

Lessen uit de crisis : monetair beleid en financiële stabiliteit

L. Aucremanne
S. Ide

Inleiding

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 belangrijker en proactieve rol moet spelen in het behoud van de financiële stabiliteit. Het dieperliggende motief van deze reflectie, die toegespitst is op de respectieve doelstellingen van prijsstabiliteit en financiële stabiliteit, is uiteraard na te gaan op welke wijze het monetair beleid het best kan bijdragen tot de performance van de macro-economie in ruime zin.

Deze vraag heeft recentelijk het onderwerp uitgemaakt van heel wat publicaties en speeches van vermaarde onderzoekers en/of beleidsmakers⁽¹⁾. Daaruit blijkt duidelijk dat het nog te vroeg is om definitieve lessen te trekken en dat er nog geen postcrisis consensus over monetair beleid tot stand is gekomen, terwijl centrale banken en academici de afgelopen decennia wel duidelijk naar een precrisis consensus hebben geconvergeerd. De relatie tussen monetair beleid en financiële stabiliteit is momenteel een topprioriteit voor zowel theoretisch als meer toegepast onderzoek in centrale banken en in de academische wereld en zal dat de komende jaren wellicht ook blijven. Het moet dan ook duidelijk zijn dat vandaag hooguit een aantal voorlopige lessen kunnen worden getrokken.

(1) O.m. Bean (2009), Bernanke (2010), Bini Smaghi (2009), BIS (2009), Blanchard et al. (2010), Cecchetti et al. (2009), Goodhart (2009), Kohn (2009), Papademos (2009), Taylor (2007), Trichet (2009, 2010), ...

Dit artikel is als volgt gestructureerd. In het eerste deel wordt nader ingegaan op wat de precrisis consensus over monetair beleid kan worden genoemd. In het tweede deel worden de uit de crisis te trekken lessen besproken en wordt nagegaan in welke mate die lessen de precrisis consensus ter discussie hebben gesteld. Het laatste deel bevat de conclusies.

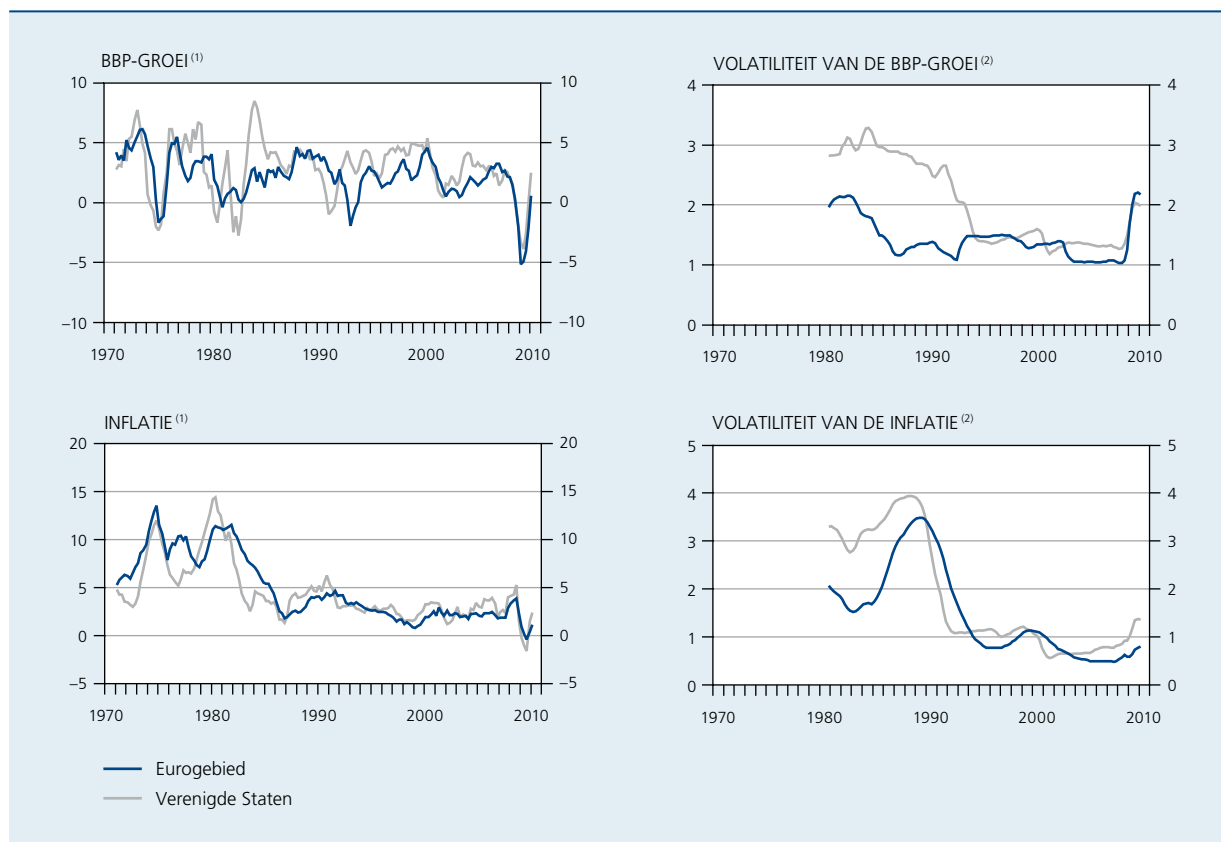
1. De precrisis consensus over monetair beleid

In dit deel wordt eerst ingegaan op de voornaamste economische ontwikkelingen van de laatste decennia. Zij vormen immers de achtergrond waartegen de precrisis consensus over monetair beleid tot stand is gekomen. Vervolgens worden de voornaamste ingrediënten van die precrisis consensus overlopen en wordt de specifieke relatie behandeld tussen monetair beleid en financiële stabiliteit. Tegen deze achtergrond wordt tot slot de monetairbeleidsstrategie van het Eurosysteem summier besproken.

1.1 Van « Great Inflation » naar « Great Moderation »

Het monetairbeleidsdebat heeft de afgelopen decennia sterk gefocust op de relatie tussen inflatie en economische bedrijvigheid, terwijl de problematiek van financiële (in)stabiliteit niet op de voorgrond stond. Dat komt wellicht doordat tijdens de periode na de tweede wereldoorlog in de geavanceerde economieën weinig of geen echt zware financiële crisissen zijn voorgekomen, wat – zoals

GRAFIEK 1 MACRO-ECONOMISCHE SCHOMMELINGEN SEDERT 1970
(kwartaalgegevens)



Bronnen: Thomson Reuters Datastream, Fagan et al. (2005), OESO.

(1) Veranderingspercentages ten opzichte van het overeenstemmende kwartaal van het voorgaande jaar.

(2) Standaardafwijking voor glijdende periodes van 40 kwartalen.

blijkt uit het werk van Reinhart en Rogoff (2009) – in schril contrast staat met zowel de omvang van de vooroorlogse financiële onrust als de portee van de laatste wereldwijde financiële crisis. Inflatie en groei lieten daarentegen een turbulenter verloop optekenen, vooral toen eerstgenoemde tijdens de jaren zeventig, in de nasleep van de olieschokken en de achteraf ongepast gebleken monetairbeleidsreactie daarop, fors opliep, zowel in de Verenigde Staten als in de meeste landen die later deel zijn gaan uitmaken van het eurogebied. Vanaf de vroege jaren tachtig werd een beleid van desinflatie gevoerd. De ervaring had geleerd dat het tolereren van inflatie niet geleid had tot meer economische groei of minder werkloosheid, maar daarentegen gezorgd had voor ontsprende inflatieverwachtingen en monetaire instabiliteit die op haar beurt nadelige gevolgen had voor de groei en de werkgelegenheid.

Die desinflatie ging bovendien gepaard met een onmiskenbare daling van de macro-economische volatiliteit.

Zowel de inflatie als de economische groei liet sedert het midden van de jaren tachtig een minder grillig verloop optekenen dan voorheen. Daarom hebben economen het vaak over de «Great Moderation» (na de «Great Inflation» van de jaren zeventig), een periode van stevige macro-economische stabiliteit die abrupt onderbroken werd door de jongste financiële crisis en de daaropvolgende bijzonder scherpe recessie van 2008-2009.

Die «Great Moderation» kan door verschillende factoren worden verklaard. In eerste instantie zou zij eenvoudig kunnen worden toegeschreven aan het feit dat de economie gedurende die periode toevallig overwegend gunstige macro-economische schokken onderging. Daarnaast zou zij het gevolg kunnen zijn van structurele veranderingen in de economie, bijvoorbeeld soepeler product- en arbeidsmarkten of betere beheerstechnieken, bijvoorbeeld inzake voorraadbeheer. Ten slotte kan ook een efficiënter macro-economisch beleid, en vooral een efficiënter monetair beleid, tot die stabielere

macro-economische omgeving hebben bijgedragen. Over het relatieve belang van deze verklaringen bestaat geen eensgezindheid, maar het oordeel dat een efficiënter monetair beleid een belangrijke bijdrage had geleverd, was prominent aanwezig. Door de jaren heen was tegen de hierboven geschetste macro-economische achtergrond immers een duidelijke consensus ontstaan over het voeren van (goed) monetair beleid. Die consensus was op de volgende ingrediënten gesteund.

