

Wisselwerking tussen het monetair en het macroprudentieel beleid

J. Boeckx
P. Ilbas
M. Kasongo Kashama
M. de Sola Perea
Ch. Van Nieuwenhuyze

Inleiding

Vóór in 2007 de financiële crisis uitbrak, gingen de meeste beleidsmakers er traditioneel van uit dat prijsstabiliteit de belangrijkste doelstelling van het monetair beleid behoorde te zijn. Tijdens de vorige twee decennia werd het nastreven van een inflatiedoelstelling het gangbare monetairbeleidskader ('inflation targeting'), hetzij in een expliciete vorm (zoals bij de Reserve Bank of New Zealand, Norges Bank, Sveriges Riksbank, Bank of Chile, enz.), hetzij in een impliciete vorm (bijvoorbeeld bij de Federal Reserve en in het Eurosysteem). Daarbij werd een inflatiedoelstelling op middellange termijn meestal gecombineerd met een doelstelling inzake capaciteitsbezetting, bijvoorbeeld de hoogst haalbare werkgelegenheid of productie die verenigbaar is met prijsstabiliteit.

Algemeen werd aangenomen dat, indien de centrale bank erin slaagde de inflatie stabiel en licht positief te houden (typisch rond 2%), zulks ook reële en financiële stabiliteit zou waarborgen. Er werd bovendien geen hecht verband tussen de financiële markten en de reële economie vermoed, zodat er werd van uitgegaan dat zelfs een verstoring van de financiële markten geen aanzienlijke reële effecten zou sorteren en dat de monetaire autoriteit voldoende middelen ter beschikking zou hebben om de gevolgen van dergelijke crisissen op te vangen ('mopping

up' of de 'Greenspan put'). Deze ideeën werden tijdens de Great Moderation bevestigd. Aangezien de financiële markten in de geavanceerde landen plusminus efficiënt leken te functioneren, werd nadrukkelijke aandacht voor de financiële stabiliteit niet als noodzakelijk beschouwd⁽¹⁾. Financiële stabiliteit werd aldus geacht een afzonderlijk beleidsdomein te zijn, waarvan het waarborgen niet de hoofdplicht was van het monetair beleid.

Door de Great Recession zagen de beleidsmakers echter in dat prijsstabiliteit op zich geen waarborg is voor financiële stabiliteit en dat ze dus ook geen financiële crisissen kan voorkomen. Bovendien is gebleken dat schokken die ontstaan in het financieel stelsel, een zware impact kunnen hebben op de reële economie – en derhalve ook op de risico's voor de prijsstabiliteit. Anders dan vroeger wordt nu algemeen aangenomen dat de financiële instellingen meer en beter dan in het verleden moeten worden gecontroleerd. Daarbij is er naast een versterkt microprudentieel beleid dat gericht is op de individuele instellingen, ook nood aan een macroprudentiële benadering, waarbij expliciet aandacht wordt besteed aan de systemische risico's voor het financieel stelsel in zijn geheel en aan de wisselwerking tussen de reële en financiële sferen.

In dit artikel wordt nagegaan welke implicaties een actief macroprudentieel beleid heeft voor het monetair beleid. Daarbij wordt voornamelijk aandacht besteed aan de wisselwerking tussen de beide beleidsdomeinen. In het eerste hoofdstuk wordt het kader toegelicht waarin het macroprudentieel en het monetair beleid opereren: wat zijn

(1) In de op twee pijlers berustende strategie van het Eurosysteem worden verscheidene monetaire en kredietaggregaten gevolgd. De aanvankelijke motivatie voor deze tweepijlerstrategie was evenwel dat de geld- en kredietaggregaten een indicatie zouden geven omtrent de risico's voor de prijsstabiliteit op middellange tot lange termijn.

de doelstellingen van de twee beleidsdomeinen, welke instrumenten zijn voorhanden om die doelstellingen te bereiken en wat zijn hun voornaamste transmissiekanalen? Tevens wordt het institutioneel kader geschetst voor de monetaire en macroprudentiële beslissingen in België. In het tweede hoofdstuk wordt bestudeerd in welke gevallen er sterke afwegingen (trade-offs) moeten worden gemaakt tussen prijs- en financiële stabiliteit. Dat is belangrijk omdat de trade-offs tussen die beide doelstellingen bepalend zijn voor de aard van de wisselwerking tussen het monetaire en het macroprudentiële beleid. Aan de hand van een theoretisch model, dat wordt aangevuld met voorbeelden uit de praktijk, wordt aangetoond dat dergelijke afwegingen afhankelijk zijn van de schokken die zich kunnen voordoen. Tegen die achtergrond wordt in het derde hoofdstuk besproken in welke gevallen het voor het monetaire beleid wenselijk kan zijn om 'tegen de wind te leunen' ('leaning against the wind'). Wanneer bijvoorbeeld financiële onevenwichtigheden wijdverspreid zijn of er onvoldoende effectieve prudentiële instrumenten beschikbaar zijn, zou het monetaire beleid het macroprudentiële beleid kunnen aanvullen ter vrijwaring van de financiële stabiliteit. In het vierde hoofdstuk wordt ingegaan op de huidige situatie in het eurogebied en op de mogelijke trade-offs tussen het (niet-conventioneel) monetaire beleid van het Eurosysteem en de financiële stabiliteit. Daarna volgen de conclusies.

1. Definitie en institutioneel kader

1.1 Doelstellingen, instrumenten en transmissiekanalen

Het monetaire en het macroprudentiële beleid worden in de eerste plaats gedefinieerd op grond van de doelstellingen die ze nastreven. Het monetaire beleid heeft als doelstelling de prijsstabiliteit. Op het niveau van het eurogebied wordt die stabiliteit specifiek omschreven als het behoud, op middellange termijn, van het inflatiecijfer onder, maar dicht bij 2%. Het macroprudentiële beleid van zijn kant streeft financiële stabiliteit na. Deze laatste wordt door de Europese Centrale Bank (ECB), in het kader van haar prudentiële opdrachten binnen het eurogebied, gedefinieerd als 'a condition in which the financial system

– intermediaries, markets and market infrastructures – can withstand shocks without major disruption in financial intermediation and in the effective allocation of savings to productive investment'.⁽¹⁾

Op basis van hun respectieve doelstellingen en krachtens de regel van Tinbergen⁽²⁾, maken het monetaire en het macroprudentiële beleid aldus gebruik van een waaier aan instrumenten. Vóór 2008 beperkte het Eurosysteem zich typisch tot één enkel monetaire beleidsinstrument: de basisrentetarieven. Sinds het begin van de crisis hebben de centrale banken van de geavanceerde economieën er met het wijzigen van de samenstelling en/of de omvang van de balans een instrument bij. De macroprudentiële instrumenten kunnen in drie categorieën worden onderverdeeld. Om te beginnen, bevatten de kapitaalregels de contracyclische kapitaalvereisten, de kapitaalvereisten voor de dekking van het specifiek sectoraal risico, de kapitaalvereisten verbonden aan het systeemrisico, of nog, de schuld ratio's. Vervolgens zijn er liquiditeitsregels zoals de liquiditeitsratio's 'liquidity coverage ratio' (LCR) en 'net stable funding ratio' (NSFR). Bij de beperkingen inzake de kredietverstrekking, ten slotte, kan melding worden gemaakt van de ratio's lening/waarde, lening/inkomen, schuldenlast/inkomen alsook van de beperkingen inzake risicoposities⁽³⁾.

Ondanks deze indeling op basis van doelstellingen en instrumenten, zijn het monetaire en het macroprudentiële beleid nauw met elkaar verbonden voor zover hun instrumenten een invloed hebben op de algemene monetaire voorwaarden en/of op specifieke voorwaarden in de financiële sector. De effecten van het monetaire en het macroprudentiële beleid verspreiden zich derhalve simultaan doorheen het financieel stelsel. In het kader van een conceptuele analyse van die wisselwerking kunnen voor de monetaire beleidstransmissie drie soorten kanalen worden onderscheiden – monetaire kanalen, kredietkanalen en het risk-taking channel – en in verband worden gebracht met de invloedssfeer en de actieradius van de macroprudentiële instrumenten.

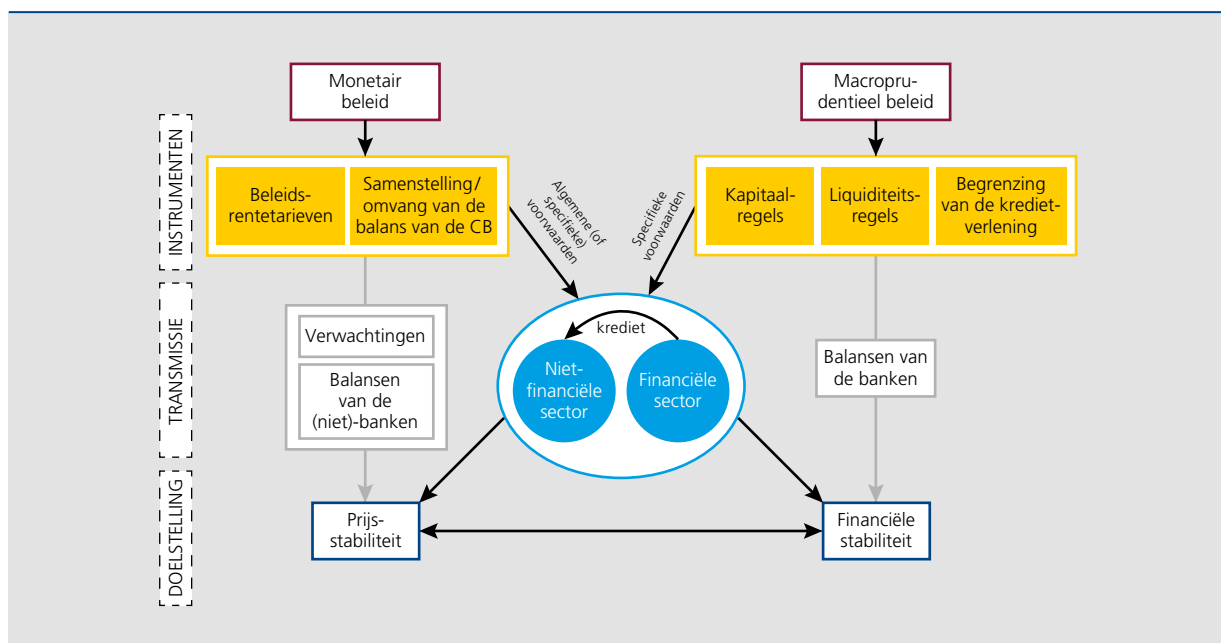
Ten eerste veronderstellen de 'monetaire' kanalen dat de monetaire impulsen het gedrag van de niet-financiële subjecten beïnvloeden via aanpassingen tussen geld, enerzijds, en financiële en reële activa, anderzijds. Die aanpassingen hebben plaats via (1) de gebruikskosten van het kapitaal, met een rechtstreekse impact op de winstgevendheid van de reële investeringen; (2) de rentetarieven (inclusief de bancaire rentetarieven), die substitutie- en inkomenseffecten teweegbrengen die zorgen voor een wijziging in de trade-off tussen de huidige consumptie en de besparingen; (3) de activaprijzen in ruime zin (inclusief de wisselkoers), via portefeuille-effecten. Bovendien kunnen, vanwege de

(1) ECB (2015).

