

2010-09-16

## PERSCOMMUNIQUÉ

---

### Lessen uit de crisis: monetair beleid en financiële stabiliteit

(Artikel gepubliceerd in het Economisch Tijdschrift van september 2010)

In dit artikel wordt de relatie besproken tussen monetair beleid en financiële stabiliteit tegen de achtergrond van de recente financiële en economische crisis. Het is de bedoeling uit de jongste gebeurtenissen lering te trekken en na te gaan wat de implicaties ervan zijn voor het monetair beleid. In concreto wordt de vraag gesteld of het monetair beleid, naast zijn mandaat inzake prijsstabiliteit, ook een belangrijkere en proactieve rol moet spelen in het behoud van de financiële stabiliteit. De relatie tussen monetair beleid en financiële stabiliteit is momenteel een topprioriteit van zowel het theoretische onderzoek als het meer praktijkgerichte onderzoek dat door de centrale banken en de academische wereld wordt verricht, en dit zal waarschijnlijk ook in de komende jaren nog het geval blijven. Het moet dan ook duidelijk zijn dat op dit ogenblik hooguit een aantal voorlopige lessen kunnen worden getrokken.

In het eerste deel wordt nader ingegaan op de precrisis consensus over monetair beleid tegen de achtergrond van de belangrijkste economische ontwikkelingen van de afgelopen decennia. Deze ontwikkelingen hadden de aandacht van het monetair beleid verschoven naar de relatie tussen prijsstabiliteit en economische groei, terwijl het probleem van financiële stabiliteit op de achtergrond was getreden. In de gangbare macro-economische context, bekend als de *Great Moderation*, ontstond een duidelijke consensus over het monetair beleid in termen van doelstellingen, strategieën en institutioneel kader. Volgens de meest gangbare visie moet financiële stabiliteit in eerste instantie worden gerealiseerd aan de hand van een passend prudentieel beleid inzake regelgeving en toezicht.

De monetairbeleidsstrategie van het Eurosysteem sluit in hoge mate aan bij deze precrisis consensus. In tegenstelling tot de meeste andere centrale banken hanteert het Eurosysteem echter een unieke tweepijlerstrategie, waarbij de monetaire pijler uitdrukkelijk aandacht besteedt aan de financiële ontwikkelingen. Hoewel de monetaire analyse aanvankelijk was gericht op het opsporen van risico's voor de prijsstabiliteit, werd gaandeweg meer aandacht besteed aan aspecten van financiële stabiliteit. Op basis van zijn monetaire analyse uitte de Raad van Bestuur van de ECB tijdens de jaren voorafgaand aan de recente financiële crisis herhaaldelijk zijn bezorgdheid over het verloop van de vastgoedprijzen in bepaalde landen van het eurogebied.

In het tweede deel worden een aantal voorlopige lessen uit de crisis getrokken. Ten eerste heeft de recente crisis aangetoond dat prijsstabiliteit op zich niet volstaat om financiële stabiliteit en macro-economische stabiliteit in het algemeen te handhaven. Ten tweede heeft de aanhoudend stevige verankering van de inflatieverwachtingen de monetairbeleidsmakers niet alleen in staat gesteld op gepaste wijze te reageren tijdens de crisis, maar zal ze ook één van de essentiële elementen van het toekomstige monetair beleid blijven. Bovendien heeft recent onderzoek steeds weerkerende patronen aan het licht gebracht die kunnen bijdragen tot het opsporen van financiële onevenwichtigheden in de aanloop naar een ernstige financiële crisis. Het is echter nog steeds moeilijk de financiële onevenwichtigheden *in real time* te identificeren, zodat verder onderzoek op dit gebied wenselijk is.

Het debat over de vraag of het monetair beleid voortaan een grotere bijdrage moet leveren tot het behoud van de financiële stabiliteit en eventueel een ruimer mandaat moet krijgen, is nog volop aan de gang. Toch tekenen zich reeds enkele krachtlijnen af. Financiële stabiliteit is in de eerste plaats gebaat bij een versterking van het prudentieel beleid, en in het bijzonder van de macroprudentiële beleidsvoering. Voorts vergemakkelijkt een succesvol macroprudentieel beleid - via een beperking van de procycliciteit in het financieel stelsel - voor het monetair beleid de macro-economische stabilisatie en meer bepaald het streven naar prijsstabiliteit. Daarnaast verkleinen specifieke macroprudentiële instrumenten de kans dat er ernstige beleidsdilemma's ontstaan, precies omdat de beide beleidspolen, naargelang de omstandigheden, in tegenovergestelde richting kunnen evolueren en derhalve op passende wijze specifieke uitdagingen kunnen aangaan. Dat kan bijvoorbeeld het geval zijn in situaties waarin het financieel stelsel kwetsbaar is, maar er zich op macro-economisch niveau vlak niettemin opwaartse risico's voor de prijsstabiliteit aftekenen. Op dat

ogenblik zou het macroprudentieel beleid kunnen worden versoepeld, terwijl het monetair beleid wordt verkrappt. Omgekeerd kan het in bepaalde situaties raadzaam zijn het monetair beleid te versoepelen terwijl het macroprudentiële beleid wordt verkrappt, bv. in situaties waarin er geen inflatoire druk is, terwijl zich onhoudbare ontwikkelingen in het financieel stelsel aftekenen.

In principe impliceert dit geen substantiële aanpassing van de bestaande monetairbeleidskaders. Toch lijkt het raadzaam dat het monetair beleid zelf ook een grotere bijdrage zou leveren om de financiële stabiliteit te vrijwaren dan in het verleden. Bovenal is het onontbeerlijk dat het monetair beleid ten volle rekening houdt met zijn eigen invloed op het risicogedrag van de verschillende economische subjecten. Bovendien moet meer belang worden toegekend aan de analyse van de opbouw van financiële onevenwichtigheden. Dit is niet in strijd met de prioriteit van het mandaat inzake prijsstabiliteit, aangezien de crisis duidelijk heeft aangetoond dat risico's voor de financiële stabiliteit op langere termijn ook risico's inhouden voor de prijsstabiliteit. Dit veronderstelt wel een verlenging van de monetairbeleidshorizon. Voor zover die horizon daadwerkelijk wordt verlengd, maakt het monetair beleid bij voorkeur gewag van die aanpassing, daar dit de monetairbeleidsstrategie verduidelijkt en de toerekenbaarheid bevordert.