1.2 Ingrediënten van de precrisis consensus

Om te beginnen, kwamen beleidsmakers tot het inzicht dat het verloop van de inflatie op lange termijn bepaald wordt door het vigerende monetairbeleidsstelsel. De erkenning dat inflatie in wezen een monetair fenomeen is, impliceert evenwel niet dat reële schokken er geen invloed op kunnen uitoefenen. Schokken zowel aan de vraag- als aan de aanbodzijde van de economie hebben een impact op de inflatie, maar die impact kan worden beperkt als de centrale bank een beleid voert dat erop gericht is de inflatie te stabiliseren. Ingeval echter de centrale bank de inflatoire druk die uit dergelijke schokken voortvloeit, niet tegenwerkt, maar hem daarentegen tolereert, zal de weerslag ervan, via een ontsporing van de inflatieverwachtingen, veel zwaarder zijn. Zo heeft de eerste olieschok van de jaren zeventig in alle geavanceerde economiën tot een duidelijke toename van de inflatie geleid; in Duitsland was dat minder het geval, precies omdat het monetair beleid er – zelfs tijdens die periode – meer gericht was op het behoud van prijsstabiliteit. Vandaag wordt er derhalve algemeen van uitgegaan dat het monetair beleid het langetermijnverloop van de inflatie stuurt en dus bij voorkeur gericht wordt op prijsstabiliteit.

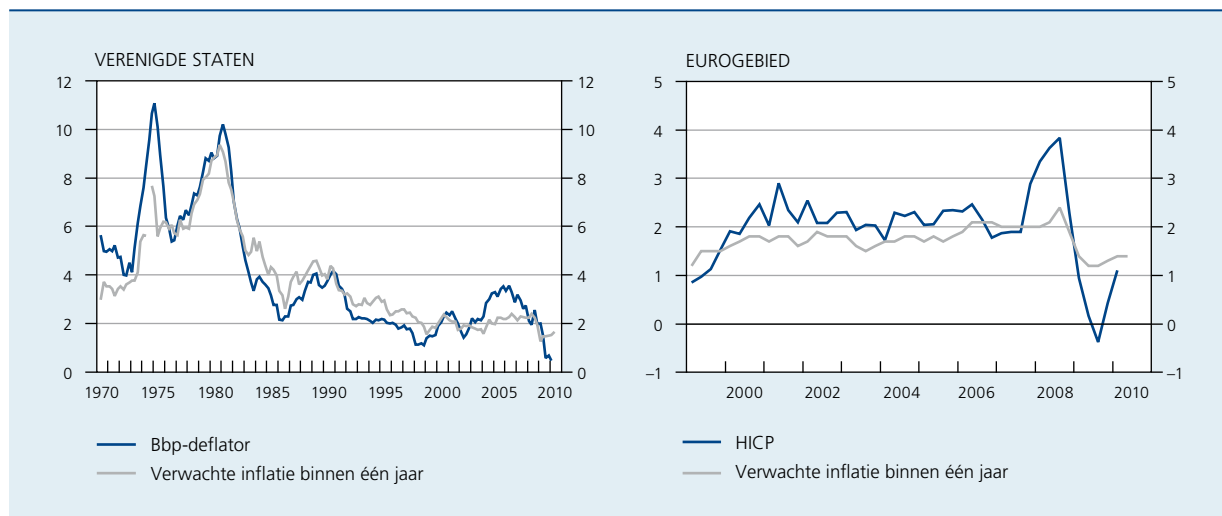
Een tweede ingrediënt van de consensus over het monetair beleid is immers de opvatting dat prijsstabiliteit geen kostprijs heeft in termen van economische bedrijvigheid, althans niet op lange termijn. Het zijn immers reële – en geen nominale – factoren die de economische groei en de werkgelegenheid op langere termijn bepalen. Precies daarom mislukten eind jaren zestig en tijdens de jaren zeventig de pogingen van de beleidsmakers om de groei te stimuleren door de prijs van een hogere inflatie te betalen. Meer zelfs, een dergelijke periode van monetaire instabiliteit en hoge en volatiele inflatie heeft nefaste gevolgen voor de groei en de werkgelegenheid door de stijgende risicopremies, de verstoorde prijssignalen en de willekeurige inkomensherverdelingen die ermee gepaard gaan. Het voordeel van het streven naar een lage en stabiele inflatie bestaat precies in het voorkómen van deze ontwrichtingen. Zo groeide het inzicht dat het

waarborgen van prijsstabiliteit de beste bijdrage is die het monetair beleid kan leveren tot duurzame economische groei. Die focus op prijsstabiliteit hoeft evenwel niet te betekenen dat centrale banken volkomen ongevoelig zijn voor andere economische overwegingen. De meeste centrale banken doen immers, in een of andere vorm, aan *flexible inflation targeting* (terminologie ontleend aan Svensson, 1999), waarbij er – naast de focus op de hoofd-doelstelling (prijsstabiliteit) – op korte termijn ruimte is voor andere overwegingen, bijvoorbeeld voor het verloop van de economische bedrijvigheid. Bedoeling daarbij is de eventueel met *strict inflation targeting* gepaard gaande overdreven volatiliteit in de economische bedrijvigheid en in de nominale rente te voorkómen. Terwijl het nastreven van prijsstabiliteit en duurzame economische groei op lange termijn niet tegenstrijdig en zelfs complementair zijn, kan het monetair beleid op korte termijn immers wel met beleidsdilemma's worden geconfronteerd, bijvoorbeeld in geval van aanbodschokken, en verdient een geleidelijke reactie vaak aanbeveling.

Een derde ingrediënt van de precrisis consensus over monetair beleid is de belangrijke rol die inflatieverwachtingen spelen in het inflatieproces. Prijs- en loonzetters zijn immers vooruitziend en brengen daarom vandaag reeds verwachtingen omtrent het toekomstig inflatieverloop in rekening. De geloofwaardigheid van de centrale bank inzake het waarborgen van prijsstabiliteit is derhalve cruciaal. Zo had de ontsporing van de inflatie er in de jaren zeventig toe geleid dat ook de inflatieverwachtingen opwaarts werden bijgesteld, terwijl de desinflatie van de jaren tachtig in eerste instantie de verwachtingen slechts zeer geleidelijk deden dalen. Aanvankelijk werd immers weinig geloof gehecht aan de belofte van de centrale bank om de inflatie terug te dringen, zodat de inflatieverwachtingen geruime tijd boven de feitelijke inflatie bleven. Dat verzwaarde de taak van het monetair beleid om de prijsstabiliteit te herstellen: er was een restrictiever beleid noodzakelijk, met tot gevolg kortetermijnkosten inzake economische bedrijvigheid. In scherp contrast hiermee bleven de inflatieverwachtingen het afgelopen decennium stevig verankerd omdat de monetaire autoriteiten een geloofwaardig, op prijsstabiliteit gericht beleid voerden. Daardoor namen de inflatieverwachtingen in de Verenigde Staten nauwelijks toe in de nasleep van de in 2005-2007 olopemde inflatie. Ook in het eurogebied, waarvoor men niet over een lange tijdreeks inzake inflatieverwachtingen beschikt, bleven deze laatste stevig verankerd tijdens de periode 2007-2008, toen olopemde grondstoffenprijzen voor een krachtige inflatieopstoot zorgden. Ook de forse daling van de inflatie tijdens de crisis had, zowel in de Verenigde Staten als in het eurogebied, slechts een beperkte weerslag op de inflatieverwachtingen.

GRAFIEK 2 INFLATIEVERWACHTINGEN

(veranderingspercentages ten opzichte van het overeenstemmende kwartaal van het voorgaande jaar)



Bronnen: Thomson Reuters Datastream, ECB Survey of Professional Forecasters, Federal Reserve Bank of Philadelphia Survey of Professional Forecasters.

