen kan niet zorgen voor monetaire én financiële stabiliteit. Zolang de financiële markten niet onderhevig zijn aan grote schokken, en dit was het geval gedurende de eerste decennia na de oorlog, kon het thema van de financiële stabiliteit min of meer op het achterplan blijven. Sinds het einde van de jaren 70 hebben de deregulering, de internationalisering van de activiteiten en markten, en vooral de toenemende complexiteit van de financiële technieken en producten, de kaarten evenwel flink door elkaar geschud.

Hoewel de conjunctuurcycli de neiging hebben vertoond om aan amplitude in te boeten, zijn de schokken waaraan de financiële markten onderhevig waren, talrijker geworden: de bankcrises in Japan en in de Scandinavische landen in het begin van de jaren 90; vervolgens de Aziatische crisis, de opschorting van de schuldbetalingen in Rusland en Argentinië, en het faillissement van LTCM; en meer recentelijk de beurscrisis, de aanslagen van 11 september en de boekhoudkundige schandalen in de Verenigde Staten. Deze woeligere omgeving heeft de aandacht opgeëist van de centrale banken, die er aldus toe werden gebracht hun bijdrage aan de financiële stabiliteit te herbekijken.

De denkoefeningen waren hoofdzakelijk gericht op twee grote krachtlijnen. Uitgaande van het principe dat voorkomen altijd beter is dan genezen, hebben de centrale banken macroprudentiële toezichtstructuren ontwikkeld om de voortekenen voor de kwetsbaarheid van het financiële stelsel op te sporen. Aangezien deze structuren het evenwel nooit zullen mogelijk maken zich in alle omstandigheden te behoeden voor eventuele incidenten, dienen tevens procedures en mechanismen voor crisisbeheersing te worden opgezet. Ik zou deze twee polen even in het kort willen schetsen.

Sommige centrale banken, met name in het eurogebied, zijn sinds geruime tijd belast met het zogenaamde microprudentiële toezicht op de financiële instellingen. De enkele voorbeelden die ik zonet heb vermeld, volstaan ruimschoots om de noodzaak aan te tonen om dit toezicht op de risico's van afzonderlijke faillissementen aan te vullen met een opvolging van de macro-economische implicaties die kunnen voortvloeien uit turbulente ontwikkelingen of incidenten die het financiële stelsel als geheel aantasten. Deze macroprudentiële benadering is één van de belangrijkste taken van de centrale banken geworden, ongeacht of ze wel of niet belast zijn met het toezicht op de afzonderlijke instellingen.

De specifieke aard van de macroprudentiële analyse wordt niet enkel bepaald door de schaal, maar is ook een kwestie van perspectief. Voor een toezichthouder zijn de macro-economische omgeving en de financiële markten exogene variabelen die kunnen inwerken op de situatie van de individuele banken. In een macroprudentiële benadering worden die variabelen als endogeen beschouwd om rekening te houden met de invloeden die het algemene gedrag van de financiële instellingen kan uitoefenen op de financiële markten en de economie als geheel. De marktdeelnemers reageren vandaag de dag veel sneller dan voorheen op gemeenschappelijke informatiebronnen. Dit verhoogt het gevaar voor een veralgemening van gedrag dat, ook al kan het worden gerechtvaardigd voor afzonderlijke instellingen, systeemproblemen dreigt te veroorzaken wanneer een groot aantal instellingen het gelijktijdig gaat vertonen.

Het is niet gemakkelijk een goed inzicht te krijgen in de dynamiek van het marktgedrag. Er blijft nog heel wat vooruitgang te boeken. Op internationaal vlak vormt het Financial Sector Assessment Program (FSAP) van het Internationaal Monetair Fonds een stimulans voor dit soort analyse; dat

programma stelt de autoriteiten in staat zowel te profiteren van een externe visie als het nationale financiële systeem te vergelijken met andere. België heeft zich onlangs met gunstig gevolg aan dat programma onderworpen. Terzelfder tijd brengen tal van centrale banken, waaronder de Nationale Bank van België, hun eigen analyse en evaluatie van het nationale financiële systeem ter kennis in specifieke publicaties als een "Financial Stability Review" of "Report". In die publicaties leggen de centrale banken de nadruk op de banden en interdependenties tussen instellingen, op de besmettingskanalen en -processen of ook op de gevallen van blootstelling aan gemeenschappelijke risico's.

De preventieve analyses en controles kunnen niet wegnemen dat de autoriteiten zich moeten voorbereiden om, zo nodig, een meer helende rol te vervullen. Dit valt onder de tweede pijler van de actie van de centrale banken inzake financiële stabiliteit, namelijk het beheer en de oplossing van crisissen, onder meer via de functie van geldschieter in laatste instantie.

