

# De implicaties van de financiële crisis voor monetair beleid

*De afgelopen vijftien jaar zijn ruime monetaire verhoudingen gepaard gegaan met de opbouw van financiële onevenwichtigheden, terwijl de inflatie historisch laag was. Bovendien hebben buitengewone crisismaatregelen van centrale banken een forse economische neergang niet kunnen voorkomen, terwijl ze wel gepaard gaan met verstoringen. Deze inzichten verklaren mede waarom steeds meer economen en centrale bankiers van mening zijn dat financiële onevenwichtigheden een grotere rol zouden moeten spelen in de monetaire beleidsstrategie. Naast 'leaning-against-the-wind' kunnen ook macroprudentiële maatregelen een bijdrage leveren aan het handhaven van de macro-economische stabiliteit.*

## **Inleiding**

De ongekend diepe en complexe financiële crisis, die als een liquiditeitscrisis begon in de zomer van 2007, heeft verstrekende gevolgen voor de toekomstige inrichting van het economische en financiële systeem. Eén van de terreinen waar de crisis een belangrijke impuls aan de discussie heeft gegeven betreft de rol van het monetair beleid in het voorkomen van het opbouwen van financiële onevenwichtigheden. Vooral de idee dat monetaire beleidsmakers meer rekening moeten houden met de opbouw van financiële onevenwichtigheden heeft meer weerklank gevonden onder economen en centrale bankiers.

## **Contrastrerende visies vóór de financiële crisis**

Vóór de financiële crisis domineerde onder monetaire beleidsmakers het denkbeeld dat centrale banken zich niet moeten bezighouden met het voorkomen van de opbouw van financiële onevenwichtigheden, maar zich puur en alleen moeten richten op een lage inflatie (al dan niet gecombineerd met een stabiele economische groei). De achterliggende idee was dat monetair beleid een bijdrage kan leveren aan de macro-economische stabiliteit door zich exclusief te richten op het handhaven van de prijsstabiliteit. Dit is een belangrijke reden waarom het handhaven van prijsstabiliteit de hoofddoelstelling is van het Eurosysteem. Hierbij werd aangenomen dat prijsstabiliteit financiële stabiliteit zou ondersteunen. Wél zou het monetair beleid in deze zogenoemde ‘not lean, but clean’-benadering (White, 2009) een belangrijke rol moeten spelen in het beperken van de reëel-economische schade na een abrupte correctie van een financiële onevenwichtigheid. Door een snelle en agressieve verruiming van het monetaire beleid na het knappen van een zeepbel zouden centrale banken niet alleen de financiële stabiliteit ondersteunen, maar ook een grote daling van de economische activiteit kunnen voorkomen.

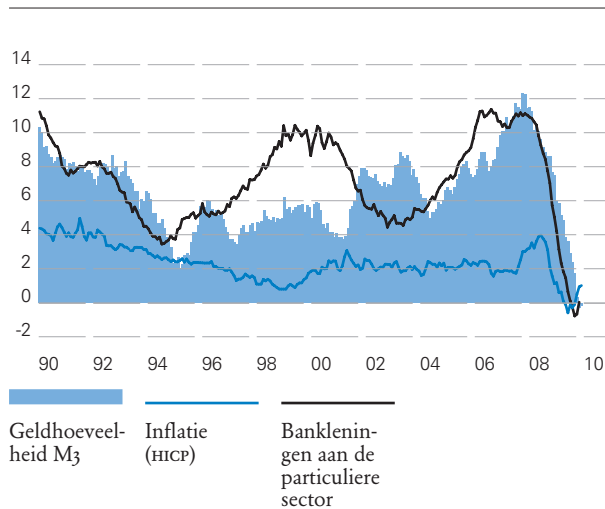
Tegenover deze dominerende benadering stond een kleine minderheid, aangevoerd door vooral economen van de Bank voor Internationale Betalingen (zie bijvoorbeeld Borio en White, 2004), die van mening was dat centrale banken juist wél preventief actie zouden moeten ondernemen tegen de opbouw van financiële onevenwichtigheden. Zij pleitten voor een ‘leaning-against-the-wind’-benadering, waarbij de centrale bank vroegtijdig en preventief het rente-instrument moet inzetten om de opbouw van financiële onevenwich-