Precies omdat geloofwaardigheid en inflatieverwachtingen zo belangrijk zijn, wordt vandaag veel belang gehecht aan de institutionele aspecten van het monetair beleid. Een vierde ingrediënt van de precrisis consensus is dan ook het creëren van een passend kader dat de monetairbeleidsmaker ertoe dwingt op prijsstabiliteit te focussen. Dat bevordert de geloofwaardigheid, leidt tot een betere verankering van de inflatieverwachtingen en vergemakkelijkt in fine het stabiliseren van de inflatie. Het uitwerken van een dergelijk dwingend kader is de praktische vertaling van de lessen die zijn getrokken uit het *discretion versus commitment* debat in de literatuur⁽¹⁾. Verschillende factoren zijn daarbij van belang. Het bepalen van een duidelijke opdracht – het handhaven van prijsstabiliteit – is er één van. Bovendien vertaalden heel wat centrale banken die opdracht in een kwantitatieve inflatiedoelstelling, wat een duidelijk nominaal anker voor de inflatieverwachtingen biedt en het afleggen van rekenschap bevordert. Door het hanteren van een heldere strategie waarover de centrale bank geregeld communiceert, wordt het beleid bovendien voorspelbaarder en dus ook effectiever omdat de verwachtingen op die wijze beter gestuurd kunnen worden. Die transparantie en voorspelbaarheid betekenen echter niet dat het monetair beleid mechanisch wordt geïmplementeerd aan de hand van een of andere regel: hoewel de beslissingen in een duidelijke

strategie zijn ingebed, blijft er ruimte voor het oordeel van de beleidsmaker en dus voor flexibiliteit in de toepassing van de strategie. De economie is in werkelijkheid immers veel complexer dan de sterk vereenvoudigde economische modellen waaruit de superioriteit van de *commitment* aanpak is gebleken, zodat de beleidsmaker over enige flexibiliteit moet kunnen beschikken. De praktijk heeft ook geleerd dat de centrale bank bij voorkeur onafhankelijk is bij de invulling van haar opdracht. Ook dat aspect vergroot de geloofwaardigheid, maar daar staat tegenover dat zij verplicht rekenschap moet afleggen van haar acties en de motieven ervan. Enkel op die manier kan een hoge mate van onafhankelijkheid worden gerechtvaardigd. Het afleggen van rekenschap biedt bovendien de kans om de gevolgde strategie toe te lichten.

1.3 Monetair beleid en financiële stabiliteit in de precrisis consensus

Ook over de relatie tussen monetair beleid en financiële stabiliteit was er vóór het uitbreken van de crisis een vrij grote eensgezindheid ontstaan. Zo werd algemeen aangenomen dat, via het waarborgen van prijsstabiliteit, het monetair beleid een belangrijke bijdrage leverde tot het behoud van de financiële stabiliteit door er, bijvoorbeeld, voor te zorgen dat financiële contracten, die doorgaans in nominale termen worden afgesloten, minder risicovol worden. Het vermijden van deflatie is dan weer bevorderlijk voor het behoud van financiële stabiliteit omdat aldus wordt voorkómen dat de reële last van de bestaande

(1) Aanvankelijk werd daarbij gefocust op de zogeheten *inflation bias* (Kydland en Prescott, 1977): *discretion* leidt tot hogere inflatie, maar verbetert de economische bedrijvigheid niet. Later werd meer de nadruk gelegd op de *stabilisation bias*: *commitment* leidt tot een betere *trade-off* op korte termijn tussen inflatiestabilisering en stabilisering van de *output gap* (zie bv. Clarida, Gali en Gertler (1999)).

schuld sterk zou oplopen. Ook het feit dat het monetair beleid voorspelbaarder is geworden, kan bijdragen tot het behoud van de financiële stabiliteit omdat het inschatten van de vermoedelijke draagwijdte van sommige financiële beslissingen, zoals het afsluiten van een hypothecaire lening met variabele rente, erdoor wordt vereenvoudigd. In omgekeerde zin werd financiële stabiliteit dan weer gezien als een belangrijke, zij het zelden bindende randvoorwaarde voor het monetair beleid, aangezien bij financiële instabiliteit het monetair transmissiemechanisme ernstig kan worden verstoord. Omdat dit transmissiemechanisme de laatste decennia nauwelijks of niet door een ernstige financiële crisis werd verstoord, was dit aspect in het gangbare denken evenwel ietwat op de achtergrond geraakt.

Ondanks de erkenning van deze langetermijncomplementariteit tussen de doelstellingen prijsstabiliteit en financiële stabiliteit, was het ook van meet af aan duidelijk dat het nastreven van prijsstabiliteit weliswaar een noodzakelijke, maar geen voldoende voorwaarde kon zijn voor het waarborgen van financiële stabiliteit. Volgens de meest gangbare visie was er voor het monetair beleid evenwel geen actievere rol weggelegd en moest de financiële stabiliteit vooral worden gerealiseerd aan de hand van een passend prudentieel beleid inzake regelgeving en toezicht. Het dient echter gezegd dat de consensus in dit domein minder groot was dan inzake de hierboven toegelichte rol van het monetair beleid voor respectievelijk de inflatie en de groei. Dit debat heeft zich in hoge mate toegespitst op de vraag of het monetair beleid al dan niet rekening moet houden met activaprijzen en, zo ja, in welke mate en op welke manier.

De dominante stroom claimde in dit verband dat activaprijzen en andere financiële variabelen door de monetairbeleidsmaker enkel in aanmerking moeten worden genomen voor zover ze, tegen de gebruikelijke beleidsrelevante horizon (meestal een periode nauwelijks langer dan twee jaar), implicaties hebben voor het toekomstig bedrijvigheids- en inflatieverloop. Enkel voor zover stijgende activaprijzen gepaard gingen met vermogenseffecten die de groei opdreven en aldus inflatoire druk teweeg zouden brengen, werd het passend geacht erop te reageren. Activaprijzen en financiële variabelen waren dus geen doelstellingen op zich, maar veeleer gewone variabelen in de brede waaier van indicatoren waarop de centrale bank haar groei- en inflatievoorspellingen steunt. Een meer expliciete reactie op een stijging van activaprijzen – bovenop die welke nodig was om de inflatie te stabiliseren –, bijvoorbeeld om het ontstaan van een zeepbel tegen te gaan, werd doorgaans als ongepast ervaren. Er waren ter zake echter ook afwijkende opvattingen. Verschillende waarnemers – zie onder meer Cecchetti et al. (2000), talrijke publicaties van de Bank voor Internationale Betalingen (BIB), White (2006), ... – betoogden dat een centrale bank

beter wél aandacht kan hebben voor activaprijzen en voor financiële onevenwichtigheden bovenop hun implicaties voor de inflatievoorspelling over een horizon van ongeveer twee jaar. Zij waarschuwden steevast voor de zware macro-economische gevolgen van een uiteenspattende zeepbel, ook op het vlak van prijsstabiliteit aangezien in die omstandigheden deflatoire druk kan ontstaan. Ze beweerden derhalve dat bij voorkeur verder wordt gekeken dan de gebruikelijke horizon en dat fors stijgende activaprijzen worden afgeremd, een beleid dat ook wel bestempeld werd als *lean against the wind*. Toch was de stroming volgens welke van activaprijzen geen supplementaire doelstelling voor het monetair beleid mag worden gemaakt, dominant. Die visie berustte in grote lijnen op vijf belangrijke argumenten⁽¹⁾.

Ten eerste kunnen zeepbellen moeilijk in real time worden geïdentificeerd. Er lijkt a priori inderdaad geen reden te bestaan om te veronderstellen dat monetairbeleidsmakers beter in staat zouden zijn stijgende activaprijzen op grond van verbeterde fundamentals te onderscheiden van zeepbellen. Centrale banken hebben weliswaar een duidelijk beeld van wat het optimale inflatiepeil is, maar dat geldt niet voor de activaprijzen.

Ten tweede hebben uiteenspattende zeepbellen in het verleden niet steeds geleid tot zware financiële instabiliteit en tot ernstige macro-economische schommelingen. Dat kan voor een deel te maken hebben gehad met de reeds eerder vermelde vaststelling dat de problematiek van financiële instabiliteit na de tweede wereldoorlog, althans tot voor kort, zelden scherp aanwezig is geweest, of dat zeepbellen telkens op minder cruciale markten ontstonden. Bovendien bestond de indruk dat het monetair beleid, indien sterk accommoderend, de gevolgen van een uiteengespatte zeepbel voor de reële economie sterk kon beperken.

Het derde element in die visie was immers dat, na het barsten van een zeepbel, de rente steeds drastisch zou kunnen worden verlaagd om op die manier de macro-economische schade van de crash te beperken. Deze strategie van *cleaning instead of leaning* werd in het recente verleden dan ook vaak toegepast en op het eerste gezicht met redelijk succes, bijvoorbeeld na de crash op de aandelenmarkt in 1987 en het barsten van de dotcom-zeepbel, waardoor het gevoel werd versterkt dat het voorkómen van zeepbellen niet echt belangrijk was voor het monetair beleid.

Ten vierde werd aangestipt dat het rente-instrument weinig geschikt is om financiële onevenwichtigheden te voorkómen. Om te beginnen, werd ervan uitgegaan

(1) Voor een vollediger overzicht, zie o.m. Giavazzi en Mishkin (2006).

dat er grote rente-aanpassingen nodig zijn om zeepbellen te stoppen. Renteverhogingen van de gebruikelijke omvang wegen wellicht niet zwaar in vergelijking met de verwachte kapitaalwinst van investeerders in de opbouw-fase van een zeepbel. Bovendien is de rente een weinig gericht instrument, terwijl het ontstaan van zeepbellen op bepaalde markten een meer specifieke aanpak kan vergen. Tot slot wordt bij voorkeur in een vroege fase van de zeepbel opgetreden, hoewel het precies in die fase is dat de zeepbel het moeilijkst kan worden geïdentificeerd. In een latere fase, wanneer de zeepbel gemakkelijker identificeerbaar is, blijkt een monetairbeleidsverkrapping delicaat omdat zij het uiteenspatten van de zeepbel en de forse negatieve impact daarvan op de reële economie kan versnellen en zelfs verscherpen. Een en ander impliceert dat, volgens de dominante visie, een beleid van *leaning against the wind* een hoge prijs kan hebben in termen van macro-economische volatiliteit, althans tegen de gebruikelijke beleidsrelevante horizon, en bovendien moeilijk in de praktijk kan worden omgezet.