(2) In het economisch beleidskader stelt deze regel dat, voor iedere doelstelling, ten minste één instrument vereist is. Bovendien wordt aanbevolen dat ieder beschikbaar instrument wordt ingezet ten behoeve van de doelstelling waarvoor het over een comparatief voordeel beschikt (Smets, 2014).

(3) Voor een gedetailleerde toelichting bij de soorten van monetaire beleidsinstrumenten die sedert de crisis in de geavanceerde economieën worden gebruikt, zie onder meer Cordemans en Ide (2012). Wat de macroprudentiële instrumenten betreft, biedt het meest recente verslag van de Bank over de financiële stabiliteit (NBB, 2015) een gedetailleerde typologie.

GRAFIEK 1 DOELSTELLINGEN, INSTRUMENTEN EN KANALEN VOOR DE TRANSMISSIE VAN HET MONETAIR EN HET MACROPRUDENTIEEL BELEID



Bronnen: Smets (2014), NBB.

prospectieve aard van de beslissingen die de economische subjecten nemen, de verwachtingen van deze laatste ten aanzien van de reële rente en, derhalve, van de toekomstige inflatie, de transmissie van de monetaire schokken naar het uitgaven- en investeringsgedrag beïnvloeden.

Ten tweede werkt het monetair beleid eveneens door via de kredietkanalen, namelijk het kanaal van het bancair krediet en het balanskanaal⁽¹⁾. Deze kanalen veronderstellen dat ondernemingen en huishoudens investeringskapitaal of goederen verwerven via hun eigen vermogen en door leningen aan te gaan. De tekortkomingen op de kredietmarkten, in het bijzonder de informatieasymmetrie, zijn op dat ogenblik de voornaamste verklaring voor de hefboom van het monetair beleid. Die tekortkomingen maken immers dat de banken op de kredietmarkten een eersterangsrol spelen net zoals ze ervoor zorgen dat er een contracyclische premie voor externe financiering bestaat⁽²⁾. Tegen die achtergrond verzekert het vermogen van de centrale bank om de financieringsvoorwaarden

van de banken (kanaal van het bancair krediet) alsook het netto-vermogen van de kredietnemers en, derhalve, hun premie voor externe financiering (balanskanaal) te veranderen, de monetaire transmissie via de aanpassing van de bancaire debetvoorwaarden (rentetarieven en andere voorwaarden inzake de nieuwe kredieten en/of het volume van het kredietaanbod). In de meer algemene context van de theorie van de financiële acceleratoren brengt de hefboom waarover het monetair beleid beschikt voor de kredietvoorwaarden maar ook voor de prijs van de door de kredietnemers in onderpand gegeven activa, tweederonde-effecten teweeg die de initiële monetaire impuls verlengen en versterken⁽³⁾.

Het risk-taking channel, ten slotte, veronderstelt dat het handhaven van een sterk accommoderend beleid gedurende een lange periode de economische subjecten, en in het bijzonder de banken/financiële instellingen, ertoe aanzet meer risico's te nemen, wat het activiteitsniveau beïnvloedt⁽⁴⁾. Meer specifiek kan worden gesteld dat een te sterk vertrouwen als gevolg van een overdreven accommoderend monetair beleid en een gunstige omgeving de financiële en niet-financiële beleggers aanmoedigt om meer risico's te nemen en buitensporig veel schulden aan te gaan. Een langdurige periode van lage rentetarieven kan de financiële instellingen er bovendien toe aanzetten op zoek te gaan naar hogerrendende activa. Deze search for yield kan leiden tot een zwaardere

(1) Zie met name Bernanke en Gertler (1995), Bernanke, Gertler en Gilchrist (1999) en Mishkin (2001).

(2) Het belang van de banken is afhankelijk van de mate waarin ze als opdracht hebben de problemen inzake informatieasymmetrie op te lossen. De tekortkomingen op de kredietmarkten impliceren overigens ook dat de leningen gewaarborgd moeten zijn door de nettowaarde van de kredietnemers. In die omstandigheden bestaat een premie voor externe financiering die omgekeerd evenredig is aan het netto-vermogen van de economische subjecten.

(3) In die zin is de kredietbenadering geen verschillende benadering, maar een aanvullende benadering van de traditionele 'monetaire' analyse. (zie, met name, Bernanke (2007)).

(4) Zie, met name, Borio en Lowe (2002), ECB (2007) en Gambacorta (2009).

risk-taking dan die welke voor de nemer van het finaal risico wenselijk is.

Net als de hier toegelichte mechanismen van monetaire transmissie, hebben de macroprudentiële instrumenten een rechtstreekse invloed op de balans van de financiële instellingen, in het bijzonder op die van de banken, en ze zijn er zowel op gericht die instellingen minder kwetsbaar te maken voor negatieve schokken als het financieel systeemrisico te verkleinen. De transmissie van de macroprudentiële maatregelen verloopt via de aanpassingen in het gedrag van de financiële instellingen tegenover de hun opgelegde balansbeperkingen.

Voor zover financieel gezondere kredietinstellingen (bijvoorbeeld beter gekapitaliseerde instellingen) een vlottere transmissie van de monetaire impulsen kunnen waarborgen via het rente- en het kredietkanaal, kan de wisselwerking tussen het monetair en het macroprudentieel beleid dus complementair zijn. Door de probabiliteit van systemische stress te verkleinen, is het macroprudentieel kader bovendien bevorderlijk voor het monetair beleid voor zover het de kans verkleint dat dit beleid moet ingrijpen in de buurt van de onderste rentegrens, ten overstaan van bijzonder

kwetsbare financiële instellingen en niet naar behoren functionerende markten die risico's impliceren voor de prijsstabiliteit. Omgekeerd, kan ook het inzetten van de monetairbeleidsinstrumenten als het gerechtvaardigd is omdat bepaalde financiële ontwikkelingen beschouwd worden als zware risico's voor de prijsstabiliteit op middellange termijn, aan de financiële stabiliteit bijdragen.

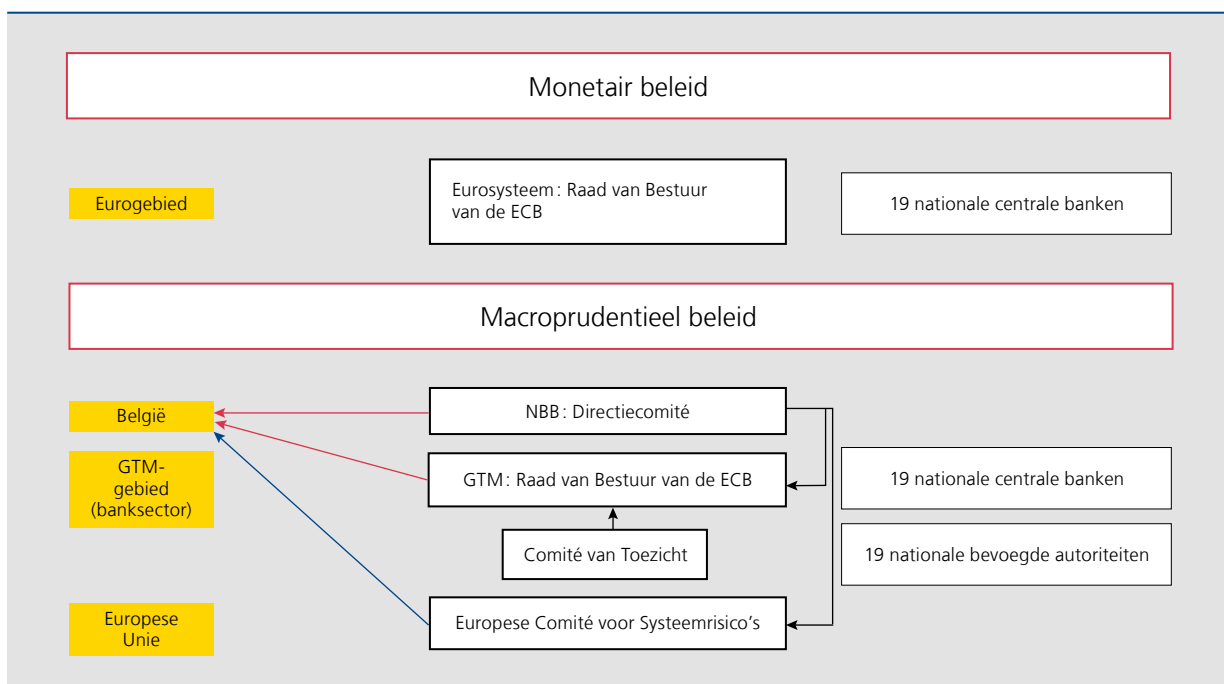
De wisselwerking tussen het monetair en het macroprudentieel beleid mag dan weliswaar gunstig blijken voor de beide doelstellingen, er zijn ook negatieve effecten mogelijk. Bijvoorbeeld: indien, vanwege financiële fricties, de zwaardere risk-taking als gevolg van een uitermate accommoderend monetair beleid het financieel stelsel kwetsbaarder maakt voor schokken, is het niet uitgesloten dat het risk-taking channel de financiële stabiliteit in het gedrang brengt.

1.2 Institutioneel kader

De wisselwerkingen, synergieën en trade-offs die worden vastgesteld tussen het monetair en het macroprudentieel beleid hebben bijgedragen aan de opstelling van institutionele kaders waarin de beide bevoegdheden door dezelfde instellingen worden uitgeoefend, namelijk de centrale banken op nationaal niveau, op het niveau van

(1) Verordening (EU) Nr. 1092 / 2010 betreffende macroprudentieel toezicht van de Europese Unie op het financiële stelsel en tot oprichting van een Europees Comité voor systeemrisico's.

GRAFIEK 2 INSTITUTIONEEL KADER VAN HET MONETAIR EN HET MACROPRUDENTIEEL BELEID IN BELGIË



Bron: NBB.
Toelichting: de rode pijlen wijzen op directe beslissingsbevoegdheden; de blauwe pijl staat voor aanbevelingen.

het eurogebied en op dat van de Europese Unie. Immers, volgens de Europese Verordening 1092/2010 'zouden de nationale centrale banken een hoofdrol moeten spelen in het macroprudentiële toezicht vanwege hun expertise en hun bestaande verantwoordelijkheden op het gebied van financiële stabiliteit⁽¹⁾. De betrokkenheid van de nationale centrale banken (NCB's) is inmiddels veralgemeend, te meer daar de meeste Europese landen geopteerd hebben voor een institutioneel model waarbij de macroprudentiële verantwoordelijkheden worden toevertrouwd aan de NCB's⁽¹⁾, niet alleen vanwege die expertise, maar ook vanwege de synergieën (aangezien de centrale bank het monetair beleid ten uitvoer legt en ze, in de meeste gevallen, ook belast is met het microprudentieel toezicht⁽²⁾), de wisselwerking tussen de beide beleidsvormen en de onafhankelijkheid en geloofwaardigheid ervan. Op het niveau van het eurogebied en de Europese Unie hebben de NCB's en de Europese Centrale Bank (ECB) ook een doorslaggevende rol toegewezen gekregen in de uittekening van het macroprudentieel beleid. Deze situatie houdt uitdagingen in voor de beleidsvoering en besluitvorming in de beide domeinen, uitdagingen die des te complexer zijn in het geval van een monetaire unie, met verschillende niveaus van besluitvorming.

