

Verhouding tussen monetaire en financiële stabiliteit

Centrale banken beschouwen het bevorderen van financiële stabiliteit in toenemende mate als kerntaak, naast monetaire stabiliteit. Dit geldt zeker voor de Nederlandsche Bank (DNB), vanwege haar monetaire taak als participant in het Eurosysteem en haar verantwoordelijkheden op het terrein van toezicht en betalingsverkeer. Dit artikel gaat in op de wisselwerking tussen beide doelstellingen, en de daaruit voortvloeiende beleidsimplicaties.

Inleiding

Het bevorderen van de financiële stabiliteit is een kern-taak van dnb, evenals het bevorderen van monetaire stabiliteit via deelname aan de monetaire beleidsbepaling van het Eurosysteem. Dit artikel belicht de samenhang van monetaire en financiële stabiliteit, alsmede mogelijke spanningen tussen beide.

Monetaire stabiliteit wordt doorgaans afgemeten aan een lage en stabiele inflatie. In dit verband heeft het Eurosysteem prijsstabiliteit gedefinieerd als een jaarlijkse stijging van de geharmoniseerde consumptieprijs-index hcp voor het eurogebied van minder dan 2%. Daarbij wordt gestreefd naar een inflatieniveau dat op middellange termijn dichtbij 2% uitkomt. In een dergelijke situatie kan men bij economische beslissingen de ontwikkeling van het algemene prijsniveau verwaarlozen. Dit bevordert een doelmatige allocatie van middelen en daarmee een evenwichtige economische groei. Sedert het begin van de jaren '80 is de inflatie van de landen die nu deel uitmaken van het eurogebied aanzienlijk gedaald en minder volatiel geworden (grafiek 1).

Onder financiële stabiliteit wordt verstaan dat een financieel systeem – bestaande uit financiële instellingen, markten en bijbehorende infrastructuur – in staat is middelen goed te alloceren en schokken goed op te vangen. Zo wordt bewerkstelligd dat schokken geen ontwrichtende werking hebben op de reële economie of op andere financiële systemen. In geval van financiële stabiliteit kan geld zijn functies van rekeneenheid, transactie- en opspottmiddel naar behoren vervullen, terwijl besparingen worden bevorderd en hun weg vinden naar rendabele investeringsprojecten. Bovendien treedt spreiding van risico's op. In Nederland lijken dit

Grafiek 1 Inflatie eurogebied

Procentuele mutaties ten opzichte van vorige overeenkomstige periode



Bron: Thomson financial en Eurostat.

vanzelfsprekendheden. Het belang van financiële stabiliteit treedt pas pregnant naar voren in situaties van financiële instabiliteit, bijvoorbeeld wanneer banken rendabele projecten niet financieren, betalingen niet worden afgewikkeld of vermogensprijzen ver verwijderd raken van hun intrinsieke waarde. Financiële stabiliteit kan in gevaar komen door macro-economische onevenwichtigheden, zoals uit het lood geslagen wisselkoersen, door financiële problemen bij individuele instellingen die zich verspreiden in het systeem en door haperingen in het betalingsverkeer die een kettingreactie op gang brengen.

Monetaire en financiële stabiliteit vormen beide een noodzakelijke voorwaarde voor een florerende economie, maar ze beïnvloeden elkaar ook wederzijds. Dit artikel beschrijft allereerst de wisselwerking tussen beide doelstellingen van centrale banken. Door de groei van het financiële systeem is het belang van deze wisselwerking toegenomen. Tot slot passeren de beleidsmatige gevolgen hiervan de revue. Daarbij komt ook de rol van dnb aan bod.