Ten slotte werd er stevast op gewezen dat supplementaire beleidsdilemma's zouden worden gecreëerd. Dat is bijvoorbeeld het geval wanneer de centrale bank geconfronteerd wordt met een gunstige en bovendien persistente aanbodschock die de inflatie doet dalen, terwijl diezelfde schok op de financiële markten een overdreven optimisme over de toekomst teweeg kan brengen en mogelijk kan leiden tot een zeepbel. Optreden tegen de zeepbel vereist dan een beleidsverkrapping, terwijl inflatiebeheersing in dergelijke omstandigheden veel-er een versoepeling vergt. Dergelijke beleidsdilemma's bemoeilijken bovendien de communicatie en kunnen de uiteindelijke beslissing minder transparant maken. Bovendien kan ook de toerekenbaarheid van het monetair beleid in het gedrang komen omdat ook andere beleids-domeinen zoals regelgeving en toezicht een belangrijke invloed hebben op de financiële stabiliteit. Op die manier dreigt het handhaven van de prijsstabiliteit dan ook te worden bemoeilijkt omdat de hierboven opgesomde voordelen van een eenvoudig, maar duidelijk kader verloren kunnen gaan, met mogelijk een negatieve impact op de verankering van de inflatieverwachtingen tot gevolg.

1.4 De monetairbeleidsstrategie van het Eurosysteem in het licht van de precisis consensus

De monetairbeleidsstrategie van het Eurosysteem sluit in hoge mate aan bij de hierboven geschetste precisis consensus over monetair beleid. Zo is prijsstabiliteit ondubbelzinnig de primaire doelstelling van het monetair

beleid. Dat is zelfs uitdrukkelijk vastgelegd in het Europees verdrag. Bovendien legt dat verdrag ook de onafhankelijkheid van de centrale bank vast. Het bepaalt voorts dat het monetair beleid, zonder afbreuk te doen aan het doel van prijsstabiliteit, het algemeen economisch beleid in de Unie ondersteunt. Dat beleid streeft onder meer een duurzame en niet-inflatoire groei en een hoge werkgelegenheid na. Inzake financiële stabiliteit stelt het verdrag dat het Eurosysteem bijdraagt tot de vlotte uitvoering – door de bevoegde overheden – van het beleid met betrekking tot het prudentieel toezicht op kredietinstellingen en de stabiliteit van het financieel systeem. Daarbij blijkt niet alleen opnieuw de prioriteit van de doelstelling prijsstabiliteit, maar wordt tevens expliciet erkend dat andere instellingen (toezichthouders, budgettaire overheid) een belangrijke bevoegdheid hebben op het vlak van financiële stabiliteit.

De Raad van Bestuur van de ECB gaf vervolgens concreet gestalte aan het mandaat voor prijsstabiliteit in de vorm van een duidelijke strategie. Deze wordt in de eerste plaats gekenmerkt door een kwantitatieve definitie van prijsstabiliteit. Volgens die definitie stemt prijsstabiliteit overeen met een HICP-inflatie voor het eurogebied die onder, maar dicht bij 2% ligt op middellange termijn. Zowel het nastreven van een laag inflatiepeil als het kwantificeren van die doelstelling is volledig conform de precisis consensus. Eveneens van belang is de precisering dat prijsstabiliteit wordt nagestreefd op middellange termijn omdat zij op kortere termijn ruimte laat voor andere overwegingen – bijvoorbeeld het vermijden van een te grote volatiliteit in de rente of de economische bedrijvigheid – en aldus een geleidelijke reactie mogelijk maakt. Daarnaast wordt de monetairbeleidsstrategie van het Eurosysteem ondersteund door een analytisch kader dat op twee pijlers berust: respectievelijk de economische en de monetaire analyse die er elk op gericht zijn de risico's voor prijsstabiliteit tegen verschillende horizonten te detecteren. Door die – unieke – tweepijlerstrategie besteedt het Eurosysteem meer dan andere centrale banken expliciet aandacht aan de financiële ontwikkelingen. Er zij evenwel aangestipt dat de monetaire analyse er aanvankelijk niet zozeer op gericht was financiële onevenwichtigheden te identificeren, maar eerder tot doel had risico's voor de prijsstabiliteit op te sporen, aangezien zij haar oorsprong vond in de langetermijnrelatie tussen het verloop van de geldhoeveelheid, enerzijds, en de inflatie, anderzijds. Toch is men bij de monetaire analyse gaandeweg meer aandacht gaan besteden aan aspecten van financiële stabiliteit. Zo heeft de Raad van Bestuur van de ECB, op grond van zijn monetaire analyse, tijdens de jaren vóór de recente financiële crisis herhaaldelijk zijn bezorgdheid geuit over het verloop van de vastgoedprijzen in bepaalde landen van het eurogebied.

Net als andere moderne centrale banken is het Eurosysteem transparant wat zijn strategie en de concrete invulling ervan betreft, worden beleidsbeslissingen in het licht van die strategie uitvoerig toegelicht en wordt rekenschap afgelegd van het ten uitvoer gelegde beleid. Daardoor is het monetair beleid steeds voorspelbaarder geworden. Een en ander heeft tijdens de eerste twaalf jaar van de monetaire unie geleid tot de effectieve stabilisering van de inflatie op een peil dat in overeenstemming is met de kwantitatieve definitie van prijsstabiliteit en tot een stevige verankering van de inflatieverwachtingen. Bovendien ging ook in het eurogebied die stabilisering van de inflatie gepaard met een hoge graad van macro-economische stabiliteit, althans tot vóór het uitbreken van de laatste financiële crisis.

2. Lessen uit de crisis

In dit deel worden uit de crisis enkele voorlopige lessen getrokken en wordt nagegaan in hoeverre deze de precisis consensus over monetair beleid ter discussie hebben gesteld. Het is uiteraard nog te vroeg om definitieve lessen te trekken. Niet alleen is de crisis nog niet volledig achter de rug – de laatste maanden is ze zelfs in een nieuwe fase getreden –, het vergt bovendien tijd vooraleer deze ervaringen voldoende grondig zijn geanalyseerd. Toch tekenen sommige lessen zich reeds vrij duidelijk af.

2.1 Prijsstabiliteit is niet voldoende voor financiële stabiliteit en voor macro-economische stabiliteit in het algemeen

De recente financiële crisis heeft duidelijk aangetoond dat het nastreven van prijsstabiliteit weliswaar een noodzakelijke, maar zeker geen voldoende voorwaarde is om financiële stabiliteit te garanderen. Hoewel de precisis consensus niet claimde dat het nastreven van een lage en stabiele inflatie te allen tijde financiële stabiliteit zou verzekeren, was het belang van een specifiek op financiële stabiliteit gericht beleid toch enigszins op de achtergrond geraakt. De ervaring met de meest recente crisis verschilt op dat vlak nauwelijks van die met eerdere periodes van financiële instabiliteit. Een hoge inflatie bleek tijdens de aanloopfase naar een financiële crisis zelden een probleem te zijn, integendeel. Dit blijkt uit vier periodes waarin zich zware financiële onevenwichtigheden vormden: de jaren dertig in de Verenigde Staten, de jaren tachtig-negentig in Zweden, de jaren tachtig-negentig in Japan, en de huidige crisis met gegevens voor het eurogebied. Telkens blijkt hoe de inflatie tijdens de opgaande fase van de zeepbel

gemiddeld beschouwd eerder laag was⁽¹⁾. Opmerkelijk is ook dat de inflatie na het uiteenspatten van de zeepbel doorgaans zeer sterk daalt en eventueel zelfs negatief wordt. Met andere woorden, terwijl prijsstabiliteit niet voldoende is om de vorming van zeepbellen te voorkómen, leidt het uiteenspatten van de zeepbel duidelijk tot deflatoire druk en dus tot neerwaartse risico's voor de prijsstabiliteit.