De invoering van de euro ging gepaard met de oprichting van een eengemaakt monetair beleid voor alle landen die er deel van uitmaken. Er was derhalve nood aan een gecentraliseerd besluitvormingsproces. Als bestuursorgaan van het Eurosysteem, is de Raad van Bestuur van de ECB – waar de centralebankgouverneurs van de lidstaten deel van uitmaken – de autoriteit die verantwoordelijk is voor het monetair beleid in het eurogebied⁽³⁾. Zijn beslissingen zijn van toepassing in het hele eurogebied.

Het institutioneel kader van het macroprudentieel beleid, daarentegen, is op een gedecentraliseerde wijze ingericht,

met autoriteiten die bevoegd zijn op het nationale niveau en op het niveau van het eurogebied en de Europese Unie. Dit systeem strookt met het feit dat de financiële cycli heterogeen zijn tussen de verschillende landen⁽⁴⁾, maar ook met de noodzaak om een land in de mogelijkheid te stellen specifieke maatregelen te nemen om de financiële stabiliteit te waarborgen aangezien de (onder meer fiscale) verantwoordelijkheden inzake het beheer van financiële crisissen overwegend nationaal blijven⁽⁵⁾, en het de regeringen zijn die de bevoegdheid hebben om sommige belangrijke macroprudentiële maatregelen te nemen vanwege de sterk herverdelende impact van deze laatste. De supranationale instellingen, van hun kant, moeten de coördinatie van het nationaal beleid tussen de verschillende landen vergemakkelijken en de eventuele negatieve effecten van de nationale maatregelen beperken.

In België is de nationale macroprudentiële autoriteit de NBB⁽⁶⁾. Haar Directiecomité is de instantie die de maatregelen neemt die van toepassing zijn op het geheel van de Belgische financiële sector⁽⁷⁾; om die maatregelen te nemen, beschikt ze over sectorspecifieke instrumenten. Ten behoeve van de coördinatie met de rest van de landen uit het eurogebied en de EU is ze verplicht de supranationale instellingen (de ECB en het Europees Comité voor Systemrisico's) in te lichten over haar voornemen om macroprudentiële maatregelen te nemen, alsook rekening te houden met hun eventuele bezwaren vooraleer ze die maatregelen ten uitvoer legt. Ze is tevens bevoegd om door de ECB genomen macroprudentiële maatregelen die in België van toepassing zijn, te versterken en ze kan de ECB voorstellen strengere maatregelen op te leggen aan de Belgische banken die onder rechtstreeks toezicht van de ECB staan.

Het verlenen van bevoegdheden op het gebied van banktoezicht aan het Gemeenschappelijk Toezichtsmechanisme (GTM), waar alle landen van het eurogebied deel van uitmaken, impliceert dat de ECB over macroprudentiële bevoegdheden beschikt die gelden in het hele GTM-gebied, maar die mogelijk ook specifiek zijn voor sommige landen. De bevoegdheden van de ECB blijven beperkt tot de banksector en tot de instrumenten waarvan sprake in de Europese Verordening (CRR/CRD IV⁽⁸⁾) en Verordening GTM⁽⁹⁾. De ECB kan, indien nodig, ook maatregelen nemen (top-up) bovenop die welke op nationaal niveau zijn genomen door de overeenstemmende macroprudentiële autoriteit. Dit asymmetrisch mandaat (er wordt geen rekening gehouden met de mogelijkheid om de maatregelen te versoepelen) is bedoeld om te vermijden dat de nationale overheid zich op macroprudentieel vlak overdreven soepel zou opstellen. Het gaat voornamelijk om microprudentiële maatregelen die worden genomen ten behoeve van macroprudentiële doelstellingen, vandaar dat zowel de nieuwe structuren voor het banktoezicht als

(1) Knot (2014),

(2) Indien, in het geval van het eurogebied, de NCB's hun bevoegdheden voor deze materies hebben afgestaan aan de ECB (althans gedeeltelijk wat het toezicht betreft), worden ze steeds betrokken bij de tenuitvoerlegging ervan en bij de besluitvorming.

(3) Protocol betreffende de statuten van het Europees Stelsel van Centrale Bank en van de Europese Centrale Bank.

(4) Constâncio (2014).

(5) Zie NBB (2015).

(6) Belgisch Staatsblad (2014)

(7) De macroprudentiële autoriteit van de NBB wordt aangevuld met bevoegdheden die eigen zijn aan de Belgische regering wanneer de aangewende instrumenten herverdelingsimplicaties hebben. Voor meer informatie over het macroprudentieel institutioneel kader in België, zie het in juni 2015 gepubliceerd Macroprudentieel verslag van de NBB.

(8) Richtlijn 2013/36/EU van het Europees Parlement en de Raad van 26 juni 2013 betreffende toegang tot het bedrijf van kredietinstellingen en het prudentieel toezicht op kredietinstellingen en beleggingsondernemingen, tot wijziging van Richtlijn 2002/87/EG en tot intrekking van de Richtlijnen 2006/48/EG en 2006/49/EG en Verordening 575/2013 van het Europees Parlement en de Raad van 26 juni 2013 betreffende de prudentiële vereisten voor kredietinstellingen en beleggingsondernemingen tot wijziging van Verordening (EU) Nr. 648/2012.

(9) Verordening Nr. 1024/2013 van de Raad van 15 oktober 2013 waarbij aan de Europese Centrale Bank specifieke taken worden opgedragen betreffende het beleid inzake het prudentieel toezicht op kredietinstellingen.

(10) Grande (2014).

(11) Verordening van de Raad (EU) Nr. 1024/2013.

de specifieke centralebankstructuren bij het besluitvormingsproces worden betrokken⁽¹⁾. Desalniettemin dienen de (macro)prudentiële taken afzonderlijk te worden uitgevoerd, en zonder afbreuk te doen aan de taken in het kader van het monetair beleid⁽¹¹⁾ (separatiebeginsel).

De ultieme besluitvormingsinstantie voor het macroprudentieel beleid is de Raad van Bestuur van de ECB, die kan steunen op de samenwerking van de Raad van Toezicht die bestaat uit vertegenwoordigers van de ECB en van de bevoegde of aangewezen autoriteiten van de lidstaten, van wie de functies het analyseren en uitwerken omvatten van de prudentiële ontwerpbesluiten. Die ontwerpen worden derhalve voorgelegd aan de Raad van Bestuur, die ze hetzij kan goedkeuren, hetzij bezwaren kan opperen. Deze vergaderingen worden afzonderlijk gehouden van de monetairbeleidsvergaderingen, dit teneinde de beraadslagingen separaat te laten verlopen⁽¹⁾. Indien de Raad van Bestuur zich verzet tegen een door de Raad van Toezicht voorgestelde beslissing, moet hij de redenen van dat verzet bekendmaken, vooral indien ze te maken hebben met het monetair beleid. Inzake het macroprudentieel beleid kan de Raad van Bestuur bovendien het initiatief nemen om de Raad van Toezicht te verzoeken een voorstel in te dienen of, bij ontstentenis van een dergelijk voorstel, een beslissing te nemen zonder zijn interventie⁽²⁾.

De NCB's die nationale macroprudentiële autoriteiten zijn geworden (de NBB voor België) zijn vertegenwoordigd zowel in de Raad van Toezicht als in de Raad van Bestuur van de ECB, en worden derhalve betrokken bij de analyse, bij de voorgestelde maatregelen en bij de besluitvorming inzake zowel macroprudentiële als monetaire aangelegenheden.

De ECB is tevens sterk betrokken in het macroprudentieel institutioneel kader van de Europese Unie, aangezien ze instaat voor het secretariaat van het Europees Comité voor Systeemrisico's (ECSR), de voornaamste autoriteit⁽³⁾. Het ECSR kan in geval van systeemrisico's alarm slaan en aanbevelingen formuleren aangaande de te nemen maatregelen, zowel supranationaal als nationaal, met betrekking tot de gezamenlijke financiële sector en volgens een 'comply or explain'-mechanisme. De aanbevelingen ervan zijn niet uitsluitend gericht aan de desbetreffende macroprudentiële autoriteiten, maar ook aan andere overheidsinstanties (bijvoorbeeld de wetgevende of de uitvoerende macht). Het Comité is niet gemachtigd de instrumenten van het macroprudentieel beleid rechtstreeks

in te zetten, maar het kan de beslissingen blijkbaar aanzienlijk beïnvloeden ondanks zijn gebrek aan macht in strikte zin (hard power).

Het institutioneel kader voor het macroprudentieel beleid in het eurogebied impliceert aldus dat de beslissingen inzake macroprudentieel beleid worden genomen en geïmplementeerd op verschillende niveaus (nationaal, GTM-/eurogebied en Europese Unie), zulks in tegenstelling tot het monetair beleid dat voor het hele eurogebied eengemaakt is. Een ander fundamenteel kenmerk is dat de centrale banken (ook de ECB en de NBB) volledig betrokken worden bij de uitwerking en de besluitvorming inzake het monetair en het macroprudentieel beleid op alle niveaus, wat uitdagingen impliceert op het vlak van, enerzijds, de coördinatie en, anderzijds, de scheiding van de beide domeinen, ook al voorziet de wet in een strikte scheiding tussen de taken van het monetair en het (macro)prudentieel beleid van de ECB.

2. Afweging tussen prijs- en financiële stabiliteit

De aard van de wisselwerking tussen het monetair en het macroprudentieel beleid wordt bepaald door afwegingen (trade-offs) tussen prijs- en financiële stabiliteit. In dit hoofdstuk wordt, aan de hand van een theoretisch model dat wordt aangevuld met voorbeelden uit de praktijk, aangetoond dat de intensiteit van dergelijke afwegingen grotendeels afhangt van de aard van de schokken die zich op bepaalde tijdstippen kunnen voordoen.