Wisselwerking tussen monetaire en financiële stabiliteit

Het financiële systeem is de afgelopen decennia flink gegroeid. Dit blijkt uit tabel 1, waarin voor de periode 1970-2000 enkele kerncijfers worden getoond, uitgedrukt in procenten van het bruto binnenlands product (bbp). Deze snelle expansie kan deels worden verklaard uit de deregulering en liberalisering van financiële markten gedurende de beschouwde periode, in combinatie met financiële innovatie. Zo heeft het internationaal georiënteerde bankwezen sterk kunnen profiteren van de vrijmaking van het kapitaalverkeer tussen de eu-landen, die haar beslag kreeg aan het begin van de jaren '90 tijdens de eerste fase van de emu. Opvallend is dat, ondanks de forse groei van het systeem als geheel, de toename van de geldhoeveelheid beperkt is gebleven. De chartale geldhoeveelheid is in termen van het bbp zelfs gedaald. De grotere omvang van het financiële systeem, en de daardoor toegenomen kosten van verstoringen binnen dat systeem, verklaren de toegenomen aandacht voor financiële stabiliteit naast monetaire stabiliteit in het beleid van centrale banken.

Analoog aan tabel 1 kan het financiële systeem op gestileerde wijze worden weergegeven als een trechter met een monetaire basis (figuur 1). De traditionele rol van geld is het bieden van liquiditeit om transacties in de reële economie te vergemakkelijken. Geld is boven-

Tabel 1 Enkele kerncijfers Nederlands financieel systeem

Procenten bbp

Jaar	Chartaal m1 geld	m3	Banken ¹	Banken + institutionele beleggers ¹
1970	8	23	53	71
1980	6	21	60	129
1990	7	25	77	184
2000	5	35	92	254

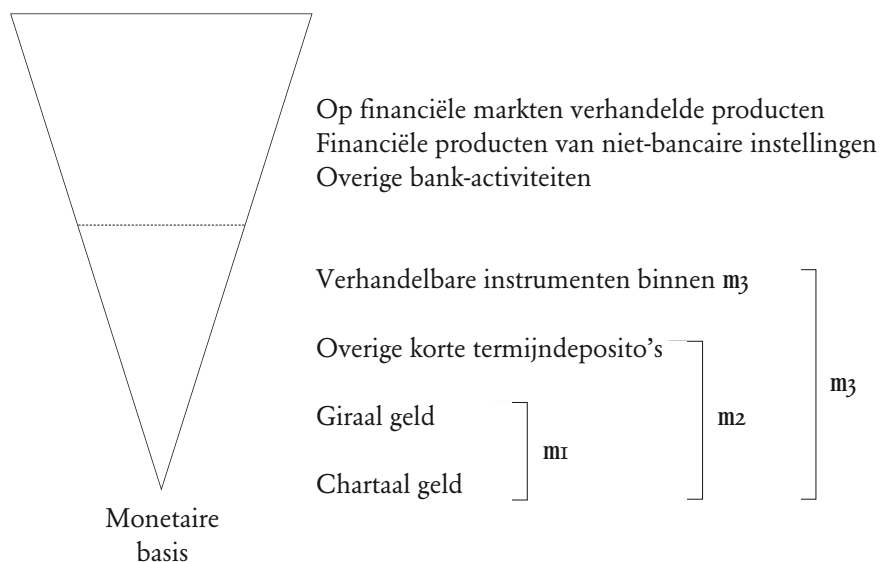
Bron: dnb.

¹ Balanstotaal.

dien betaalmiddel, in de zin dat deze transacties na betaling financieel zijn afgewikkeld. Dit is een essentieel verschil met andere financiële instrumenten (zoals langlopende kredieten), waarbij na de reële transactie altijd een financiële tegenpartij blijft bestaan, met de bijbehorende onzekerheid ten aanzien van kredietwaardigheid. Bij chartaal geld wordt deze onzekerheid weggenomen: de bruikbaarheid als betaalmiddel wordt immers gegarandeerd door de staat. Onder normale omstandigheden wordt ook giraal geld algemeen geaccepteerd als betaalmiddel. Weliswaar worden hiermee reële transacties niet geheel financieel afgewikkeld (er blijft een bank betrokken als financiële tegenpartij), maar deze onzekerheid is beperkt omdat giraal geld gemakkelijk kan worden omgezet in chartaal geld.