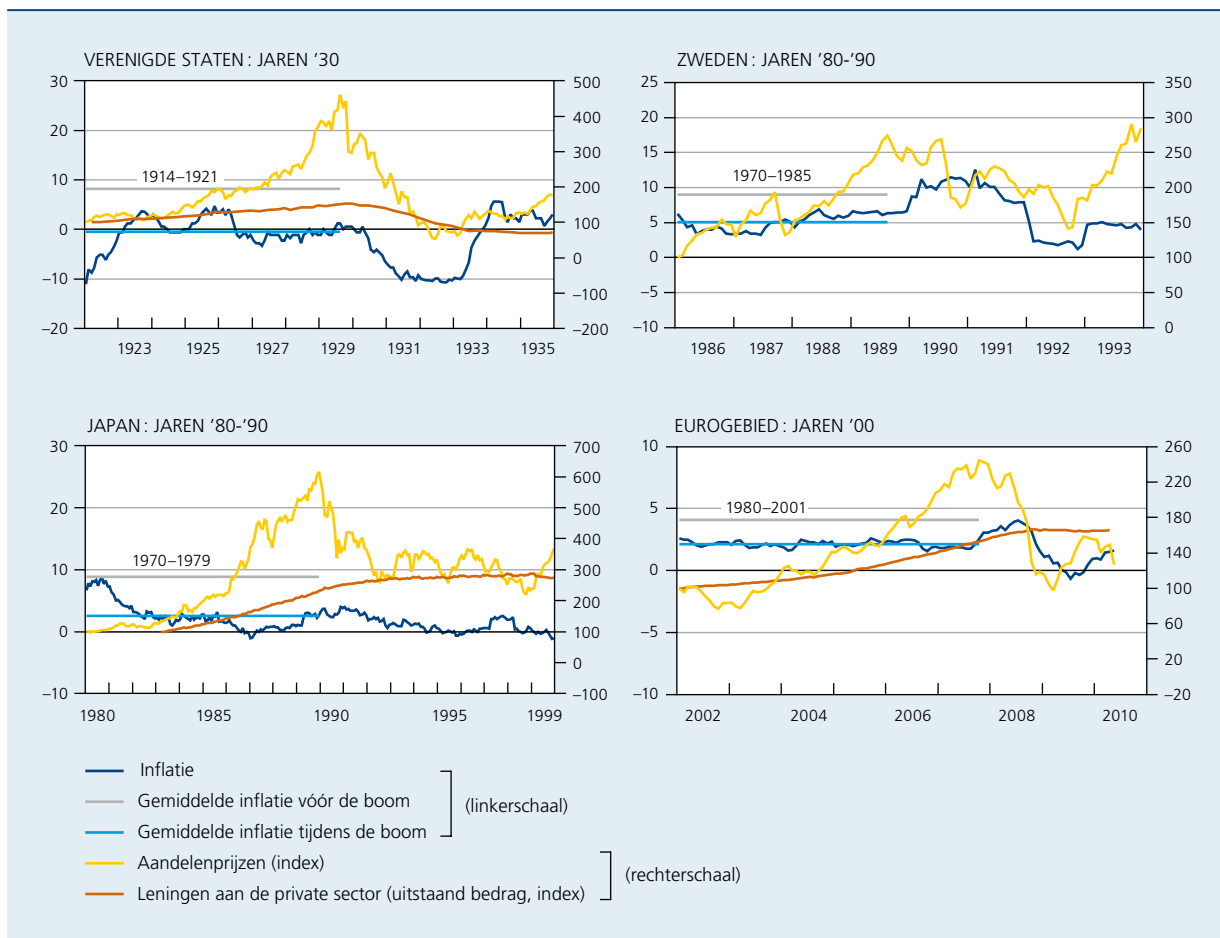
Bovendien en enigszins in tegenstelling tot sommige uitgangspunten van de precisis consensus toont de meest recente financiële crisis duidelijk aan dat uiteenspattende zeepbellen in bepaalde omstandigheden wel degelijk kunnen leiden tot een aanzienlijke financiële en macro-economische instabiliteit. Dat blijkt ook overduidelijk uit historisch IMF-onderzoek (2009): economische recessies die gepaard gaan met een financiële crisis duren gemiddeld langer en zijn dieper dan andere recessies.

De huidige crisis illustreert tevens dat een wankel financieel systeem de monetairbeleidstransmissie ernstig kan verstoren. Bovendien kan het beheersen van de macro-economische gevolgen van een uiteenspattende zeepbel de monetaire autoriteiten onder zware druk plaatsen. Beide aspecten gaan immers hand in hand omdat bij een ernstige verstoring van het transmissiemechanisme in principe krachtiger monetairbeleidsimpulsen nodig zijn. Terwijl het in de naoorlogse periode vaak mogelijk is gebleken de macro-economische gevolgen van financiële crisissen op te vangen door een drastische versoepeling van de monetairbeleidskoers, leert de jongste crisis dat het traditionele rente-instrument in bepaalde omstandigheden snel uitgeput kan zijn en dat centrale banken een ruim beroep hebben moeten doen op niet-conventionele monetairbeleidsmaatregelen om extra monetaire impulsen te genereren zodra de benedengrens voor de korte rente was bereikt, enerzijds, en om specifieke haperingen in de monetaire transmissie te corrigeren, anderzijds. Vanwege haar omvang heeft deze crisis de overheidsfinanciën bovendien erg doen verslechteren, een systematisch terugkerend patroon bij zware financiële crisissen, zo blijkt uit historisch onderzoek in Reinhart en Rogoff (2009). Per saldo blijft er voor de nabije toekomst weinig beleidsruimte beschikbaar mocht de economische crisis opnieuw verslechteren; voor het budgettair beleid is, zoals duidelijk blijkt uit de recente ontwikkelingen op de markten voor overheidspapier, de tijd voor het consolideren van de overheidsfinanciën zelfs aangebroken.

(1) Wat de inflatie tijdens de periode 1914-1921 in de Verenigde Staten betreft, zij aangestipt dat ze tijdens die periode wellicht sterk werd beïnvloed door de Eerste Wereldoorlog.

GRAFIEK 3 PRIJSSTABILITEIT EN FINANCIËLE STABILITEIT⁽¹⁾

(veranderingspercentages ten opzichte van de overeenstemmende periode van het voorgaande jaar, tenzij anders vermeld)



Bronnen: Thomson Reuters Datastream, Federal Reserve Board, Bureau of Labor Statistics, Ohio State University.

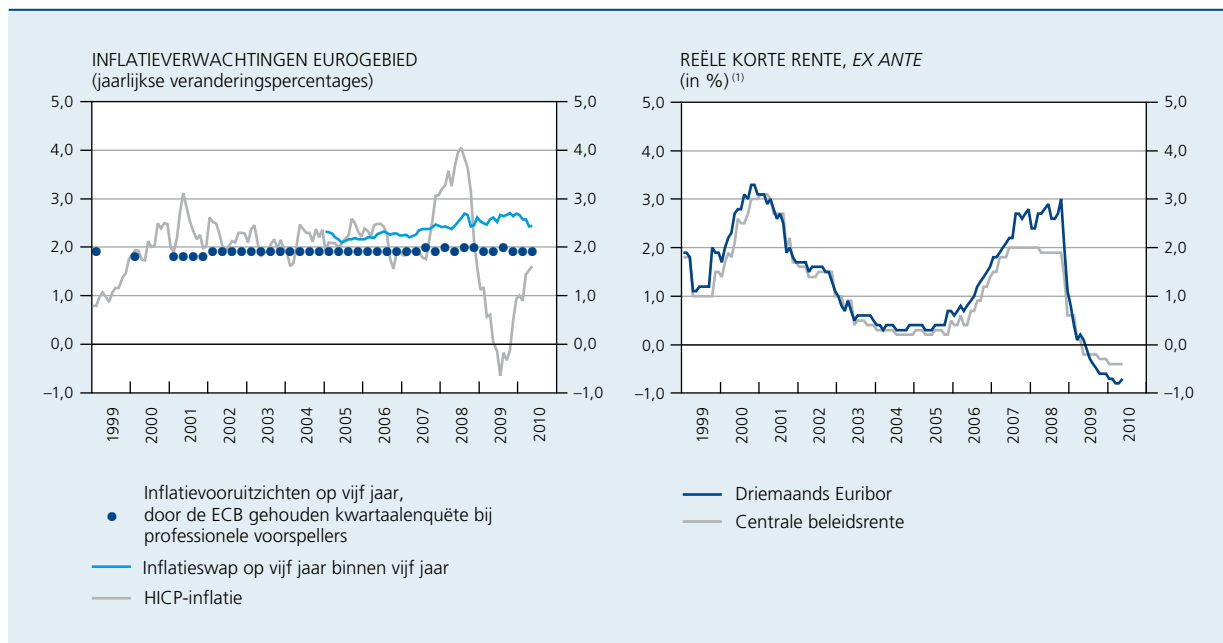
(1) Inflatie gemeten aan de hand van de CPI. Aandelenprijzen voor VS: Dow Jones; voor Zweden: Affarsvarlden Index; voor Japan: TOPIX en voor het eurogebied: Datastream Euro Share Price Index. Leningen aan de private sector zijn uitstaande bedragen bij de banken. Voor Zweden zijn voor de beschouwde periode geen gegevens beschikbaar voor leningen aan de private sector.