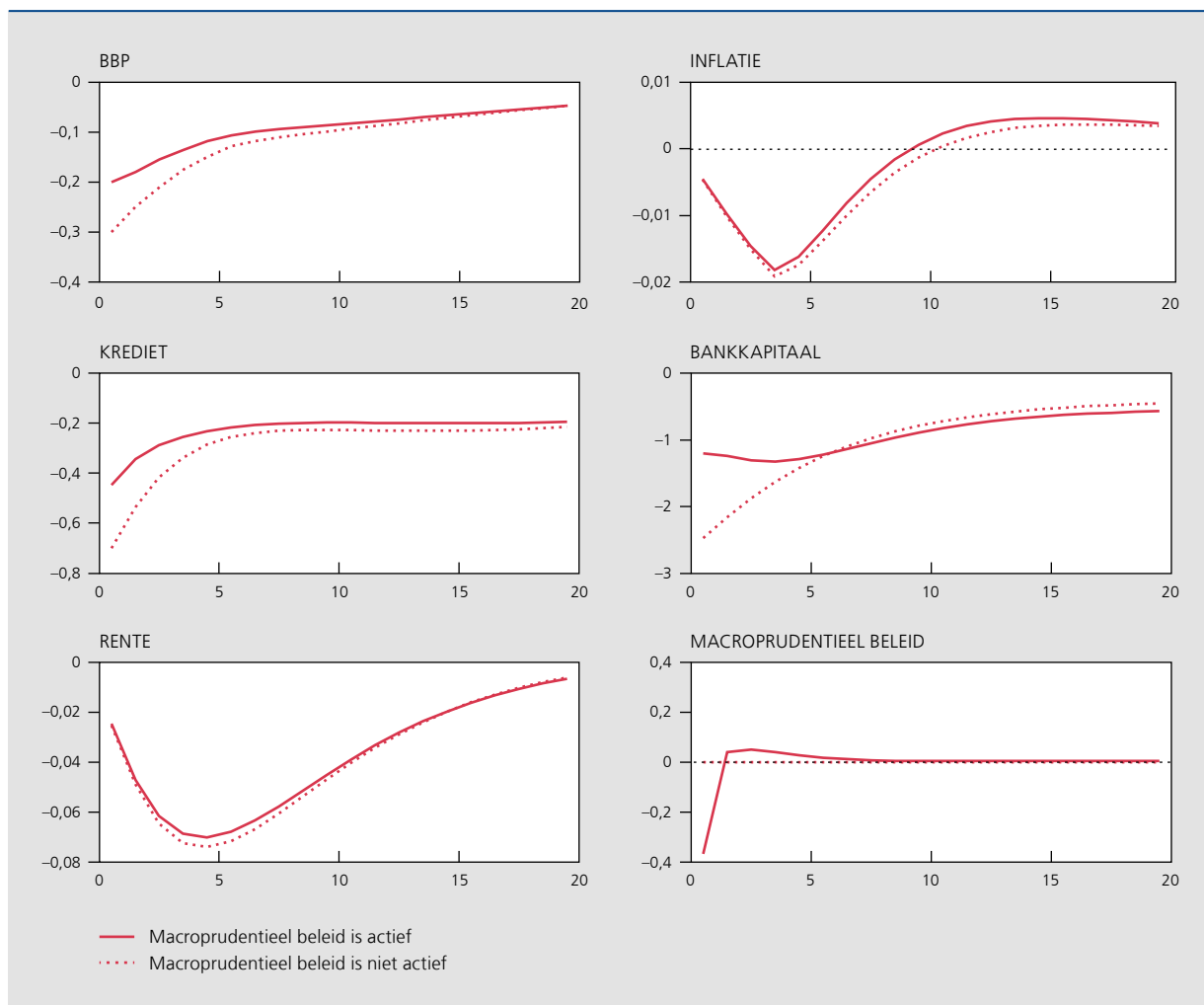
Op langere termijn kan er echter weinig of geen sprake zijn van een afweging of trade-off tussen de beide doelstellingen. De reden daarvan is dat prijsstabiliteit noodzakelijk – hoewel niet voldoende – is voor financiële stabiliteit en omgekeerd. Bijgevolg dragen het monetair en het prudentieel beleid complementair bij aan een stabiele macro-economische omgeving. Het is wel mogelijk dat reële en financiële cycli op bepaalde ogenblikken minder synchroon verlopen, of er kunnen zich schokken voordoen die op korte termijn een afweging veroorzaken tussen macro-economische en financiële doelstellingen. In dergelijke gevallen is er minder sprake van complementariteit, en werken de twee beleidsdomeinen mogelijk in tegengestelde richting. Dit wordt geïllustreerd aan de hand van simulaties met een structureel macro-financieel model (Gelain en Ilbas, 2014). Er wordt van uitgegaan dat de economie initieel in evenwicht is, maar dan wordt verstoord door, respectievelijk, een negatieve vraagschok en een positieve aanbodschok.

(1) Besluit ECB/2014/39 van de ECB houdende de tenuitvoerlegging van de scheiding tussen de monetairbeleidsfunctie en de toezichtfunctie van de Europese Centrale Bank.

(2) ECB (2014a)

(3) Verordening van de Raad (EU) Nr. 1092/2010.

GRAFIEK 3 ILLUSTRATIE VAN EEN NEGatieve VRAAGSCHOK ⁽¹⁾
(procentuele afwijkingen ten opzichte van lange-termijn evenwichtswaarden)



Bron: Gelain en Ilbas, 2014.

(1) Y-as: afwijking t.o.v. de lange-termijn evenwichtswaarden (in %), X-as: tijdseenheid (in kwartalen).

In grafiek 3 wordt een negatieve vraagschok geïllustreerd. Deze schok kan worden veroorzaakt door, bijvoorbeeld, een verzwakking van het consumentenvertrouwen als gevolg van slecht nieuws en/of onrust op de financiële markten, waardoor de vraag naar goederen en diensten verzwakt en de bedrijfsinvesteringen teruglopen. Bijgevolg krimpt het bbp en daalt de inflatie. Vanwege de zwakkere vraag nemen ook de kredietverlening in de economie en het bancaire kapitaal af. Als gevolg van de economische achteruitgang stijgt immers het aantal wanbetalingen waardoor de winstgevendheid van de banken, en derhalve hun kapitaal, onder druk komen te staan.

De grafiek toont, in twee alternatieve scenario's, de reactie van een aantal macro-economische aggregaten in de vorm van procentuele afwijkingen ten opzichte van

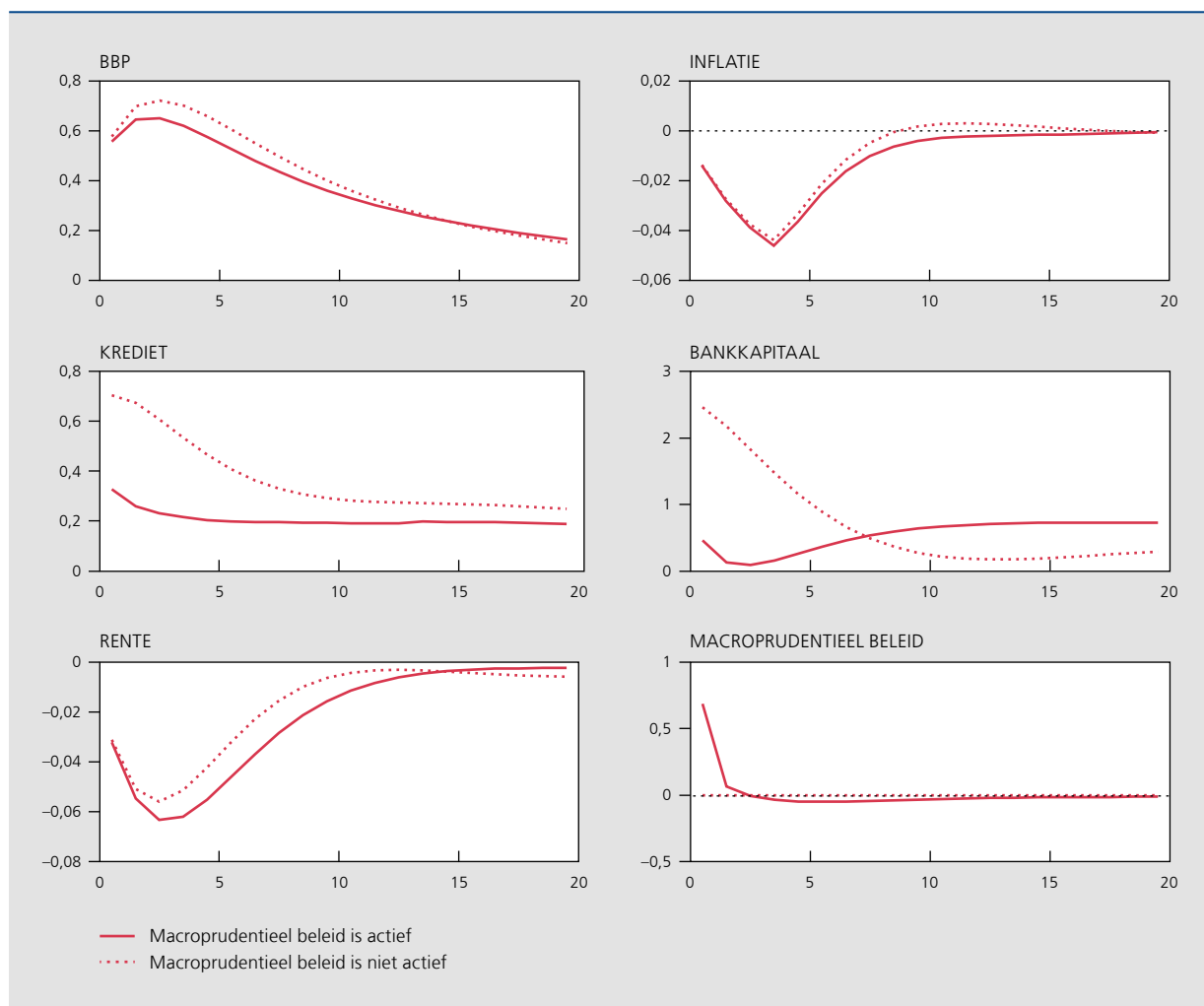
de lange-termijn evenwichtswaarden (Y-as) en door de jaren heen (uitgedrukt in kwartalen, X-as). In het eerste scenario wordt ervan uitgegaan dat het macroprudentieel beleid niet wordt geactiveerd (gebroken lijn). Het monetair beleid zou, als reactie op de crisis en de lage inflatie, de kortetermijnrente laten dalen. In het tweede scenario wordt getoond wat er gebeurt als het macroprudentieel beleid wél wordt geactiveerd (volle lijn) in de vorm van een contracyclische belasting/subsidie op bankkapitaal. Dit soort van macroprudentieel beleid kan ook worden beschouwd als een benadering voor de werking van de countercyclical capital buffer (CCB). Een actief macroprudentieel beleid zou in dat geval de CCB afbouwen om de kredietverlening en, derhalve, de vraag opnieuw op gang te krijgen. Het bankkapitaal neemt bijgevolg minder sterk af dan in het vorige scenario. Aangezien een actief

CCB-beleid het negatieve effect van de vraagschok beperkt, blijven ook de averechtse gevolgen voor de reële economie beperkter en neemt de inflatie minder sterk af. De centrale bank moet de korte rente derhalve minder sterk laten dalen dan wat het geval zou zijn bij ontstentenis van een actief macroprudentieel beleid.