Hoger in de trechter zitten spaardeposito's en overige bank-activiteiten. De relatie met de monetaire basis wordt losser: het betreft hier financiële instrumenten waarbij men veelal voor langere tijd afstand doet van koopkracht. Dit is nog sterker het geval voor het bovenste gedeelte van de trechter, waarin producten zitten van niet-bancaire instellingen zoals verzekeraars en beleggingsfondsen, alsmede producten waarbij geen intermediatie plaatsvindt (zoals aandelen en obligaties) en derivaten. Deze producten zijn niet geschikt als betaalmiddel maar bieden andere voordelen, zoals het bij elkaar brengen van besparingen en investeringen en het spreiden van risico's.

Monetaire stabiliteit heeft betrekking op de waardeontwikkeling van geld, en beperkt zich daarmee in eerste

Figuur 1 Het financiële systeem

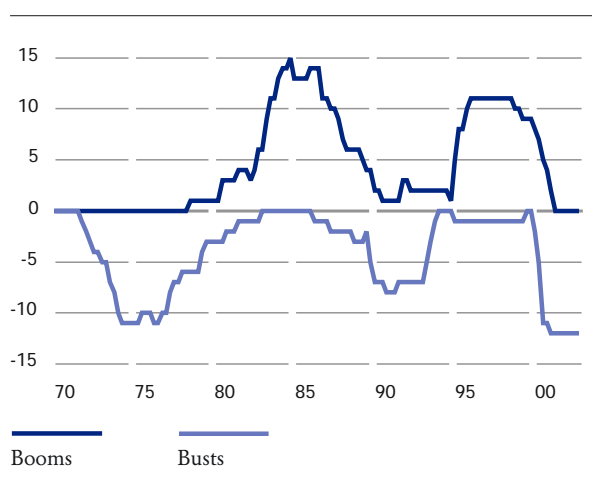
instantie tot het onderste deel van de trechter. Niettemin hebben monetaire en financiële stabiliteit invloed op elkaar. Zo neemt bij twijfels over de soliditeit van het financiële systeem de onzekerheid toe, waardoor een verschuiving optreedt naar meer liquide instrumenten. Als gevolg hiervan krimpt het niet-monetaire deel van het financiële systeem, bijvoorbeeld doordat bedrijven niet meer terecht kunnen op aandelen- en obligatiemarkten. Bij een bank run is de onzekerheid zelfs zo groot dat het publiek alleen geld in zijn meest liquide, chartale vorm wenst aan te houden. Na de aanslagen op de Twin Towers op 11 september 2001 was tijdelijk een grotere vraag naar liquiditeit waarneembaar op de interbancaire geldmarkt, terwijl die maand de m3-groei duidelijk versnelde.¹ Ook kan financiële instabiliteit een belemmering vormen voor de doorwerking van het monetaire beleid naar de reële economie, bijvoorbeeld als problemen binnen het bankwezen leiden tot kredietrantsoenering. Hierdoor wordt de effectiviteit van het monetaire beleid, en daarmee de mogelijkheid om prijsstabiliteit te realiseren, ondergraven.

