

PERSCOMMUNIQUÉ

Schuldpositie van huishoudens en bedrijven, kapitaalstromen en monetair beleid in een kleine open economie

door Mara Pirovano

NBB Working Paper No 246 - Research Series

De recente financiële crisis toonde aan dat financiële evenwichtsverstoringen als gevolg van de dynamiek van de kredietverlening en de in goede tijden opgebouwde schuldpositie het effect van baisses aanzienlijk kunnen versterken. De vraag of centrale banken uitdrukkelijk financiële doelstellingen moeten nastreven heeft tegen die achtergrond aan belang gewonnen en staat centraal in het actuele debat over het monetair beleid.

In deze paper worden deze thema's bestudeerd in de context van een DSGE-model van een kleine open economie, verrijkt met kenmerken die de opkomende Europese markten typeerden in de aanloop naar de financiële crisis. Ten eerste zijn zowel bij de bedrijven als bij de huishoudens kredietfricties in het kader van Bernanke, Gertler en Gilchrist (1999) aanwezig, wat leidt tot het bestaan van een premie op externe financiering in beide sectoren, gelieerd aan de schuldpositie van de debiteuren. Ten tweede lenen zowel huishoudens als ondernemers van buitenlandse kredietverleners in buitenlandse valuta. Ten derde wordt in beide sectoren kapitaalvoer geïntroduceerd, in de geest van Curdia (2006, 2007), waarbij wordt aangenomen dat buitenlandse kredietverleners een vertekend beeld hebben van de kredietwaardigheid van de binnenlandse kredietnemers. In goede tijden resulteren golven van optimisme tot een betere beoordeling van de kredietwaardigheid van de binnenlandse kredietnemers, en derhalve tot een versoepeling van de kredietvoorwaarden, die ten grondslag ligt aan een zichzelf in stand houdende positieve cyclus van economische groei. De dynamiek van het model wordt dan geanalyseerd in reactie op schokken in de productiviteit en de kapitaalvoer, die allemaal gepaard gaan met een toename van de buitenlandse kredietverlening, maar die tot uiting komen aan verschillende zijden van de kredietmarkt. Terwijl de technologieschokken inwerken op de vraagzijde van het krediet, komen schokken in de beoordeling door de buitenlandse kredietverstrekkers tot uiting aan de aanbodzijde.

Aan de hand van dit model worden drie belangrijke thema's onderzocht. Ten eerste de dynamische aanpassing van de economie aan schokken in de productiviteit en de kapitaalvoer in verschillende monetairbeleidstelsels, van een standaard Taylor-regel tot regels met expliciete reacties op wisselkoersbewegingen en kredietaggregaten, alsook een wisselkoersarrangement op basis van een vaste koppeling. Ten tweede de interactie tussen kredietfricties in de sector van de huishoudens en die van de bedrijven. Ten derde het vaststellen van de optimale monetairbeleidsregel voor een centrale bank met doelstellingen inzake macro-economie en financiële stabiliteit in een kleine open economie, die onderhevig is aan schokken in de productiviteit en de kapitaalvoer.

Vastgesteld wordt, ten eerste, dat, los van de voorkeuren van de monetaire autoriteiten, de geoptimaliseerde coëfficiënt inzake vertraagde rente een vrij hoge optimale inertie van de monetairbeleidsregel te zien geeft. Gelet op het feit dat veranderingen in de nominale rente in een kleine open economie tot uiting komen in wisselkoersschommelingen die de balans van kredietnemers met schulden in buitenlandse valuta beïnvloeden, leiden ze tot meer volatiliteit in de financiële variabelen, met inbegrip van de kredietgroei. Zelfs indien de centrale bank niet bezorgd is over de financiële stabiliteit, streeft ze derhalve toch naar een geleidelijk verloop van de monetairbeleidsrente. Ten tweede, in het geval dat de monetaire autoriteit zich niet bezighoudt met financiële stabiliteit, is alleen reageren op afwijkingen van de inflatie en de output optimaal. Als overwegingen inzake de financiële stabiliteit deel uitmaken van de doelstelling van de centrale bank, vindt de monetaire autoriteit het optimaal om te reageren op een depreciatie van de wisselkoers met een positieve coëfficiënt, maar niet op kredietmarktindicatoren. Een verstrakking van het monetair beleid als reactie op, bijvoorbeeld, schokken in de kapitaalvoer, leidt tot een verdere appreciatie van de wisselkoers, wat de balans van de kredietnemers versterkt en het aangaan van leningen in buitenlandse valuta aanmoedigt. Dit lijkt erop te wijzen dat in een kleine, open en gedollariseerde economie, een centrale bank met doelstellingen inzake financiële stabiliteit, die echter over één instrument beschikt, namelijk de nominale rente, niet tegelijkertijd macro-economische en financiële stabiliteit kan verwezenlijken.

Tot slot, wat betreft de interactie tussen de financiële variabelen voor de huishoudens en de bedrijven, blijkt dat de mate van samenhang zeer sterk afhankelijk is van het feit of de wisselkoers flexibel is of berust op een vaste koppeling, zowel bij technologische schokken als bij schokken in de kapitaalvoer. Meer specifiek wordt vastgesteld dat een negatieve (positieve) correlatie ontstaat in een vast (flexibel) wisselkoersstelsel. De analyse wijst uit dat sectorale schokken in de kapitaalvoer vooral doorwerken in de andere sectoren via hun effect op de binnenlandse productie, door een toegenomen vraag naar binnenlandse goederen voor investeringsdoeleinden en door de effecten van de appreciatie van de wisselkoers op de balansen.