tigheden, aangezien deze een risico vormen voor de macro-economische en prijsstabiliteit op de langere termijn. Praktisch betekent dit dat wanneer financiële onevenwichtigheden zich opbouwen, een centrale bank de rente enigszins hoger zet dan het niveau dat nodig is voor prijsstabiliteit op korte tot middellange termijn. Hierdoor neemt voor beleggers de prikkel af om onverantwoorde posities in te nemen en zich overmatig risicozoekend te gedragen, wat vervolgens de kans op het opbouwen van financiële onevenwichtigheden en derhalve op heftige financiële marktbevingen verkleint. De reële kosten van een financiële crisis zijn namelijk zo hoog dat het volgens de voorstanders van deze benadering beter is om voortijdig en preventief actie te ondernemen.

Tegenstanders van de ‘leaning-against-the-wind’-benadering wezen echter vooral op de praktische en operationele moeilijkheden van deze benadering. In de eerste plaats vraagt dit van een centrale bank dat zij financiële onevenwichtigheden in een vroegtijdig stadium kan identificeren. Gegeven de hoge mate van onzekerheid rondom financiële ontwikkelingen is dit een erg lastige opgave. Bovendien kan pas vaak achteraf worden vastgesteld of er al dan niet sprake is van een financiële onevenwichtigheid. Daar komt nog bij dat financiële onevenwichtigheden zich over een relatief lange periode ontwikkelen. Dit betekent dat beleidsmakers een langere tijdshorizon zouden moeten hanteren in het bepalen van hun beleid, terwijl de voorspelbaarheid en de mogelijkheid om invloed uit te oefenen juist afneemt over een langere horizon. In de tweede plaats kan ‘leaning-against-the-wind’ een vroegtijdige renteverhoging vereisen, waar die vroeger niet zou zijn doorgevoerd. Dit is alleen al om politiek-economische redenen lastig: de centrale bank zal in sommige situaties de beleidsrente moeten verhogen, terwijl de inflatie laag is, de inflatieverwachtingen stevig verankerd zijn en er een hoge mate van onzekerheid heerst over de opbouw van financiële onevenwichtigheden. Het formuleren van een adequate beleidsreactie wordt verder bemoeilijkt doordat er voortdurend vertragingen en veranderingen in het monetaire transmissiemechanisme optreden. Tot slot betekent ‘leaning-against-the-wind’ ook dat de centrale bank haar belangrijkste beleidsinstrument, de beleidsrente, inzet voor zowel prijsstabiliteit als financiële stabiliteit. Dit kan tot conflicterende situaties leiden waarbij het handhaven van prijsstabiliteit vraagt om een verandering van de beleidsrente in een bepaalde richting, terwijl financiële stabiliteitsoverwegingen juist een tegenovergestelde reactie vereisen. Dit leidt tot meer intransparantie en onzekerheid voor het publiek.

## Grafiek 1 Geldgroei, kredietverlening en inflatie in het eurogebied

Procentuele mutatie ten opzichte van vorige overeenkomstige periode



Bron: ECB en eigen berekeningen.