Omgekeerd is monetaire stabiliteit ook van belang voor de ontwikkeling van het financiële systeem als geheel. Zo kan onvoorziene inflatie het reële rendement op beleggingen uithollen, terwijl deflatie via een toename van reële schulden de financiële kwetsbaarheid kan vergroten. Onzekerheid over de waardeontwikkeling van geld impliceert dat het minder gemakkelijk is financiële producten te ontwikkelen die zijn gericht op looptijdtransformatie en risicospreiding. Hierdoor zal het financiële systeem minder goed in staat zijn te zorgen voor een efficiënte aanwending van middelen. In overeenstemming hiermee laten empirische studies zien dat hoge en stijgende inflatie de kans op een bankencrisis substantieel vergroot.²

Monetaire stabiliteit biedt geen garantie voor financiële stabiliteit. Zogeheten 'boom-bust' cycli in vermogensprijzen komen na 1985 nog even vaak voor als in de periode 1970-1985 ondanks de toegenomen monetaire stabiliteit (grafiek 2).³ Het aantal bankencrises is zelfs aanzienlijk toegenomen. De Japanse situatie aan het eind van de jaren '80 vormt een duidelijk voorbeeld van financiële instabiliteit ondanks schijnbare monetaire stabiliteit. De inflatie bevond zich destijds op een laag en stabiel niveau, maar de geld- en kredietgroei was uitbundig. Overdreven optimisme over de toekomst uitte zich in een stijging van de vermogensprijzen tot ver boven de intrinsieke waarde. Problematisch in dit verband is dat vermogensprijsstijgingen en kredietgroei elkaar wederzijds kunnen versterken. Hogere vermogensprijzen impliceren immers een sterkere financiële

Grafiek 2 'Boom-bust' cycli in aandelenkoersen van 20 geïndustrialiseerde landen

Aantallen per kwartaal



Bron: Kakes en Ullersma (2003), geactualiseerd.

Toelichting: getoond wordt hoeveel van de 20 landen zich in een 'boom' of 'bust' (negatieve waarden) bevinden.

positie (in elk geval op papier), waardoor de leencapaciteit toeneemt en de vraag naar aandelen en onroerend goed nog verder kan stijgen. In 1989 stortte de Japanse aandelenmarkt in, twee jaar later gevolgd door de onroerend-goedmarkt. Vooral gezinnen en bedrijven met hoge schulden raakten hierdoor in problemen. Ook verslechterden de balansen van de commerciële banken aanzienlijk. Ofschoon het aantal faillissementen van banken beperkt is gebleven, is ruim tien jaar na dato nog steeds sprake van een fragiel Japans bankwezen.

Voorts is het mogelijk dat aanzienlijke monetaire onevenwichtigheden optreden terwijl de financiële sector stabiel lijkt. Het beste voorbeeld hiervan betreft de wereldwijde crisis in de jaren '70, toen zich grote economische schokken voordeden, waaronder twee ongekende olieprijsstijgingen. In deze jaren liep de inflatie flink op (zie ook grafiek 1). De macro-economische schokken hadden uiteindelijk ook invloed op de financiële stabiliteit. In veel landen deed zich een forse correctie van de aandelenkoersen voor, die voornamelijk valt terug te voeren op schoksgewijze, maar gerechtvaardigde aanpassingen van de verwachtingen. De plotselinge stijging van de inflatie dreef beleggers in de richting van onroerend goed. In enkele landen heeft dit geleid tot prijzen die stegen tot ver boven de intrinsieke waarde om vervolgens scherp te dalen.