Uit dit voorbeeld blijkt dat de beide beleidsautoriteiten analoog reageren om de economie nieuw leven in te blazen. Ze voeren immers een accommoderend beleid als reactie op een negatieve vraagschok. De genomen maatregelen kunnen dus als complementair worden beschouwd, waardoor er zogoed als geen conflict is tussen prijs- en financiële stabiliteit.

Een dergelijke situatie deed zich in het eurogebied voor tussen 2008 en 2010, toen op het faillissement van Lehman Brothers in de Verenigde Staten, in september 2008, een algemene negatieve vraagschok volgde. Dit veroorzaakte onder meer een plotselinge verzwakking van het vertrouwen van consumenten en ondernemingen wat, samen met het verlamde bankkrediet (een gevolg van de financiële crisis), een zware recessie veroorzaakte: tussen het eerste kwartaal van 2008 en het tweede kwartaal van 2009 liep het bbp van het eurogebied met 5,8% terug, vooraleer het opnieuw ging stijgen. Het onderliggend inflatiecijfer van het eurogebied, waarin geen rekening wordt gehouden met de rechtstreekse impact van de volatiliteit van de grondstoffenprijzen (tijdens de beschouwde periode waren die prijzen zeer volatiel), daalde van een gemiddelde

GRAFIEK 4 ILLUSTRATIE VAN EEN POSITIEVE AANBODSCHOK⁽¹⁾
(procentuele afwijkingen ten opzichte van lange-termijn evenwichtswaarden)



Bron: Gelain en Ilbas, 2014.

(1) Y-as: afwijking t.o.v. de lange-termijn evenwichtswaarden (in %), X-as: tijdseenheid (in kwartalen).

dicht bij 2 % eind 2008 en begin 2009 tot 0,8 % in februari 2010, parallel met de inkrimping van het bbp. De neerwaartse tendens van de macro-economische variabelen kwam eveneens tot uiting in de kredietindicatoren, met een ineenstorting van de bankleningen aan de ondernemingen, waarvan de nettostromen negatief werden tegen de achtergrond van de zwakke vraag, maar ook van ontwachtingen in het kredietaanbod van de door de financiële crisis getroffen banken.

De autoriteiten reageerden op die crisis door expansieve monetaire maatregelen te nemen. De ECB besloot de rentetarieven fors te verlagen en ze verstreekte liquiditeiten aan de banken, waardoor deze laatste hun financieringskosten zagen dalen. Aangezien het macroprudentieel beleid vóór de crisis en aan het begin ervan weinig erkend en verspreid was, werd het op dat ogenblik in het eurogebied niet geïmplementeerd; blijkens de uit het model afgeleide impulsreacties zou het echter aanleiding hebben gegeven tot een versoepeling om de kredietverstrekking te vergemakkelijken. In het kader van de hervormingen inzake de regulering van de financiële sector in het algemeen, en van de banksector in het bijzonder, zou het prudentieel beleid daarentegen, als reactie op de crisis, een beperkend effect hebben kunnen gesorteerd op het krediet.

Grafiek 4 toont een positieve aanbodschock die wordt veroorzaakt door, bijvoorbeeld, technologische vooruitgang. In dit geval stijgt het bbp en wordt de kredietverlening gestimuleerd (bijvoorbeeld als reactie op de hogere verwachtingen ten aanzien van de toekomstige inkomens die vandaag aanzetten tot extra bestedingen), terwijl de inflatie daalt. Het monetair beleid reageert op de lage inflatie door de rente te laten dalen. Wordt het contracyclisch macroprudentieel beleid geactiveerd (volle lijn), dan zal het verstrengen als reactie op de toegenomen kredietverlening door, bijvoorbeeld, de CCB te verhogen. Als gevolg van deze laatste maatregel zullen de kredietverlening en de vraag verzwakken, wat de neerwaartse druk op de consumptieprijzen zal versterken met een verdere versoepeling van het monetair beleid tot gevolg.

Anders dan bij een negatieve vraagschock, zullen de beide autoriteiten in dit geval tegenstrijdige maatregelen nemen, waarbij het effect van het ene beleid deels wordt geneutraliseerd door het andere beleid.

(1) Er zij opgemerkt dat, tijdens die periode, de grondstoffenprijzen aanzienlijk zijn gestegen – en dat de totale inflatie derhalve een opwaartse tendens vertoonde. Het was bij ontstentenis van tweederonde-effecten dat de binnenlandse inflatie relatief laag is gebleven.

(2) Dat gezegd zijnde, moet worden opgemerkt dat, ondanks de verhoging van de basisrentetarieven, het monetair beleid gedurende de beschouwde periode relatief accommoderend bleef.

Het monetair beleid versoepelt als reactie op de lage inflatie, terwijl het macroprudentieel beleid verstrakt teneinde de kredietverlening te beteugelen. Om die reden zijn de genomen maatregelen niet complementair. Er bestaat een conflict tussen prijsstabiliteit en financiële stabiliteit.

In de praktijk is het moeilijk om een aanzienlijke economische aanbodschock te isoleren omdat, in tegenstelling tot vraagschokken die doorgaans onverwachts en krachtig optreden, aanbodschokken zich gewoonlijk veeleer in een reeks kleinere schokken vertalen. De economische expansie die het eurogebied tussen 2003 en 2007 liet optekenen, weerspiegelt evenwel deels de eigenschappen van de positieve technologische schok die in het kader van het hier beschreven model wordt voorgesteld.

Tegen de achtergrond van de snelle en toenemende integratie van nieuwe economieën zoals China, India en andere opkomende landen in de wereldeconomie, ging het eurogebied aan het begin van de jaren 2000 immers meer invoeren uit goedkope productielanden. Die neerwaartse druk op de kosten van goederen die aangewend worden in de productie van de ondernemingen uit het eurogebied kan worden beschouwd als positieve aanbodschock voor zover de productie van de ondernemingen toegenomen is, wat aanleiding heeft gegeven tot een verhoging van het aanbod ten opzichte van de vraag. De mogelijkheid om de productie te verplaatsen naar die lagekostenlanden – synoniem met een aanzienlijke verruiming van de beschikbare reserve aan arbeidskrachten – heeft bovendien ook, zij het minder rechtstreeks, de aanbodcapaciteit van de economie weten op te voeren.

In die omgeving bleef de inflatie beperkt: zo liet het jaar-op-jaar stijgingstempo van de bbp-deflator, die een prijsindex is voor de in een economie geproduceerde toegevoegde waarde, tussen 2003 en 2007 een vertraging optekenen, tot gemiddeld 2 %, tegen 2,5 % tijdens de twee voorgaande jaren⁽¹⁾. Terzelfder tijd ontstonden bepaalde financiële risico's. De verhoogde economische openstelling zorgde immers voor een golf van optimisme ten aanzien van de toekomstige inkomens. Dat vertaalde zich bijvoorbeeld in een reële gemiddelde groei, tussen 2003 en 2007, met om en nabij 30 % van de kredietverlening aan de private sector in het eurogebied; in sommige perifere landen was die ontwikkeling nog markanter (aangezien in die landen de nominale rentes aan het begin van de jaren 2000 snel waren gedaald). In een omgeving waarin vrijwel geen beroep werd gedaan op de macroprudentiële instrumenten, bestond de monetairbeleidsreactie van de ECB erin

om vanaf eind 2005 de basisrentetarieven op te trekken (van 2 % in 2005 tot 4,25 % in 2008). Ondanks een relatief lage binnenlandse inflatie, rechtvaardigde de forse toename van de geldhoeveelheid en van het krediet immers een aanscherping van de monetaire voorwaarden voor zover werd geoordeeld dat deze ontwikkeling op middellange tot lange termijn zware risico's inhield voor de prijsstabiliteit⁽²⁾. In paragraaf 3.2 wordt tevens toegelicht op welke wijze de financiële cyclus in die periode verliep.

3. Moet het monetair beleid 'tegen de wind leunen'?

3.1 Tegen de wind leunen (leaning against the wind): wat en waarom?

Uit het voorgaande hoofdstuk blijkt dat, wanneer de economie wordt getroffen door een vraagschok, het monetair en het macroprudentieel beleid meestal complementair werken. De stabiliteit van de prijzen en het bbp gaan in dat geval hand in hand met financiële stabiliteit.

Bij een aanbodschok is het beleid evenwel niet noodzakelijk complementair. Zo zal, bij een positieve schok, het bbp (en ook de kredietverlening) toenemen, terwijl de inflatie afneemt aangezien het bbp – vanwege onvolmaaktheden op de goederen- en arbeidsmarkt – minder sterk toeneemt dan haar potentieel. In dat geval zal het monetair beleid op de lage inflatie reageren door de rente te verlagen (versoepeling). Het prudentieel beleid van zijn kant zal focussen op de toegenomen kredietverlening en de daarmee gepaard gaande risico's en, derhalve, verstrakken. Er is bijgevolg een duidelijke afweging tussen meerdere doelstellingen. Het risico op conflicten en coördinatiefouten wordt groter, en het argument voor een gezamenlijke strategie voor het monetair en het macroprudentieel beleid wordt sterker. De vraag of het monetair beleid tegen de wind moet leunen ('leaning against the wind') wordt derhalve relevanter.

'Leaning against the wind' is een beleid waarbij wordt besloten het monetair beleid restrictiever te maken dan wat vereist is om op korte (en middellange) termijn prijsstabiliteit te waarborgen, dit teneinde de risico's voor de financiële stabiliteit zo klein mogelijk te houden.

Hoewel er weinig onenigheid bestaat over de actieve rol die het macroprudentieel beleid speelt in het handhaven van de financiële stabiliteit na de crisis, is zowel in het academisch als in het beleidsdebat nog geen overeenstemming bereikt over het feit of het monetair beleid al

dan niet tegen de wind moet leunen en, indien ja, welke gevolgen dat zou hebben voor de gangbare strategieën die de centrale banken hanteren en die erop gericht zijn de inflatie laag en stabiel te houden. De discussie die in het verleden werd gevoerd over de vraag of het monetair beleid rekening dient te houden met het verloop van de activaprijzen, kan worden beschouwd als de voorloper van het huidige debat over de graad van coördinatie tussen het macroprudentieel en het monetair beleid. Die discussie werd toentertijd evenwel op kleinere schaal gevoerd en de argumenten ten gunste van een actieve rol voor het monetair beleid (zie Cecchetti et al., 2000) wat de activaprijzen betreft, bleven eerder beperkt. Als tegenargument werd bovendien aangevoerd dat, als gevolg van problemen bij de opsporing van over- of onderwaarderingen, het reageren op activaprijzen slechts weinig voordelen had, behalve in de mate dat het effect sorteerde op de inflatieverwachtingen (bv. Bernanke en Gertler, 2001).