Dat het nastreven van prijsstabiliteit voldoende zou zijn om macro-economische stabiliteit te garanderen, is een illusie gebleken. Het staat meer bepaald vast dat een laissez-faire beleid ten aanzien van groeiende financiële onevenwichtigheden niet opportuun is en dat beleidsmakers méér moeten doen dan alleen maar de macro-economische gevolgen beperken tijdens de neergaande fase. Dit is wellicht de voornaamste les die uit de crisis kan worden getrokken, wat niet noodzakelijk betekent dat het monetair beleid zelf de vorming van financiële onevenwichtigheden moet aanpakken, laat staan dat het dat volledig alleen zou moeten doen. De mate waarin daartoe een beroep wordt gedaan op het monetair, respectievelijk het prudentieel beleid, moet inderdaad worden afgewogen (zie ook hieronder).

2.2 Inflatieverwachtingen stevig verankerd, ook tijdens de crisis

Wat voorafgaat, impliceert evenwel niet dat het op prijsstabiliteit gericht monetair beleid het bestrijden van de macro-economische gevolgen van de jongste crisis zou hebben bemoeilijkt. Integendeel, doordat de inflatieverwachtingen stevig verankerd waren, kon de monetairbeleidsmaker passend reageren. Toen de financiële crisis oversloeg naar de reële economie, en de inflatie als gevolg van de daling van de grondstoffenprijzen fors terugliep en zelfs negatief werd, bleven de inflatieverwachtingen uitermate ongevoelig voor de scherpe daling van de inflatie. Zo leidde de daling van de nominale beleidsrente tot een aanzienlijke daling van de ex ante reële rente, zelfs tot negatieve waarden. Aangezien precies deze laatste rente van belang is voor het verloop van de economische

GRAFIEK 4 INFLATIEVERWACHTINGEN EN REËLE KORTE RENTE IN HET EUROGEBIED



Bronnen: Thomson Reuters Datastream, Bloomberg en ECB.

(1) Rentetarief gedefleerd aan de hand van de verwachte inflatie binnen een jaar, op basis van de door de ECB gehouden kwartaalenquête bij professionele voorspellers.

bedrijvigheid, kon een sterk expansief monetair beleid worden gevoerd. Dat zou onmogelijk zijn geweest, indien de inflatieverwachtingen door een ontoereikende verankering de daling van de inflatie zouden hebben gevolgd. Een dergelijke neerwaartse loskoppeling van de inflatieverwachtingen is precies een van de belangrijkste mechanismen die leiden tot een deflatoire spiraal. Deflatie zou op haar beurt het aan de gang zijnde proces van schuldfbouw ernstig hebben bemoeilijkt en derhalve extra druk hebben uitgeoefend op respectievelijk de financiële en de macro-economische stabiliteit.

Voor de toekomst is het dan ook van cruciaal belang dat ten volle wordt voldaan aan de noodzaak van een effectieve verankering van de inflatieverwachtingen – een van de sterkste elementen uit de precrisis consensus.

2.3 Systematisch terugkerende patronen kunnen helpen bij het identificeren van financiële kwetsbaarheden

Hierboven werd reeds stilgestaan bij de moeilijkheid om financiële onevenwichtigheden in real time te identificeren. Die moeilijkheid was een van de voornaamste argumenten tegen het hanteren van activaprijzen als een supplementaire doelstelling voor het monetair beleid. Uiteraard geldt ze evenzeer voor het voeren van het

prudentieel beleid. Toch wijst recent onderzoek op systematisch weerkerende patronen in de aanloop naar een ernstige financiële crisis. Bovendien blijkt de huidige crisis die patronen grotendeels te bevestigen.

Niet zozeer stijgende activaprijzen zelf, maar de combinatie ervan met een fors oplopende schuldhefboom blijkt problematisch te zijn. Bovendien heeft historische analyse aangetoond dat de meest schadelijke zeepbellen die voor woningprijzen waren⁽¹⁾. Beide aspecten zijn onderling met elkaar verbonden. Hoewel een scherpe daling van zowel de aandelen- als de woningprijzen een groot vermogensverlies teweegbrengt, is de impact op het financiële stelsel verschillend. Een aandelenhousse gaat doorgaans niet gepaard met een toename van de schuldhefboom van de huishoudens of institutionele investeerders, waardoor een uiteenspuddende zeepbel niet onmiddellijk een bedreiging vormt voor het financiële stelsel en de macro-economische effecten derhalve beperkt blijven tot, enerzijds, negatieve vermogens-effecten voor de particuliere consumptie en, anderzijds, een negatieve impact op de investeringen als gevolg van de gestegen financieringskosten van de bedrijven. Een hausse van de woningprijzen gaat daarentegen doorgaans gepaard met een forse toename van de schuldhefboom van zowel huishoudens als financiële intermediairs.

(1) Zie o.m. Reinhart en Rogoff (2009).

Wanneer die prijzen dan dalen, komen de balansen van de bewuste economische sectoren zwaar onder druk te staan, wat leidt tot additionele transmissiemechanismen: er ontstaan zowel feedbackeffecten tussen de reële en de financiële economie als tussen financiële instellingen en financiële marktsegmenten onderling. Tegen deze achtergrond hoeft het bovendien niet te verwonderen dat recent onderzoek⁽¹⁾ ook gewezen heeft op het bestaan van terugkerende patronen – hoofdzakelijk in krediet, monetaire aggregaten en activaprijzen – die de ontwikkeling van financiële onevenwichtigheden helpen identificeren. Ook het opstapelen van tekorten op de lopende rekening leidt blijkbaar in heel wat gevallen tot een verhoogde kwetsbaarheid. Uiteraard is supplementair onderzoek in dit vlak wenselijk. Het kan perspectieven bieden voor de verdere uitdieping van de monetaire analyse in de tweepijlerstrategie van het Eurosysteem. Die analyse is door de jaren heen immers uitgegroeid van een vrijwel eenzijdige aanpak – waarbij een direct en positief verband werd gesuggereerd tussen de monetaire ontwikkelingen en de risico's voor prijsstabiliteit op langere termijn – naar een meer eclectische aanpak, die daarnaast het verband legt met zowel de economische cyclus als de risico's voor financiële stabiliteit.

Ondanks de vooruitgang op analytisch vlak, zou het onjuist zijn te stellen dat het identificeren, in real time, van financiële onevenwichtigheden niet langer een uitdaging is. Heel wat bevindingen ter zake zijn immers gesteund op ex post analyse. Bovendien vertonen zij een gemiddeld patroon door de verschillende crisissen heen. Die bevindingen mogen derhalve niet worden beschouwd als betrouwbare voorspellers van individuele crisissen. Zowel het risico van het niet zien aankomen van een crisis en dus een te passief beleid, als het risico van een vals alarm en dus een te activistisch beleid blijft dan ook relatief groot. Beide situaties genereren kosten in de vorm van excessieve macro-economische variabiliteit, maar de huidige crisis heeft, vanwege haar ongemeen scherpe omvang, aangetoond dat de kosten teweeggebracht door beleidsfouten van het eerste type wellicht zwaarder zijn dan die welke veroorzaakt zijn door fouten van het tweede type. Bovendien doet dit soort van real time onzekerheid over de accuraatheid van het ten uitvoer gelegde beleid zich niet enkel voor in deze context, maar is zij eigen aan de beleidsvoering zelf. Het is bijvoorbeeld evenmin eenvoudig om de in de economie aanwezige inflatoire of deflatoire druk nauwkeurig in te schatten, gelet op de onzekerheid waarmee de meting van de *output gap* in real time omgeven is. Toch zet die onzekerheid in dat geval de beleidsmaker niet aan tot passief gedrag. Zij maant enkel aan tot een omzichtig gebruik van zowel de met onzekerheid omgeven indicator als de beschikbare beleidsinstrumenten.

2.4 Implicaties voor monetair beleid en (macro) prudentieel beleid

Uit wat voorafgaat, is gebleken dat de draagwijdte van de huidige financiële en economische crisis, enerzijds, en het feit dat gaandeweg meer inzicht werd verworven in de patronen die met de opbouw van financiële onevenwichtigheden gepaard gaan, anderzijds, impliceren dat in de beleidsvoering meer aandacht moet, maar ook kan, worden besteed aan het beheersen van financiële kwetsbaarheden. Tot dusver is in dit artikel in het midden gelaten of dat een taak is voor het monetair beleid, voor het prudentieel beleid of voor allebei. Daarbij rijst uiteraard ook de vraag naar de mogelijke wisselwerkingen tussen die beide beleidspolen.

Het is in dit verband nuttig dieper in te gaan op de oorzaken van de huidige financiële en economische crisis. Blijkbaar zijn zowel macro- als micro-economische factoren aan het werk geweest. Op macro-economisch vlak had de hierboven besproken «*Great Moderation*» aan de vooravond van de crisis haar hoogtepunt bereikt en geleid tot een, zo is achteraf gebleken, overdreven gevoel van veiligheid. Bovendien was het monetair beleid na het uiteenspatten van de dotcom zeepbel flink versoepeld, vooral in de Verenigde Staten. De vrees voor deflatie – onder meer gevoed door de goedkope invoer uit de opkomende economieën – zette er de monetaire overheid toe aan de rentetarieven gedurende een lange periode uitzonderlijk laag te houden. Ten slotte zorgden de met de wereldwijde onevenwichtigheden gepaard gaande kapitaalstromen voor scheeftrekkingen in tal van activaprijzen en werkten ze achteraf de besmetting tussen verschillende landen en economische zones in de hand, zodat de crisis een mondiaal karakter kreeg. Meer in het bijzonder werd de risicovrije lange rente verder gedrukt door de massale opbouw van deviezenreserves door Aziatische centrale banken. Die reserves werden hoofdzakelijk in Amerikaans overheidspapier belegd. De lage reële rente heeft de kredietgroei gestimuleerd en in tal van economieën geleid tot onhoudbare stijgingen van de vastgoedprijzen. Zij zette daarenboven aan tot een *search for yield* die risicovoller gedrag met zich bracht.