## Toenemende sympathie voor 'leaning-against-the-wind'

Door de financiële crisis heeft de idee dat centrale banken meer rekening moeten houden met de opbouw van financiële onevenwichtigheden meer weerklank gevonden onder economen en centrale bankiers. Dit komt in de eerste plaats doordat de financiële crisis duidelijk heeft aangetoond dat een lage en stabiele inflatie niet noodzakelijkerwijs tot financiële stabiliteit hoeft te leiden. Was er vóór de financiële crisis brede consensus dat monetaire beleidsmakers door zich te richten op het handhaven van prijsstabiliteit ook een bijdrage leverden aan de financiële stabiliteit, nu overheerst de visie dat prijsstabiliteit niet noodzakelijkerwijs tot financiële stabiliteit leidt en, sterker nog, geruime tijd kan samengaan met overmatige kredietgroei en zeepbellen op vermogensmarkten. De ervaring van de afgelopen vijftien jaar laat zien dat ruime monetaire verhoudingen gepaard zijn gegaan met de opbouw van financiële onevenwichtigheden, terwijl de inflatie historisch laag was (grafiek 1).

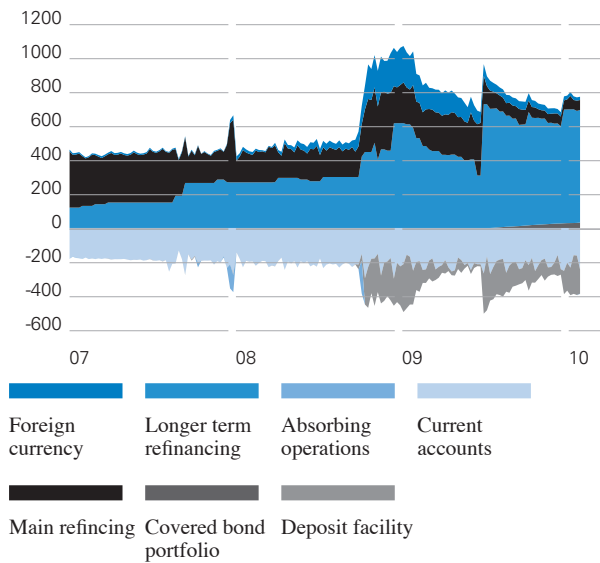
In de tweede plaats heeft de financiële crisis aangetoond dat het erg lastig is om op een effectieve wijze de macro-economische schade van een financiële crisis te beperken. Tijdens de financiële crisis hebben centrale banken de rente verlaagd, liquiditeitssteun aan het bankwezen gegeven en met opkoopprogramma's specifieke financiële markten gesteund. Met hun beleids-

maatregelen zijn centrale banken ver buiten hun traditionele 'comfort zone' getreden. In grafiek 2 staan de belangrijkste monetaire beleidsinstrumenten van het Eurosysteem, de Federal Reserve Bank en de Bank of England op basis van hun balansen.<sup>1</sup> Wat onmiddellijk opvalt, is de sterke groei van de omvang van de balansen van de drie centrale banken vanaf september 2008. Vóór die periode, tijdens de eerste fase van de crisis van juni 2007 tot september 2008, hebben deze centrale banken ook ingegrepen, maar vooral door frequenter liquiditeit te verstrekken aan het bankwezen, met name met langere looptijden. Na de intensivering van de crisis in september 2008 zijn deze centrale banken per saldo aanzienlijk meer liquiditeit gaan verstrekken aan het bankwezen, in geval van het Eurosysteem zelfs met een looptijd tot één jaar. Daarnaast zijn ze zich meer rechtstreeks gaan richten op de doorwerking van het monetaire beleid op de reële economie door belangrijke kredietmarkten te ondersteunen door schuld papier op te kopen of via speciale beleningsfaciliteiten. Hoewel deze ongeëvenaarde beleidsacties van centrale banken nodig waren om een ineenstorting van het financiële systeem te voorkomen, hebben ze een diepe contractie in de economische activiteit echter niet weten te voorkomen. Zo is bijvoorbeeld het bbp-niveau in het eurogebied terug op het niveau van begin 2006. Hier komt nog bij dat de financiële crisis duidelijk heeft gemaakt dat het ingrijpen in markten gepaard kan gaan met verstoringen. Wat het ingrijpen van centrale banken betreft zijn dit met name verstoringen van financiële marktverhoudingen en het veroorzaken van ongewenst risicovol gedrag (Van den End et al, 2009). Marktverhoudingen kunnen worden verstoord omdat steun aan bepaalde marktsegmenten de bereidheid bij financiers om in te stappen doet toenemen, wat ten koste kan gaan van niet-gesteunde marktsegmenten als beleggers zich hieruit terugtrekken. In de vs profiteerden de markten voor commercial paper en mortgage-backed securities bijvoorbeeld van opkoopprogramma's van de Federal Reserve. Negatieve effecten waren zichtbaar op de Amerikaanse markten voor auto- en creditcardleningen en voor commercieel onroerend goed, welke in eerste instantie niet werden gesteund en waar kapitaal werd onttrokken (IMF, 2009). Sinds maart 2009 komen auto- en creditcardleningen ook in aanmerking voor centrale-bankfinanciering. Ditzelfde mechanisme kan ook tot grensoverschrijdende verstoringen leiden wanneer landspecifieke verschillen in steun(voorwaarden) kapitaalstromen uitlokken. Versturende effecten die op langere termijn kunnen optreden hangen vooral samen met ongewenst risicovol gedrag. Een zeer lage (korte)