Als gevolg van de financiële crisis werd dit debat hervat en rees de vraag of het monetair beleid mede ten grondslag lag aan de financiële onevenwichtigheden. Er werd onder meer geargumenteed dat het monetair beleid medio jaren 2000, ofschoon er toen geen opwaartse risico's waren voor de prijsstabiliteit, restrictiever had moeten zijn om de opbouw van financiële onevenwichtigheden af te remmen (ook omdat er in die periode geen actief macroprudentieel beleid werd gevoerd). Wijzigingen in de beleidsrentes beïnvloeden immers de schuldpositie, de kwaliteit van de activa en de risicobereidheid van de banken, factoren die op hun beurt een invloed hebben op de beschikbaarheid en de kosten van bancaire financiering voor de debiteuren. Volgens Borio en Zhu (2008) kan het 'risk-taking channel' van het monetair beleid, via hetwelk een duidelijk verband wordt gelegd tussen het monetair beleid en de risicobereidheid van de banken en, derhalve, de bancaire kredietverlening, voldoende belangrijk zijn opdat het monetair beleid er op een actieve wijze mee zou voor zorgen dat het nemen van buitensporige risico's tijdens een economische expansie wordt ontmoedigd (zie ook Adrian en Shin, 2010). Hoewel is aangetoond dat alle ernstige financiële crisissen werden voorafgaan door periodes van zeer snelle kredietgroei (bv. Reinhart en Rogoff, 2009), is de discussie over de mate waarin financiële stabiliteit één van de kerntaken van het monetair beleid moet zijn, nog niet beslecht. Het nieuwe kader voor het macroprudentieel beleid zal voor de monetairbeleidsvoering uiteenlopende gevolgen hebben, afhankelijk van het standpunt van de beleidsmakers. Hieronder worden twee tegengestelde standpunten besproken.

Zij die voor het monetair beleid een actieve rol weggelegd zien in het nieuwe kader voor het macroprudentieel beleid oordelen dat de centrale bank een ruimere opdracht

moet vervullen dan wat tot dusver het geval is geweest (uitsluitend focussen op prijsstabiliteit). Ze dient daartoe rekening te houden met de impact van haar beleid op het gedrag inzake het nemen van risico's en, indien nodig, een krediethausse trachten te beletten, dat wil zeggen reageren op de opbouw van financiële onevenwichtigheden aangezien het macroprudentieel beleid op zich daar zou kunnen in tekortschieten (bv. De Grauwe, 2008, Borio, 2011). Doordat financiële onevenwichtigheden meestal gedurende een relatief lange periode worden opgebouwd, stelt Bean (2003) bovendien voor om bij de monetairbeleidsvoering een langere termijn in aanmerking te nemen dan wat momenteel gebeurt met de inflatiedoelstelling op middellange termijn. Woodford (2011) suggereert een 'natuurlijke uitbreiding van de flexibele inflatiedoelstelling' waarbij de centrale bank, bovenop haar gebruikelijke doelstellingen inzake prijsstabiliteit en productie, een doelstelling inzake financiële stabiliteit moet nastreven. Voorts dient ze, teneinde het systeemrisico te beoordelen en gepast te kunnen reageren door middel van het rentebeleid, rekening te houden met de looptijdtransformatie door – en de schulddispositie van – de financiële instellingen.

Overeenkomstig deze zienswijze opteerde Sveriges Riksbank ervoor om vanaf de zomer van 2010, in de nasleep van de crisis, de beleidsrente op te trekken (dat betekent 'tegen de wind te leunen') teneinde de toenemende schuldenlast van de huishoudens en de stijgende huizenprijzen in te perken.

Zij die er geen heil in zien dat het monetair beleid extra doelstellingen zou nastreven inzake financiële stabiliteit, zijn van mening dat specifieke macroprudentiële instrumenten (zoals kapitaal- en liquiditeitsbuffers, loan-to-value ratio's, enz.) veel efficiënter zijn dan het monetair beleid om de financiële stabiliteit te bewaken. Svensson (2012) onderschrijft deze scheiding van beleidsdomeinen, en stelt dat het monetair en het macroprudentieel beleid niet op elkaar moeten worden afgestemd, en dat financiële stabiliteit voor het monetair beleid alleen maar relevant is voor zover ze de middellangetermijnavzichten inzake inflatie en werkgelegenheid beïnvloedt. Deze argumentatie impliceert geen verandering ten opzichte van het pre-crisis kader wat het nastreven van inflatiedoelstellingen betreft. Svensson (2012) wijst daarbij ook op het feit dat het 'leaning against the wind'-beleid van Sveriges Riskbank geen onverdeeld succes was. Het zou bijvoorbeeld kosten teweeg hebben gebracht in de vorm van lagere inflatie- en hogere werkloosheidsresultaten die, op hun beurt, de financiële stabiliteit in het gedrang brachten als gevolg van een verhoging van de reële schuldenlast.

Bernanke (2011) erkent dat het belang van de financiële stabiliteit vóór de crisis werd onderschat en dat het in de periode daarna opnieuw de nodige aandacht moet krijgen, zodat de financiële stabiliteit even belangrijk wordt als de prijsstabiliteit en ze beide complementaire opdrachten van de centrale bank kunnen zijn. Hij voert aan dat zulks geen ingrijpende wijzigingen hoeft te impliceren in het huidige (op prijsstabiliteit gerichte) monetairbeleidskader, aangezien er momenteel nog geen antwoord is op de vraag of het monetair beleid de juiste instrumenten kan leveren dan wel of er betere macroprudentiële instrumenten beschikbaar zijn.

De beleidsreactie op de zorgwekkende toename van de schuldgraad en de stijgende prijzen op de vastgoedmarkten in Zwitserland in 2012 spoort met deze visie. De Zwitserse Nationale Bank heeft ervoor gekozen niet 'tegen de wind te leunen' en, vanwege de lage inflatievooruitzichten, vast te houden aan het accommoderend beleid. Eerder dan de beleidsrente te laten stijgen, werd aan het einde van 2012 de sectorale CCB geactiveerd om de opbouw van de schuldgraad en de stijgende huizenprijzen af te remmen. Een jaar later werd de CCB op de risicogewogen activa die direct of indirect Zwitsers vastgoed als onderpand hebben, verhoogd van 1 tot 2 %.

Of, en in welke mate, het monetair beleid 'tegen de wind moet leunen', lijkt dus in de praktijk af te hangen van een aantal randfactoren. Hieronder wordt op twee dergelijke factoren ingegaan. Enerzijds speelt de aard van de financiële onevenwichtigheden een rol: gaat het om sectorspecifieke of wijdverspreide onevenwichtigheden? Anderzijds moet ook worden nagegaan of het prudentieel beleid over geschikte instrumenten beschikt die het systeemrisico effectief kunnen aanpakken.

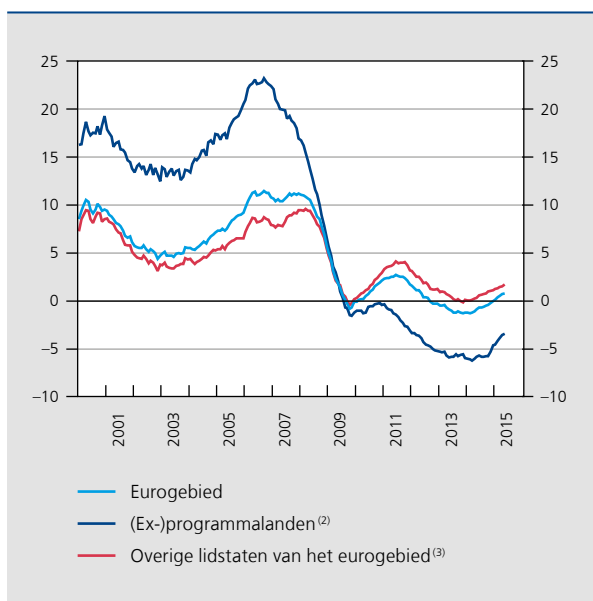
3.2 Specifieke versus wijdverspreide onevenwichtigheden

Een sectorspecifiek onevenwicht is bijvoorbeeld de ontwikkeling van zeepbellen op bepaalde activamarkten, zoals een buitensporige stijging van de huizenprijzen. Wanneer het vermoeden heerst van een lokale zeepbel, zijn gerichte macroprudentiële maatregelen – zoals een verlaging van de loan-to-value (LTV)-ratio's – beter geschikt dan het monetair beleid om de risico's voor de financiële stabiliteit te verkleinen. Het inzetten van de beleidsrente zou immers een zeer forse rentestijging kunnen vereisen, waardoor de reële economie eventueel zou verzwakken en de prijsstabiliteit in het gedrang zou komen.

Op het niveau van het eurogebied wordt het argument pro 'leaning' sowieso minder sterk indien het landspecifieke

GRAFIEK 5 BANCAIRE KREDIETGROEI AAN DE PRIVATE SECTOR IN HET EUROGEBIED⁽¹⁾

(jaar-op-jaar veranderingspercentages)



Bronnen: ECB, NBB.

- (1) Totaal van de kredietverlening door ingezeten banken aan ingezeten huishoudens en niet-financiële ondernemingen, inclusief geëffectiseerde kredieten (de data vóór januari 2010 betreffen de kredietverlening aan de niet-bancaire private sector en zijn niet gecorrigeerd voor geëffectiseerde kredieten).
- (2) Griekenland, Ierland, Portugal en Spanje, gewogen gemiddelde op basis van hun nominaal bbp (exclusief Cyprus vermits de gegevens voor dat land niet over de volledige periode beschikbaar zijn).
- (3) Met uitzondering van Estland, Letland, Litouwen, Malta, Slovenië en Slowakije (geen data beschikbaar over de volledige periode), gewogen gemiddelde op basis van hun nominaal bbp.

(en/of sectorspecifieke) onevenwichtigheden betreft. In dat geval lijken eerder macroprudentiële instrumenten soelaas te kunnen bieden aangezien die kunnen worden afgestemd op de specifieke kenmerken van het land (en/of de sector). Pro 'leaning' argumenten winnen aan belang als er een groot risico bestaat van doorsijpeling in de rest van de economie of als de onevenwichtigheden zich op een meer geaggregeerd niveau ontwikkelen.

Hoe heteroog zijn de financiële onevenwichtigheden in het eurogebied: zijn ze momenteel – en waren ze vóór de financiële crisis – wijdverspreid of blijven/bleven ze beperkt tot een aantal landen of sectoren? Afgezien van verschillen tussen sectoren, bestaat er in het eurogebied ook een aanzienlijke heterogeniteit tussen landen, in het bijzonder wat de financiële cyclus betreft. Ter illustratie van die financiële cyclus in de verschillende landen, wordt verwezen naar het verloop van de bancaire kredietgroei aan de huishoudens en de niet-financiële ondernemingen.