Op micro-economisch vlak liep het in de eerste plaats fout omdat consumenten, beleggers, financiële instellingen en zelfs kredietbeoordelaars verkeerde prikkels kregen en/of gaven, waardoor uiteindelijk steeds meer risico's werden genomen. Die risico's werden op hun beurt onnauwkeurig gemeten of ingeschat aangezien de meest recente, maar niettemin relatief lange periode er één geweest was van

(1) Zie o.m. Borio and Lowe (2002), Detken en Smets (2004), Bruggeman A. (2007), Adelin en Detken (2007), Borio en Drehmann (2009), Gerdemesier et al. (2009).

ongewoon grote stabiliteit. Dat leidde op zijn beurt tot een verzwakt risicobeheer. Ten slotte bleken de regulering en het toezicht te zwak omdat al te zeer werd gerekend op het zelfregulerend effect van marktdiscipline.

Een analyse van de oorzaken van de crisis leert dat uiteindelijk een complex samenspel van verschillende factoren bepalend was, en niet zomaar één bepaalde factor. In een dergelijke context is het weinig realistisch te veronderstellen dat ofwel het monetair beleid ofwel het prudentieel beleid op zich de opbouw van financiële onevenwichtigheden in de toekomst zou kunnen voorkómen. Bovendien zou het monetair beleid, indien het de volle verantwoordelijkheid zou moeten dragen, in bepaalde omstandigheden op ernstige beleidsdilemma's kunnen stuiten en derhalve een afweging moeten maken tussen de doelstellingen prijsstabiliteit en financiële stabiliteit. Daardoor zou dan de moeizaam verworven geloofwaardigheid inzake inflatiebeheersing in het gedrang kunnen komen, terwijl die – zoals tijdens de crisis nog is gebleken – van cruciaal belang is.

Het staat dan ook buiten kijf dat het prudentieel beleid moet worden versterkt en dat er naast het meer traditionele microprudentieel beleid een belangrijke rol is weggelegd voor het macroprudentieel beleid. Terwijl het microprudentieel beleid inzake regelgeving en toezicht op individuele instellingen is gericht, heeft het macroprudentieel beleid tot doelstelling het systeemrisico in te perken. Daarbij zijn een horizontale en een verticale dimensie van belang. De horizontale dimensie verwijst naar het feit dat het financieel stelsel in zijn geheel in de problemen kan komen als gevolg van de onderlinge verbondenheid van de individuele instellingen. De verticale dimensie verwijst naar de procycliciteit, namelijk het fenomeen van zichzelf versterkende feedbackmechanismen tussen het financieel stelsel, enerzijds, en de ruimere macro-economie, anderzijds. Procycliciteit kan onhoudbare haussebewegingen op gang helpen brengen, maar ze zorgt er even goed voor dat, bij de ommekeer, het financieel stelsel ernstige schade kan worden toegebracht met een scherpe recessie tot gevolg. Wat instrumenten betreft, wordt voornamelijk gedacht aan die welke worden ingeschakeld bij de regulering van en het toezicht op de individuele instellingen – kapitaalbuffers, liquiditeitsbuffers, maximale *loan to value* ratio's, ... –, maar het gebruik ervan wordt aangepast aan het ruimere perspectief.

Door via het inschakelen van extra instrumenten de veerkracht van het financieel stelsel te vergroten en de procycliciteit te beperken, kan een succesvol macroprudentieel beleid, naast een gepast microprudentieel beleid, de monetairbeleidsvoering vergemakkelijken. Het beperken van de procycliciteit in het financieel stelsel

vergemakkelijkt voor het monetair beleid in principe de macro-economische stabilisatie en meer bepaald het streven naar prijsstabiliteit, maar vormt daar uiteraard geen substituut voor. Doorgaans zullen het macroprudentieel en het monetair beleid dus wellicht gelijktijdig in een fase van beleidsverkrapping respectievelijk -versoepeling treden en mekaar zodoende versterken. Bovendien verkleinen specifiek 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 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 en daar dan ook daadwerkelijk de ruimte toe krijgt omdat het zich minder hoeft te bekommeren om de gezondheid van het financieel stelsel. Omgekeerd kan het in bepaalde situaties ook raadzaam zijn het monetair beleid te versoepelen, terwijl het macroprudentieel beleid wordt verkrappt, bijvoorbeeld in situaties waarin er geen inflatoire druk is, terwijl zich in het financieel stelsel wel onhoudbare ontwikkelingen aftekenen. Zoals hierboven is vermeld, blijken dergelijke situaties wel vaker voor te komen.

Zo bekeken, is het de vraag of het niet volstaat het prudentieel beleid te versterken en of het nog wel nodig is dat het monetair beleid een grotere bijdrage tot de financiële stabiliteit gaat nastreven. Niettemin is het weinig waarschijnlijk dat het prudentieel beleid op zich zal volstaan om in alle omstandigheden financiële stabiliteit te waarborgen. Daarom lijkt het gepast dat het monetair beleid zelf ook een grotere bijdrage zou leveren dan in het verleden het geval was. Het is niet enkel zo dat de uitwerking van het macroprudentieel beleid nog in zijn kinderschoenen steekt zodat, althans in eerste instantie, bij voorkeur wordt uitgegaan van realistische ambities en doelstellingen. Ook het monetair beleid zelf heeft onmiskenbaar een weerslag op het risicogedrag van de verschillende economische subjecten. Het is dus gepast de weerslag daarvan integraal in rekening te brengen. Deze impact op het risicogedrag wordt ook wel gedefinieerd als een supplementair transmissiemechanisme van het monetair beleid, het zogenoemde *risk-taking channel*⁽¹⁾. Dat mechanisme werkt op verschillende manieren⁽²⁾. Zo heeft een lagere (risicovrije) rente een positieve impact op de waardering van activa en onderpand waardoor financiële instellingen hun balans kunnen uitbreiden, wat gepaard

(1) Zie bv. Bini-Smaghi (2009), Borio en Zhu (2008).

(2) Voor empirische resultaten, zie o.m. Gambacorta (2009), Adrian en Shin (2009) en Altunbas et al. (2009).

gaat met het nemen van grotere risico's. Aan hogere waarderingen is vaak ook een geringere volatiliteit verbonden, waardoor de gebruikelijke maatstaven een lager risico aangeven. Daarnaast kan in een periode van lage nominale rentes een *search for yield* ontstaan omdat de door investeerders beoogde (nominale) rendementen in zekere mate inert kunnen zijn. Dit kan te maken hebben met een vorm van geldillusie; het is ook mogelijk dat bepaalde nominale rendementen al dan niet contractueel waren gegarandeerd, bijvoorbeeld door pensioenfonds of levensverzekeringen. Tot slot kan het monetair beleid grotere risico's hebben aangemoedigd doordat het in het verleden de neiging vertoonde asymmetrisch te reageren op het verloop van activaprijzen – een in ruime kring aanvaard voorschrift uit de precrisis consensus –, wat de financiële markten kunnen hebben ervaren als een verzekering tegen het nemen van risico's.

Dat het monetair beleid méér gaat bijdragen tot het vrijwaren van de financiële stabiliteit hoeft niet in strijd te zijn met het nastreven van prijsstabiliteit. De crisis heeft precies geleerd dat een te enge focus op prijsstabiliteit, tegen een horizon van nauwelijks meer dan twee jaar, risico's kan inhouden voor de financiële stabiliteit en zodoende ook voor de prijsstabiliteit op langere termijn. Een bijdrage tot het vrijwaren van de financiële stabiliteit komt dus ook aan het realiseren van de eigen doelstelling ten goede en veronderstelt de facto een verlenging van de monetairbeleidshorizon. In het geval van het monetair beleid van het Eurosysteem biedt de middellangetermijnonoriëntatie daartoe de benodigde ruimte. Bovendien kan daarbij een belangrijke rol zijn weggelegd voor de monetaire analyse. Daarbij zij wel aangestipt dat die dan in zekere zin een andere invulling krijgt. Traditioneel werd een sterke groei van de geldhoeveelheid en het krediet immers in verband gebracht met opwaartse risico's voor de prijsstabiliteit, terwijl het voorkómen van de opbouw van financiële onevenwichtigheden erop gericht is de neerwaartse risico's voor de prijsstabiliteit die gepaard gaan met het uiteenspatten van een zeepbel, in te perken. Hoewel in beide gevallen een sterke monetaire dynamiek een monetairbeleidsverkrapping rechtvaardigt, blijkt de motivering ervan te verschillen.