Beleid gericht op monetaire en financiële stabiliteit

De wisselwerking tussen monetaire en financiële stabiliteit impliceert dat het zinvol is om bij beleid gericht op monetaire stabiliteit te letten op financiële-stabiliteitsaspecten, en andersom. De relatie tussen monetaire en financiële stabiliteit komt duidelijk naar voren in de discussie over de betekenis van vermogensprijsontwikkelingen voor het monetaire beleid.⁴ De groei en de volatiele prijsbewegingen op vermogensmarkten in de afgelopen jaren rechtvaardigen deze toegenomen belangstelling. In het eurogebied is de marktwaarde van binnenlandse aandelen als percentage van het nominale bbp, de zogeheten marktkapitalisatie, tussen 1990 en 2000 grofweg verviervoudigd tot 90%. De gang van zaken op dergelijke omvangrijke markten beïnvloedt de investeringsmogelijkheden van bedrijven en de vermogenspositie van gezinnen. Alleen al vanwege deze gevolgen voor de economie vormt de vermogensprijsontwikkeling een belangrijke informatievariabele voor monetaire beleidsmakers. Daarnaast zijn prijsontwikkelingen op vermogensmarkten een afspiegeling van de verwachtingen van marktparticipanten over fundamentele ontwikkelingen. In een efficiënte markt worden vermogensprijzen immers bepaald door de verdisconteerde waarde van de verwachte opbrengsten van de vermogenstitels. Het informatiegehalte van vermogensprijzen neemt toe wanneer zij in samenhang met andere gegevens worden onderzocht. Een plotselinge stijging van de aandelenkoersen kan bijvoorbeeld wijzen op verbeterde winstvooruitzichten van het bedrijfsleven, maar ook op een lagere disconteringsvoet van toekomstige dividendopbrengsten. In het bijzonder is het nuttig vermogensprijzen te beschouwen in samenhang met monetaire ontwikkelingen, zoals de geldgroei en de kredietverlening aan de particuliere sector. De geschiedenis wijst namelijk uit dat een combinatie van enerzijds hoge aandelen- en huizenprijsstijgingen en anderzijds hoge geld- en kredietgroei het gevaar van een terugslag in de vermogensprijzen in zich bergt. Het Eurosysteem houdt in zijn monetaire beleid rekening met dit soort ontwikkelingen. De middellange-termijndoelstelling van het monetaire beleid biedt ruimte om de gevolgen mee te wegen van vermogensprijsveranderingen, die zich over verscheidene jaren kunnen uitstrekken. De expliciete aandacht voor geldaggregaten en de kredietontwikkeling is behulpzaam bij de analyse van financiële onevenwichtigheden. Zo kan een langdurig hoge geldgroei een indicatie zijn voor een onevenwichtige vermogensprijsontwikkeling, maar dit verschijnsel kan ook duiden op toekomstige consu-

mentenprijsinflatie of alleen maar worden veroorzaakt door structurele veranderingen op financiële markten. In het laatste geval ligt een restrictief monetair beleid minder voor de hand dan in de eerste twee gevallen.

De relatie tussen vermogensprijzen en de kredietverstrekking is ook relevant voor andere beleidsterreinen dan het monetaire beleid, zoals het toezicht op de financiële sector. Een goed voorbeeld is de sterke kredietgroei in Nederland eind jaren negentig, die gepaard ging met forse huizenprijsstijgingen. dnb heeft toen een diepgaand onderzoek verricht naar de uitbundige kredietverlening door het bankwezen, waarbij naast zorgen om de monetaire ontwikkelingen ook nadrukkelijk toezichtaspecten speelden.⁵ Hoewel toen werd geconcludeerd dat het bankwezen voldoende solide was om eventuele prijscorrecties op de woningmarkt op te vangen, leidde dit onderzoek tot enkele aanscherpingen in het bankentoezicht. Zo werden de rapportageverplichtingen van banken aangescherpt, en werden banken gestimuleerd de kwetsbaarheid van hun hypotheekportefeuilles beter in kaart te brengen door middel van zogeheten stress-tests. Een ander voorbeeld van het belang van kredietverstrekking voor het toezicht betreft het procyclische gedrag van banken. Banken versterken de conjunctuurcyclus doordat de kredietrisico's toenemen in een laagconjunctuur en afnemen in een hoogconjunctuur. Toezichtsregels kunnen dit nog verder in de hand werken indien kapitaalseisen strenger worden naarmate de risico's toenemen. Deze kwestie kwam naar voren bij de onderhandelingen over het nieuwe Kapitaalakkoord ('Bazel ii'), waarin internationale minimumregels worden vastgelegd voor het bankentoezicht. In het nieuwe Kapitaalakkoord, dat over enkele jaren wordt geïmplementeerd, neemt de risico-gevoeligheid van kapitaalseisen toe. Daarom zijn aanvullende maatregelen genomen om de procycliciteit te beperken. Dit is een voorbeeld waarbij men in de vormgeving van toezichtregels rekening houdt met de gevolgen voor de financiële en monetaire stabiliteit.