## Grafiek 2 Monetaire beleidsinstrumenten

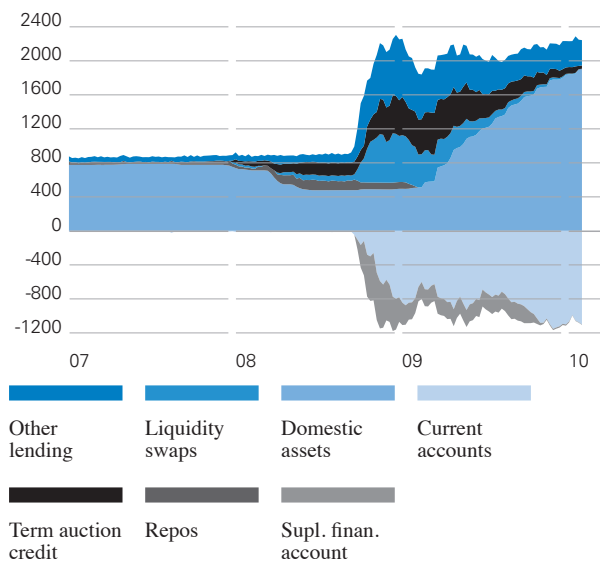
### a) Eurosysteem

Weekcijfers in EUR miljard



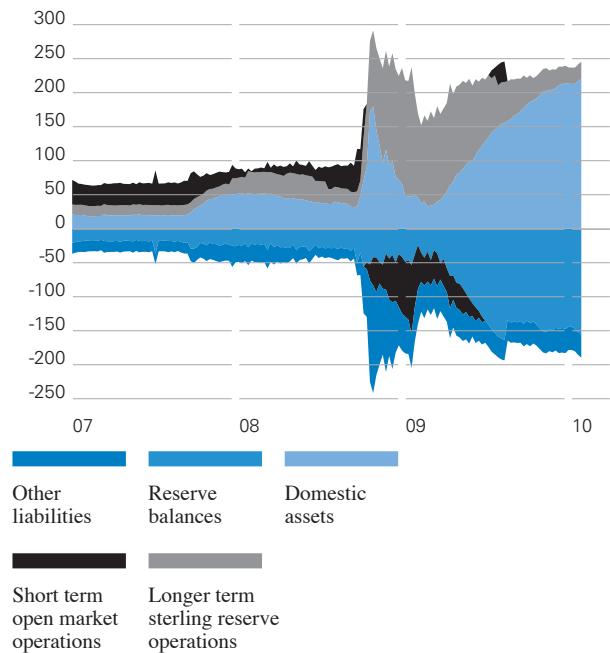
### b) Federal Reserve

Weekcijfers in USD miljard



### c) Bank of England

Weekcijfers in GBP miljard



Bron: ECB, Federal Reserve System en Bank of England.