2.5 Een geïntegreerd analysekader, maar duidelijk afgebakende mandaten voor het monetair en het macroprudentieel beleid

De sterke wisselwerkingen tussen de reële en de financiële economie, enerzijds, en die tussen een macroprudentieel beleid dat procycliciteit indijkt en monetair beleid, anderzijds, vergen een geïntegreerd analysekader waarin ze terdege in kaart worden gebracht. Zo kan de weerslag

van het macroprudentieel beleid op het gedrag van het financieel stelsel worden ingeschat en kan worden nagegaan welke instrumenten het meest doeltreffend zijn. Op die manier kan bovendien ook de weerslag van het macroprudentieel beleid op de transmissiemechanismen van het monetair beleid worden geanalyseerd en in aanmerking worden genomen bij de monetairbeleidsvoering.

Het uitbouwen van een dergelijk geïntegreerd analysekader is dan ook een topprioriteit op de researchagenda voor de nabije toekomst. Centrale banken hebben daarbij een duidelijk comparatief voordeel aangezien zij hun kennis van de financiële markten en van het financieel stelsel kunnen combineren met de macro-economische analyse die zij ter ondersteuning van het monetair beleid maken. Die als het ware natuurlijke macroreflex maakt centrale banken ook bijzonder geschikt om een belangrijke rol te spelen in het macroprudentieel beleid. Op die manier kan ook een vlotte uitwisseling van kennis en informatie tussen het monetair en het macroprudentieel beleid tot stand komen, wat aan de efficiëntie van beide beleidspolen ten goede moet komen.

Niettemin vereisen het monetair en het macroprudentieel beleid duidelijk afgebakende mandaten en daarop geënte strategieën. Dat bevordert immers de toerekenbaarheid en moet het mogelijk maken de geloofwaardigheid die het monetair beleid inzake zijn doelstelling van prijsstabiliteit moeizaam heeft verworven, ten volle te consolideren.

Conclusie

De huidige financiële en economische crisis heeft opnieuw aangetoond hoe belangrijk financiële stabiliteit is. Zij heeft ook duidelijk gemaakt dat macro-economische stabiliteit méér vereist dan alleen maar prijsstabiliteit. Het is dan ook 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. Het debat is nog volop aan de gang. Toch tekenen zich reeds enkele krachtlijnen af.

Zo is men het er unaniem over eens dat financiële stabiliteit in de eerste plaats gebaat is bij een versterking van het prudentieel beleid en vooral bij het voeren van een macroprudentieel beleid, naast het meer traditionele microprudentieel beleid. Terwijl dit laatste op individuele instellingen is gericht, heeft het macroprudentieel beleid tot doel het systeemrisico in te perken dat verbonden is aan twee soorten van wisselwerkingen, namelijk die tussen financiële instellingen onderling en die tussen het financieel stelsel en de macro-economie. Een succesvol macroprudentieel beleid vergemakkelijkt

de monetairbeleidsvoering, voorkomt dat het monetair beleid overbelast raakt of geconfronteerd wordt met belangrijke beleidsdilemma's, zodat het kan blijven focussen op de prioritaire doelstelling van prijsstabiliteit. Ook tijdens de crisis is immers het belang gebleken van een stevige verankering van de inflatieverwachtingen en van de geloofwaardigheid van het mandaat inzake prijsstabiliteit.

Hoewel dit in principe geen wijziging van de bestaande monetairbeleidskaders impliceert, lijkt het toch raadzaam dat ook het monetair beleid zelf méér zou bijdragen tot het vrijwaren van financiële stabiliteit. Er moet vooral rekening worden gehouden met de impact van

de eigen beleidsvoering op het risicogedrag van de verschillende economische subjecten. Daarnaast moet een groter gewicht worden toegekend aan de analyse van de opbouw van financiële onevenwichtigheden. Dit is niet in strijd met de prioriteit van het mandaat inzake prijsstabiliteit omdat de crisis duidelijk heeft aangetoond dat risico's voor de financiële stabiliteit op langere termijn ook risico's voor de prijsstabiliteit met zich brengen. Het veronderstelt wel een verlenging van de monetairbeleidshorizon. Voor zover die horizon daadwerkelijk wordt verlengd, maakt het monetair beleid bij voorkeur gewag van die aanpassing. Daardoor wordt de monetairbeleidsstrategie verduidelijkt en de toerekenbaarheid bevorderd.

Bibliografie

- Adelid R. en C. Detken (2007), *Liquidity shocks and asset price boom/bust cycles*, ECB, Working Paper 732.
- Adrian T. en H. Shin (2009), *Financial intermediaries and monetary economics*, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports 398.
- Altunbas Y., L. Gambacorta en D. Marques-Ibanez (2009), *An empirical assessment of the risk-taking channel*, Paper presented at the BIS/ECB conference « Monetary policy and financial stability », september.
- Bank for International Settlements (2009), Annual Report.
- Bean C. (2009), *The Great Moderation, the Great Panic and the Great Contraction*, Schumpeter Lecture at the Annual Congress of the EEA, Barcelona, 25 augustus.
- Bernanke B. (2010), *Monetary Policy and the housing bubble*, Remarks at the Annual Meeting of the AEA, Atlanta, 3 januari.
- Blanchard O., G. Dell’Ariccia en P. Mauro (2010), *Rethinking macroeconomic policy*, IMF Staff Position Note, February.
- Bini Smaghi L. (2009), *Monetary policy and asset prices*, Opening address at the University of Freiburg, Freiburg, 14 oktober.
- Borio C. en P. Lowe (2002), *Asset prices, financial and monetary stability: Exploring the nexus*, BIS, Working Paper 114.
- Borio C. en M. Drehmann (2009), « Assessing the risk of banking crisis-revisited », *BIS Quarterly Review*, March.
- Borio C. en H. Zhu (2008), *Capital regulation, risk-taking and monetary policy: A missing link in the transmission mechanism?*, BIS, Working Paper 268.
- Bruggeman A. (2007), *Can excess liquidity signal an asset price boom?*, NBB, Working Paper 117.
- Cecchetti S., H. Genberg, J. Lipsky, en S. Wadhvani (2000), *Asset prices and central bank policy*, Geneva Report on the World Economy 2, CEPR and ICMB.
- Cecchetti S., P. Disyatat en M. Kohler (2009), *Integrating financial stability: New models for a new challenge*, Essay prepared for the joint BIS-ECB Workshop on « Monetary policy and financial stability », Basel, 10-11 september.
- Clarida R., J. Gali en M. Gertler (1999), « The science of monetary policy: A new Keynesian perspective », *Journal of Economic Literature*, vol. 37(4), December, 1661–1707.
- Detken C. en F. Smets (2004), *Asset price booms and monetary policy*, ECB, Working Paper 364.
- Fagan G., J. Henry en R. Mestre (2005), « An area-wide model for the euro area », *Economic Modelling*, 22, 39–59.
- Gambacorta L. (2009), « Monetary policy and the risk-taking channel », *BIS Quarterly Review*, December.
- Gerdesmeier D., B. Roffia en H.-E. Reimers (2009), *Asset price misalignments and the role of money credit*, ECB, Working Paper 1068.
- Giavazzi F. en F. S. Mishkin (2006), An evaluation of Swedish monetary policy between 1995 and 2005.
- Goodhart C. (2009), *Inflation targeting twenty years on*, Dinner speech delivered at the Sixth Norges Bank Monetary Policy Conference, Oslo, 11-12 juni.

IMF (2009), « Lessons for monetary policy from asset price fluctuations », *World Economic Outlook*, Chapter 3, October.

Kohn D. (2009), *Policy challenges for the Federal Reserve*, Speech at the Kellogg School of Management, november.

Kydland F. en E. Prescott (1977), « Rules rather than discretion: The inconsistency of optimal plans », *Journal of Political Economy*, University of Chicago Press, vol. 85(3), June, 473–491.

Papademos L. (2009), *Monetary policy and the 'Great Crisis': Lessons and challenges*, Speech at the 37th Economics Conference « Beyond the crisis: Economic policy in a new macroeconomic environment » organised by the Österreichische Nationalbank, Wien, 14 mei.

Reinhart C. M. en K. S. Rogoff (2009), *This time is different: Eight centuries of financial folly*, Princeton University Press.

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

Taylor J. B. (2007), *Housing and monetary policy*, Proceedings, Federal Reserve Bank of Kansas City, 463–476.

Trichet J. C. (2009), *The crisis and its lessons*, Lecture at the University of Venice, Venesia, 9 oktober.

Trichet J. C. (2010), *Commentary on « Fifty years of monetary policy: What have we learned? »* by Adam Cagliarini, Christopher Kent and Glenn Stevens, at the Symposium for the 50th anniversary of the Reserve Bank of Australia, Sydney, 9 februari.

White W. R. (2006), *Is price stability enough?*, BIS, Working Papers 205.