Soms lijkt beleid gericht op monetaire stabiliteit te botsen met de financiële-stabiliteitsdoelstelling. In de tweede helft van de jaren '80 maakten Finland, Noorwegen en Zweden een periode door van onstuimige groei van bestedingen, vermogensprijzen en kredietverlening. De correctie hiervan aan het begin van de jaren '90 resulteerde in een bankencrisis, die werd ingeluid door renteverhogingen door de centrale banken. In die zin leek sprake van strijdigheid tussen de doelstellingen van monetaire en financiële stabiliteit. De dieperliggende oorzaken van de Scandinavische bankencrisis moeten echter worden gezocht in gebrekkige interne

controle door banken op de kredietverlening, die een aanzienlijke stimulans kreeg door de liberalisatie van de kapitaalmarkten. Ook het toezicht op het bankwezen bleek niet bij machte de omvang en kwaliteit van de kredietverlening beheersbaar te houden.⁶

Een schijnbare tegenstelling tussen de monetaire en financiële-stabiliteitsdoelstelling van een centrale bank doet zich ook voor als interbancaire betalingen en kredietverlening dreigen vast te lopen doordat banken wegens plotseling toegenomen risico-aversie alle beschikbare liquide middelen absorberen. Een dergelijke financiële crisis dreigde na de terroristische aanslagen op 11 september 2001. In reactie hierop hebben het Amerikaanse stelsel van centrale banken (Fed) en het Eurosysteem aan de financiële markten duidelijk gemaakt zo nodig ongelimiteerd liquiditeiten ter beschikking te stellen. Voorts hebben ze de rentetarieven verlaagd. Beide beleidsmaatregelen vergroten de hoeveelheid beschikbare liquiditeiten en het vertrouwen van beleggers. Daarmee ondersteunen ze de financiële stabiliteit. De maatregelen impliceren ook een versoepeling van het monetaire beleid, met mogelijke inflatoire gevolgen. Echter, hierbij moet worden bedacht dat een monetaire versoepeling passend was gelet op het versomberde perspectief voor de wereldeconomie. Bovendien zouden de inflatoire gevolgen zich pas op langere termijn voordoen, zodat ruime gelegenheid bleef bestaan voor compenserende maatregelen.

De wisselwerking tussen monetaire en financiële stabiliteit impliceert dat coördinatie tussen de betrokken beleidsmakers belangrijk is. Het belangrijkste monetaire beleidsinstrument van het Eurosysteem, de korte rente, is primair gericht op prijsstabiliteit. Voor financiële stabiliteit ligt het ingewikkelder, aangezien deze doelstelling zich niet in één doelvariabele laat samenvatten. Hiervoor bestaan dan ook verschillende beleidsinstrumenten naast het monetaire beleid, zoals het toezicht op financiële instellingen, oversight ter bevordering van een betrouwbaar betalingsverkeer, en diverse vormen van wet- en regelgeving.

dnb is op verschillende manieren als beleidsmaker betrokken bij zowel monetaire als financiële stabiliteit. Allereerst is zij medeverantwoordelijk voor het monetaire beleid in het eurogebied via participatie in het Eurosysteem. Voorts is dnb verantwoordelijk voor het prudentiële toezicht op het bankwezen. Na de fusie met de Pensioen- en Verzekeringskamer (pvk), die volgend jaar zal plaatsvinden, wordt dit gecombineerd met het toezicht op pensioenfondsen en verzekeraars. Aldus kan nog beter rekening worden gehouden met de wisselwerking tussen financiële instellingen en de rest van

het financiële systeem. De traditionele scheiding tussen banken en andere typen financiële instellingen en markten is immers de afgelopen decennia vervaagd. Ook is dnb verantwoordelijk voor een goed functionerend betalingsverkeer, en biedt zij samen met de andere leden van het Europees Stelsel van Centrale Bank een veilig settlement-systeem (target) aan. Tot slot is dnb nauw betrokken bij verschillende overlegfora gericht op financiële stabiliteit, zoals in Nederland met de Autoriteit Financiële Markten en internationaal in het Financial Stability Forum, het Internationale Monetair Fonds en de Bank voor Internationale Betalingen.