rente kan de ‘*search for yield*’ stimuleren en daarmee het nemen van grotere risico’s door marktpartijen. Omdat daardoor de rentes over de hele linie kunnen dalen, kan dit de vraag naar krediet en daarmee de economie stimuleren. Tegelijkertijd kan het nemen van teveel risico echter tot een nieuwe zeepbel leiden, zeker wanneer marktpartijen ervan uitgaan dat centrale banken en overheden de pijn zullen verzachten wanneer de zeepbel barst.

Ten derde zorgen ook veranderende inzichten over de nadelen van ‘*leaning-against-the-wind*’ tot toenemende sympathie voor deze benadering. Was voor de crisis de consensus dat het erg lastig of zelfs onmogelijk is om financiële onevenwichtigheden *ex ante* te identificeren, recent onderzoek van onder andere Borio en Drehman (2009) laat zien dat het mogelijk is om vroegtijdige signalen over de opbouw van financiële onevenwichtigheden te ontdekken en gebruiken. Overigens gaat het hierbij niet om de exacte timing en manier waarop financiële onevenwichtigheden zich voordoen, maar veeleer om het zo vroeg mogelijk herkennen van verschillende ingrediënten die bij kunnen dragen aan het opbouwen van financiële onevenwichtigheden. Ook tonen recente inzichten van onder andere Adrian en Shin (2008) aan dat zelfs kleine rentestappen belangrijke gevolgen kunnen hebben voor de winstgevendheid van financiële instellingen die systematisch kort inlenen en lang uitlenen. Dit betekent dat het monetaire beleid wellicht effectiever is bij het voorkomen van financiële onevenwichtigheden dan vaak wordt gedacht.

### **Operationele overwegingen bij ‘*leaning-against-the-wind*’**

Nu centrale bankiers steeds meer sympathie lijken te krijgen voor de idee dat zij in hun monetaire beleid rekening moeten houden met de opbouw van financiële onevenwichtigheden, wordt de vraag relevant hoe zij dit het beste in de praktijk kunnen doen, en in het bijzonder of deze nieuwe benadering tot een mandaatwijziging voor centrale banken moet leiden. Een mogelijke benadering is om het huidige mandaat te behouden – en dus niet financiële stabiliteit als een tweede doelstelling voor het monetaire beleid te introduceren –, maar wel over te stappen op een ‘*twee sporen benadering*’ voor het monetaire beleid. Het eerste spoor is relevant wanneer zich geen financiële onevenwichtigheden opbouwen. In dit geval kan het ‘*traditionele*’ monetaire beleid worden gevolgd. Het tweede spoor richt zich op de opbouw van financiële onevenwichtigheden en de

daarbij behorende potentiële macro-economische risico’s op de langere termijn, in het bijzonder de risico’s voor prijsstabiliteit. Een dergelijke ‘*twee sporen benadering*’ van het monetaire beleid kan weliswaar binnen het huidige mandaat worden uitgevoerd, maar vraagt tegelijkertijd wel om een substantiële heroverweging van het monetaire beleid. In het bijzonder vereist deze benadering in de eerste plaats meer flexibiliteit omdat de beleidsrente soms verhoogd zal moeten worden terwijl de inflatie zich nabij haar doelstelling bevindt en de inflatieverwachtingen stevig verankerd zijn. Daarnaast is een langere beleidshorizon nodig omdat financiële onevenwichtigheden zich over een relatief lange periode ontwikkelen. Méér flexibiliteit en een langere beleidshorizon vragen tot slot om extra aandacht in het formuleren van een duidelijke en effectieve communicatiestrategie door de centrale bank.