Hoewel de omslagpunten van de cycli nauw met elkaar gecorreleerd zijn, wordt de financiële cyclus in de (ex-)

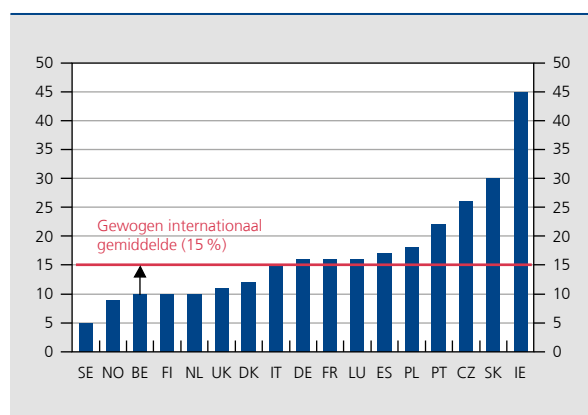
programmatalanden (Griekenland, Ierland, Portugal en Spanje) gekenmerkt door een veel ruimere amplitude dan in de overige landen van het eurogebied. Gemiddeld beschouwd, lieten de (ex-)programmatalanden vóór de crisis een kredietgroei optekenen die tweemaal zo groot was als die in de overige lidstaten, wat gepaard ging met de opbouw van aanzienlijke (landspecifieke) financiële onevenwichtigheden en wat ook tot uiting kwam in, onder meer, een stijgend tekort van deze landen op hun lopende rekening.

In het eurogebied is het monetair beleid – gericht op de vrijwaring van de prijsstabiliteit in de monetaire unie als geheel – niet degelijk uitgerust om dergelijke landspecifieke onevenwichtigheden, ongeacht of die het gevolg zijn van asymmetrische schokken of van structurele verschillen, te corrigeren. Doordat de monetairbeleidskoers zich, bijvoorbeeld, zou richten op de landen met een oververhitte kredietmarkt, zou het corrigeren ervan de heterogeniteit tussen de landen bovendien niet oplossen aangezien het beleid voor de andere lidstaten mogelijk te restrictief zou zijn.

In een dergelijke omgeving verdient een (landspecifiek) macroprudentieel beleid niet alleen aanbeveling om de financiële stabiliteit te vrijwaren; het kan ook verhinderen dat het eengemaakt monetair beleid bepaalde onevenwichtigheden zou versterken. Het macroprudentieel beleid heeft bovendien het voordeel meer gericht te werk te kunnen gaan, bijvoorbeeld door het opleggen van een strakkere LTV op hypothecair krediet, indien zou

GRAFIEK 6 RISICOGEWICHT HYPOTHECAIR KREDIET: INTERNATIONALE VERGELIJKING⁽¹⁾

(in %)



Bronnen: EBA, NBB.

- (1) Risicogewichten gehanteerd door banken die voor de berekening van hun reglementaire kapitaalvereisten een IRB (Internal Ratings-Based)-model gebruiken. Gegevens zoals gepubliceerd in het Fourth report on the consistency of risk weighted assets (EBA, juni 2014).

blijken dat de sterke kredietgroei zich enkel in dit segment voordoet.

Vraag is of dergelijke (nationale) macroprudentiële maatregelen ertoe zouden hebben bijgedragen om tijdens de eerste tien jaar van de derde fase van de EMU de risico's voor de financiële stabiliteit in de (ex-)programmalanden volledig in te dekken en hun financiële cyclus meer in lijn te krijgen met wat in het eurogebied gemiddeld beschouwd het geval is. Vanwege de hoge kredietgroei, zou de CCB – één van de speerpunten van het nieuw macroprudentieel beleid in het eurogebied – in die landen ex post hoe dan ook zijn aangelegd, wat de kredietgroei in een vroeger stadium en/of de gevolgen van een daaropvolgende 'bust' voor de financiële stabiliteit vermoedelijk zou hebben beperkt⁽¹⁾.

Ook sectorspecifieke onevenwichtigheden kunnen het inzetten van gerichte macroprudentiële instrumenten rechtvaardigen. Zo oordeelde de Bank in 2013 dat er potentiële risico's verbonden waren aan de Belgische woning- en hypotheekmarkt op basis van, onder meer,

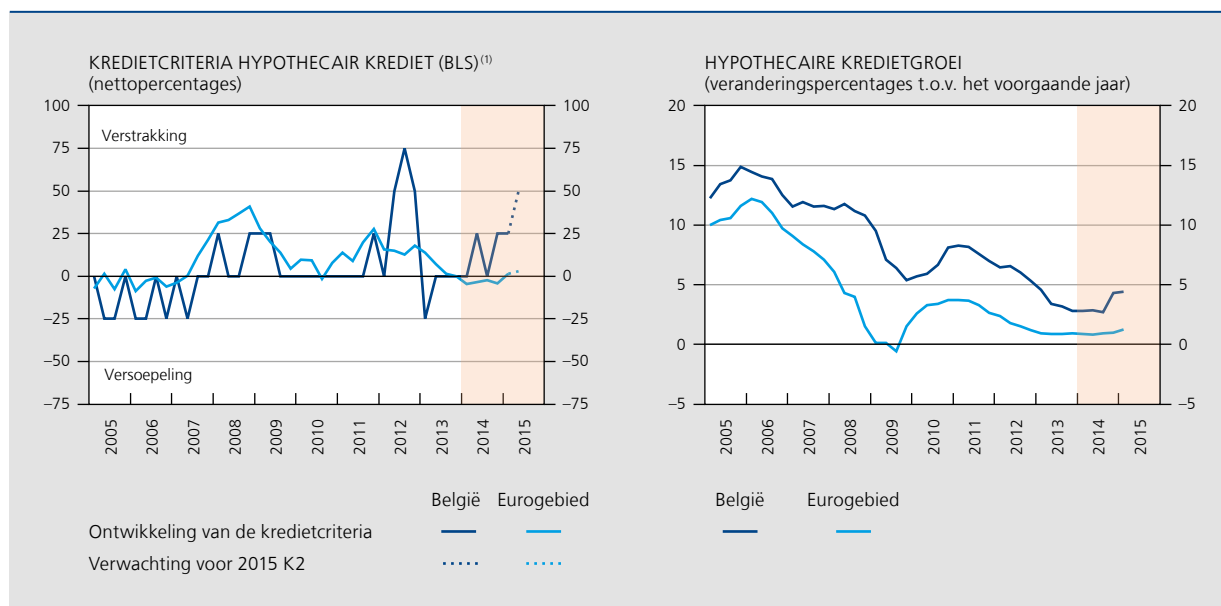
de sterk gestegen woningprijzen en hypothecaire kredietverlening tijdens het laatste decennium, alsook vanwege de tendens om de kredietcriteria te versoepelen (langere looptijden, hogere leningsquotiteit).

Om de banken weerbaarder te maken tegen een eventuele ongunstige schok op de hypotheekmarkt, achtte de Bank het eind 2013 opportuun om voor het eerst gebruik te maken van haar nieuw macroprudentieel instrumentarium. Krachtens het koninklijk besluit van 8 december 2013 werd meer bepaald het door de banken gehanteerde risicogewicht op hypothecaire kredieten met 5 procentpunt verhoogd. De maatregel geldt voor banken die gebruik maken van een Internal Ratings-Based (IRB)-model en hij brengt de in deze modellen gehanteerde risicogewichten voor Belgische hypotheekleningen meer in lijn met wat, gemiddeld genomen, het geval is in enkele Europese landen (van 10 % naar 15 %).

Op basis van de eind 2013 uitstaande hypothecaire kredietportefeuille (€ 165 miljard) impliceert dit een verhoging van de risicogewogen activa met € 8,2 miljard. Ervan uitgaand dat de banken ten opzichte van die activa bijvoorbeeld de minimumvereiste van 8 % kapitaal aanhouden, resulteert dit in een extra kapitaalvereiste van ongeveer € 700 miljoen of 0,2 % bbp. Daarentegen kunnen de banken er ook toe besluiten hun risicogewogen activa (niet noodzakelijkerwijs het hypothecair segment) af te bouwen teneinde aan de strengere kapitaalvereiste te voldoen⁽²⁾.

(1) Zo stellen Jiménez et al. (2012) voor Spanje, waar een CCB werd ingevoerd in 2000 en gewijzigd in 2005 en 2008, vast dat deze geholpen heeft de kredietcyclus enigszins af te zwakken.
 (2) Volgens de Bank zou het extra kapitaalbeslag als gevolg van de maatregel € 600 miljoen hebben bedragen (zie NBB, 2015). In de praktijk heeft dit echter niet tot een effectieve verhoging van het kapitaal van de banken geleid, aangezien het vereiste kapitaal reeds aanwezig was. Zodoende werd de kapitaalratio ietwat gedrukt. Het wijst er wel op dat de banken de aanpassing grotendeels aan de passiefzijde hebben gerealiseerd en dus niet via een afbouw van de risicogewogen activa.

GRAFIEK 7 EVALUATIE VAN DE MACROPRUDENTIËLE MAATREGEL OP DE MARKT VOOR HYPOTHECAIR KREDIET IN BELGIË



Bronnen: ECB, NBB.

(1) Nettoprocentage van banken die t.o.v. het voorgaande kwartaal een aanscherping van de kredietcriteria rapporteren (Bank Lending Survey).

Het is niet eenvoudig om de macro-economische impact van deze maatregel te evalueren. Er kan overigens op worden gewezen dat de omvang van de maatregel relatief beperkt is in vergelijking met sommige in andere landen genomen macroprudentiële maatregelen⁽¹⁾. Een aanwijziging kan worden gevonden in het verloop van de kredietcriteria die de banken bij het toekennen van het hypothecair krediet hanteren (impact op financiële stabiliteit) en aan de hand van het verloop van de kredietgroei (macro-economische impact).

Sinds de invoering van de maatregel eind 2013 hebben de Belgische banken volgens de Bank Lending Survey hun kredietverleningscriteria op hypothecaire kredieten verstrengd. Dit wijkt af van de trend in het eurogebied, waar de banken ietwat soepeler kredietcriteria zijn gaan hanteren. De verkrapping van het hypothecair krediet contrasteert ook met de tijdens die periode door de

Belgische banken ten uitvoer gelegde versoepeling van de kredietcriteria jegens de ondernemingen.

Niettemin trok de jaar-op-jaar groei van het hypothecair krediet eind 2014 opnieuw aan. Het accommoderend monetair beleid (met een verdere daling van de hypothecaire rente tot gevolg) en, eind 2014, de anticipatie op de minder gunstige fiscale behandeling van nieuwe hypothecaire kredieten in Vlaanderen vanaf 2015, speelden hierbij een rol.