Conclusies

Tussen monetaire en financiële stabiliteit bestaat een duidelijke samenhang. Financiële stabiliteit leidt doorgaans tot een stabielere vraag naar liquiditeiten, en bevordert de doorwerking van het monetaire beleid. Omgekeerd is bij prijsstabiliteit het financiële systeem beter in staat te zorgen voor een goede allocatie van middelen en spreiding van risico's.

Beleidsmakers moeten rekening houden met de interacties tussen monetaire en financiële stabiliteit. Dat is goed zichtbaar bij het beleid inzake vermogensprijsinflatie. Daarbij zou de aandacht zich moeten concentreren op de achterliggende processen, die veelal aangrijpen bij de kredietverlening. De monetaire strategie van het Eurosysteem biedt hiervoor mogelijkheden, door middel van de middellangetermijn-oriëntatie van de prijsstabiliteitsdoelstelling en de expliciete aandacht voor geldaggregaten en de kredietgroei.

De doelstellingen van financiële en monetaire stabiliteit lijken soms op gespannen voet te staan, bijvoorbeeld bij een plotseling stijgende liquiditeitsbehoefte door spanningen in het financiële systeem. Centrale banken hebben laten zien in dergelijke gevallen snel en adequaat te kunnen handelen om een financiële crisis af te wenden door liquiditeitsinjecties, eventueel gecombineerd met renteverlagingen. Op langere termijn zijn dergelijke maatregelen doorgaans consistent met de doelstelling van monetaire stabiliteit.

De relatie tussen monetaire en financiële stabiliteit onderstreept ook het belang van coördinatie tussen de betrokken beleidsmakers. Hierbij speelt DNB een prominente rol, vanwege haar monetaire taak als participant in het Eurosysteem en verantwoordelijkheden op het terrein van het banktoezicht en het betalingsverkeer. Na de fusie met de PVK, volgend jaar, wordt dit bovendien gecombineerd met het toezicht op verzekeraars en pensioenfondsen.

- 1 ecb Maandbericht, november 2001.
- 2 Het imf heeft op dit terrein veel onderzoek verricht, zie A. Dermirgüç-Kunt and E. Detragiache, *The determinants of banking crises: evidence from developing and developed countries*, imf Working Paper No. 106, 1997, alsmede D. Hardy and C. Pazarbaşıoğlu, *Determinants and leading indicators of banking crises: further evidence*, imf Staff Papers No. 46, 1999.
- 3 J. Kakes and C. Ullersma, *Financial stability in low inflation environments*, bis Papers No. 19, September 2003.
- 4 Voor een nadere analyse van de implicaties van de ontwikkeling van vermogensprijzen, zie J.J. Capel en W.J. Jansen, *Vermogensprijs-inflatie: analyse, gevolgen en beleidsimplicaties*, Financiële en Monetaire Studies, 2001.
- 5 Zie R.T.A. de Haas, A.C.F.J. Houben, J.I. Kakes en H. Korthorst, *De kredietverlening door Nederlandse banken onder de loep*, Monetaire Monografie No. 18, 2000.
- 6 Voor een analyse van de Scandinavische bankencrisis, zie B. Drees and C. Pazarbaşıoğlu, *The Nordic banking crises: Pitfalls in financial liberalization?*, imf Occasional Paper No. 161, 1998.