Het succes van deze ‘*twee sporen benadering*’ voor het monetaire beleid hangt voor een belangrijk deel af van het bredere raamwerk waarin getracht wordt de opbouw van financiële onevenwichtigheden tegen te gaan. In dit bredere raamwerk dient ook het zogenoemde macroprudentiële beleid een belangrijke rol te vervullen. De discussie over de doelstellingen en de instrumenten van het macroprudentiële beleid is echter ook nog volop gaande. Duidelijk is wel dat zowel macroprudentieel beleid als monetair beleid uiteindelijk gericht zijn op het tot stand brengen van macro-economische stabiliteit en dit maakt coördinatie tussen beide cruciaal. Ook de institutionele opzet is daarbij belangrijk. Doelstellingen, instrumenten en kennis zijn nu tussen en binnen instituties verspreid. Om succesvol te kunnen opereren is een gezamenlijk (intellectueel) raamwerk en nauwe samenwerking tussen de autoriteiten van belang zonder daarbij de comparatieve voordelen en de onafhankelijkheid van de verschillende instituties uit het oog te verliezen. De oprichting van een European Systemic Risk Board (ESRB), een instituut dat zich zal richten op het beoordelen en voorkomen van risico’s voor de financiële stabiliteit binnen de EU, moet tegen deze achtergrond worden gezien.

### **Tot besluit**

De ongekend diepe en complexe financiële crisis heeft verstrekkende gevolgen op talloze terreinen, waaronder monetair beleid. Als de financiële crisis iets heeft duidelijk gemaakt, dan is het wel dat een abrupte correctie van onevenwichtigheden de macro-economische stabiliteit zeer ernstig kan schaden en dat zelfs een snelle, agressieve

monetaire beleidsverruiming in dat geval onvoldoende ruimte biedt om macro-economische schade te voorkomen. Ook heeft de financiële crisis duidelijk bevestigd dat een lage en stabiele inflatie niet noodzakelijkerwijs gepaard hoeft te gaan met financiële stabiliteit. Mede door deze inzichten staat het dominerende denkbeeld van vóór de financiële crisis dat het monetaire beleid zich puur en alleen op een lage inflatie moet richten ter discussie. Steeds meer economen en centrale bankiers zijn van mening dat financiële onevenwichtigheden op welke manier dan ook een grotere rol zouden moeten spelen. De discussie over de doelstellingen en de instrumenten van macroprudentieel beleid en over de vraag in hoeverre er daarnaast in het monetaire beleid elementen van de ‘leaning-against-the-wind’-benadering zullen worden geïncorporeerd is nog volop gaande.

## Literatuur

**Adrian, T. en H.S. Shin**, (2008), *Liquidity, monetary policy and financial cycles*, *Current Issues in Economics and Finance*, Federal Reserve Bank of New York, januari 2008.

**Borio, C. and W. White** (2004), *Whither monetary and financial stability? The implications of evolving policy regimes*, BIS Working Papers, Nr. 147.

**Borio, C. en M. Drehman** (2009), *Assessing the risk of banking crisis – revisited*, BIS Quarterly Review, March 2009.

**End, W.A. van den, S.A.M. Verkaart en K.A. van Dijkhuizen** (2009), *Verstorende effecten van de crisismaatregelen en hoe deze te beperken*, DNB Occasional Study, Nr. 3/2009.

**imf** (2009), *Global financial stability report, market update*, www.imf.org, januari 2009.

**Peeters, J. en S. Verkaart** (2009), *Monetair beleid tijdens en na de financiële crisis*, te verschijnen in Kwartaalschrift Economie.

**White, W.R.** (2009), *Should monetary policy lean or clean?*, *Federal Reserve Bank of Dallas, Globalization and Monetary Policy Institute*, Working Paper, No. 34.

<sup>1</sup> Voor een uitgebreide beschrijving van deze instrumenten en een verklaring voor de verschillende manieren waarop centrale banken hebben gereageerd, zie Peeters en Verkaart (2009).