De centrale banken blijven terecht zeer op hun hoede en willen te allen prijzen vermijden dat zij de marktdeelnemers ertoe aanzetten te anticiperen op een snel of zelfs automatisch optreden van de autoriteiten om een probleem op te lossen zodra dit enige omvang aanneemt. Ze zijn ook zoveel mogelijk voorstander van oplossingen die de markten hebben uitgewerkt. Vaak beschikken deze immers zelf over de middelen en competenties om te reageren op schokken en zich aan te passen.

De noodzaak van een overheidsoptreden is echter niet uit te sluiten. In dat geval moet een zeer duidelijk principe gelden. De financiële gevolgen verbonden aan het oplossen van een crisis moeten zoveel mogelijk worden gedragen door de instellingen in moeilijkheden, hun beheerders, hun aandeelhouders en in voorkomend geval hun schuldeisers. De klassieke constructieve dubbelzinnigheid die de centrale banken vaak aanhalen moet gepaard gaan met deze spijkerharde zekerheid.

Op internationaal vlak werd grote vooruitgang geboekt in de voorbereidingen op het gebied van crisisbeheer door het organiseren van simulatie-oefeningen. Dergelijke oefeningen werden onlangs gehouden door het Eurosysteem voor het eurogebied en tussen de centrale banken, toezichthouders en Thesauries voor de hele Europese Unie. Ze hebben het belang aangetoond van een goede coördinatie en wezen op de wisselwerking tussen de toezichthoudende autoriteiten en de marktdeelnemers, maar ook op de onvermijdelijke belangenconflicten die bij een crisis ontstaan. Het is dus van het allergrootste belang dat via regelmatige contacten een wederzijds vertrouwen wordt opgebouwd.

Dit is vanzelfsprekend en zelfs vooral het geval op nationaal vlak. Het is ook van groot belang dat de Nationale Bank van België op hoog niveau contacten onderhoudt met de belangrijkste banken van het land, nl. zij die het grootste systeemrisico vertegenwoordigen. De informatie die tijdens

deze ontmoetingen wordt uitgewisseld en de bekommernissen die er worden geuit vormen de basiselementen voor de goede uitvoering van onze taak op het gebied van financiële stabiliteit.

Er dienen ook nauwe banden te bestaan tussen de centrale bank en de toezichhoudende autoriteiten. Ik wil hier graag een van onze bekende landgenoten en collega's Alexandre Lamfalussy citeren, die zei: "To take the right decision in a situation where central banks would be called upon to pump liquidity or, in extreme case, to provide emergency liquidity, central banks need a "real time" insight into the working of the financial system as a whole, and of banks in particular. The organisation of the channels through which such insight is obtained is an extremely difficult task. My concern is that those central banks which do not have an operational involvement in bank supervision would find it hard to gather the appropriate information".

"Operational involvement" betekent niet de taak op zich nemen, maar moet veel verder reiken dan vrijblijvende contacten en informatie-uitwisseling. Het is het hoofddoel van de hervorming van het institutionele landschap van het toezicht in België die de wet van 2002 tot stand heeft gebracht en de bestaansreden voor het versterken van de banden en synergieën tussen de Nationale Bank van België en de Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen. Het bereiken van een goed evenwicht, de uitvoering van deze "extremely difficult task" maken het mijns inziens noodzakelijk dat in de nabije toekomst werk wordt gemaakt van een evaluatie van de toepassing van de wet van 2002 en de architectuur die deze wet heeft bepaald. De Economische en Monetaire Unie zal trouwens ook een gelijkaardig onderzoek moeten verrichten. Om het met een ander citaat van Alexandre Lamfalussy te zeggen: "To act swiftly and efficiently in a potential crisis situation, you need few interlocutors and simple communication lines. With those objectives in mind, we should have a hard look at our current institutional arrangements in the field of crisis prevention and management. These arrangements seem to me, to put it mildly, sub-optimal".

\*

\* \*

Met dit korte overzicht van enkele grote tendenzen die zich voltrekken in de economie en de financiële wereld, heb ik niet de pretentie precies te hebben omschreven hoe het Europese monetaire beleid er over tien jaar zal uitzien en welke rol de centrale banken zullen spelen. Vast staat wel dat wij in een onzekere wereld zullen blijven leven. Daarom moeten de centrale banken voor stabiliteit blijven zorgen, waarbij hun beoordeling van de risico's gestoeld is op grondige analyses. Wees ervan overtuigd dat de Nationale Bank van België en het Eurosysteem hier actief zullen aan werken.