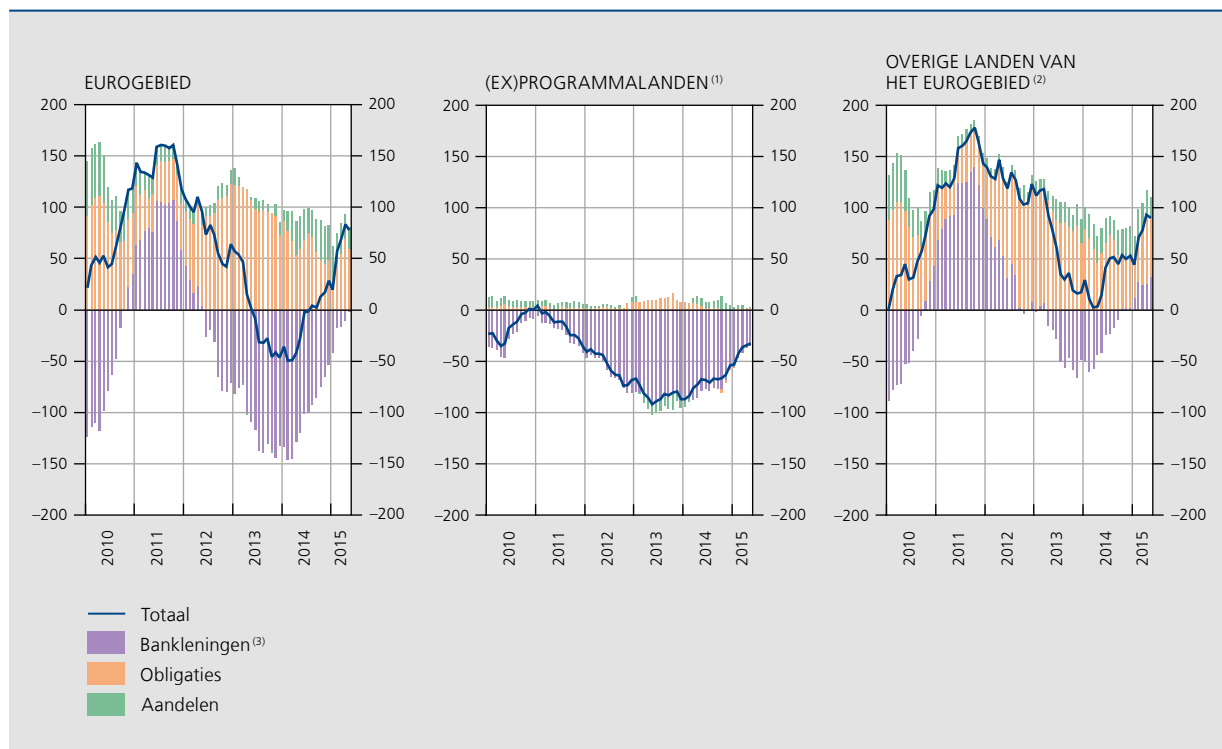
3.3 Doeltreffendheid van de macroprudentiële instrumenten

Bij de vraagstelling of het monetair beleid tegen de wind moet leunen, dient – naast het aspect of de onevenwichtigheden wijdverspreid of eerder sector-/landspecifiek zijn – ook te worden nagegaan of de macroprudentiële autoriteiten over geschikte instrumenten beschikken die het systeemrisico op een effectieve wijze kunnen bestrijden. Er kan immers twijfel bestaan over de doeltreffendheid van de instrumenten die men wenst te gebruiken,

(1) Zo kregen de drie grootste banken in Nederland een additionele systemische kapitaalbuffer ten belope van 3% van de totale risicogewogen activa opgelegd (een buffer van 1% voor de vierde grootste bank). Volgens DNB zijn de drie grootbanken goed voor meer dan 80% van de markt (DNB, Jaarverslag 2012). Er zij opgemerkt dat deze maatregel het systemisch risico tracht in te dekken en dus niet rechtstreeks kan worden vergeleken met de gerichte maatregel voor het hypothecair krediet in België.

GRAFIEK 8 EXTERNE FINANCIERINGSBRONNEN VAN DE NIET-FINANCIËLE ONDERNEMINGEN IN HET EUROGEBIED

(in € miljard, gecumuleerde stromen over 12 maanden)



Bron: ECB.

(1) Cyprus, Spanje, Griekenland, Ierland en Portugal.

(2) Met uitzondering van Litouwen.

(3) Gecorrigeerd voor effectivering, behalve voor België en Italië.

vooral indien deze instrumenten nog nooit eerder, of slechts in beperkte mate, werden ingezet. De Belgische ervaring met het wijzigen van het risicogewicht op het hypothecair krediet lijkt positief, maar het is doorgaans nog te vroeg om de macroprudentiële maatregelen, waarvan de meeste pas sinds de crisis zijn genomen, te beoordelen.

Het is ook mogelijk dat de impact van de instrumenten metertijd verandert omdat financiële markten steeds op zoek gaan naar een manier om de regelgeving te omzeilen. Daarom zijn regulatieve flexibiliteit en alertheid belangrijke aspecten bij het succesvol bestrijden van een systeemrisico.

In geval van een onzeker en weinig efficiënt prudentieel beleid kan het inderdaad wenselijk zijn dat het monetair beleid tegen de wind leunt. Indien de prudentiële maatregelen weinig doeltreffend blijken, kan het monetair beleid immers helpen de financiële cyclus te temperen. Een verhoging van de risicovrije rente – typisch instrument van het monetair beleid en startpunt voor het prijzen van activa en krediet – werkt namelijk in het integraal financieel stelsel door, ook in de sectoren waar de prudentiële regelgeving minder vat op heeft, bijvoorbeeld ‘shadow banking’ (‘it gets in all the cracks’, dixit in een in 2013 gehouden toespraak Jeremy Stein, voormalig lid van de Federal Reserve Board).

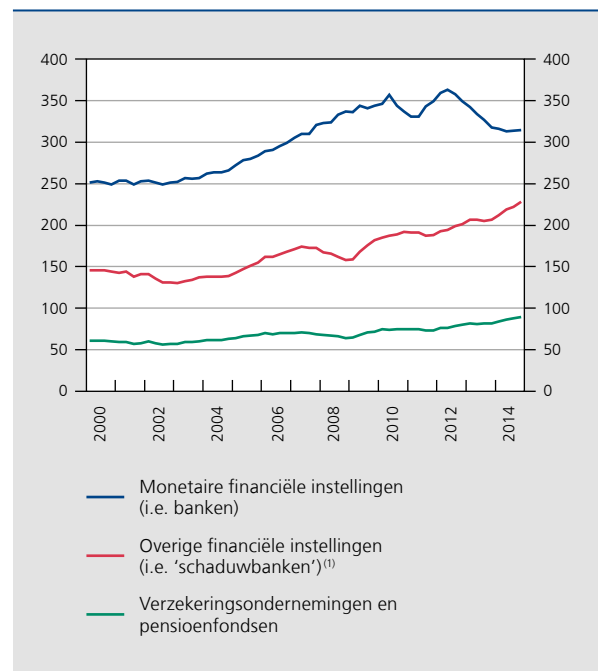
De doeltreffendheid van het macroprudentieel beleid wordt vooral bedreigd door mogelijke verschuivingen van gereguleerde sectoren naar sectoren waar minder strikte regels gelden. Een potentieel voorbeeld van dergelijke ‘lekken’ die de macroprudentiële regelgeving minder doeltreffend maken, is het toenemende belang, in het eurogebied, van marktfinanciering ten opzichte van bankfinanciering voor ondernemingen⁽¹⁾.

Sedert de crisis wordt immers een veel groter beroep gedaan op marktfinanciering, wat in sommige landen van het eurogebied de inkringing van het aanbod van bankkrediet grotendeels compenseert. Dit ging hand in hand met een uitbreiding van de niet-bancaire financiële sector (inclusief de zogeheten ‘schaduwbanken’).

Eenzijds heeft de groei van de niet-bancaire financiële sectoren een diversifiëring van de financieringsbronnen mogelijk gemaakt, zulks tegen de achtergrond van een in hoge mate bankgedomineerde financiële intermediatie. Die expansie van de kapitaalmarkten zou er aldus kunnen toe bijdragen dat het financieel stelsel in het eurogebied stabiel wordt.

Anderzijds zou deze ontwikkeling, macroprudentieel beschouwd, vrees kunnen doen ontstaan omtrent de groei

GRAFIEK 9 ACTIVA VAN DE FINANCIËLE SECTOR IN HET EUROGEBIED
(in % bbp)



Bronnen: ECB, NBB.

(1) Hier gedefinieerd als niet-monetaire beleggingsfondsen, overige financiële intermediairs, financiële hulpbedrijven en 'financiële instellingen en kredietverstrekkers binnen concernverband'.

van de niet-bancaire sectoren voor financiële intermediatie⁽²⁾ voor zover de banksector, vergeleken met andere financiële sectoren, strikt gereguleerd en gecontroleerd wordt (des te meer sedert de crisis). Het is derhalve niet denkbeeldig dat de financiële kwetsbaarheden verplaatst worden naar minder strikt gecontroleerde instellingen. Tegen die achtergrond, en zoals hierboven vermeld, kan het monetair beleid, bij ontstentenis van reguleringsinstrumenten om een dergelijk risico het hoofd te kunnen bieden, bijdragen aan het indijken van een potentiële bel door middel van een renteverhoging die zal doorwerken in alle sectoren van de economie en in alle segmenten van de financiële markten. Om die reden is het van belang de (macro)prudentiële bevoegdheden uit te breiden naar de niet-bancaire financiële sectoren en, in het bijzonder, naar de ‘shadow banking’.

(1) Sommige auteurs (Herman, Igan en Solé, 2015) merken evenwel op dat een dergelijke verschuiving zich ook kan voordoen bij een rentewijziging door het monetair beleid, die een verschillende impact heeft op de verschillende deelsectoren van de financiële sector (bancair en niet-bancair).

(2) In dit opzicht wordt de snelle opgang van shadow banking in het in mei 2015 gepubliceerde Financial Stability Review van de ECB beschouwd als een van de voornaamste risico's voor de financiële stabiliteit.

4. Vormt het huidige monetair beleid in het eurogebied een bedreiging voor de financiële stabiliteit?

In het laatste hoofdstuk van dit artikel wordt nader ingegaan op de huidige inschatting van de trade-off tussen het vrijwaren van, enerzijds, de prijsstabiliteit en, anderzijds, de financiële stabiliteit in het eurogebied. Om de prijsstabiliteit te blijven waarborgen, voert het Eurosysteem momenteel een uitgesproken accommoderend monetair beleid. Nadat de beleidsrentetarieven in september 2014 hun ondergrens hadden bereikt, werd vanaf de herfst van dat jaar een aanvang gemaakt met het opkopen van ABS en gedekte obligaties. In januari 2015 besloot de Raad van Bestuur die programma's onder te brengen in een 'uitgebreid programma voor de aankoop van activa' waarin voornamelijk overheidsobligaties worden gekocht. De gecombineerde maandelijkse aankopen bedragen € 60 miljard. Het is de bedoeling die aankopen te verrichten tot ten minste september 2016 en in ieder geval tot de Raad van Bestuur duidelijke tekenen ziet die wijzen op een aanhoudende verandering in het inflatiebeloop die in overeenstemming is met zijn doelstelling om op middellange termijn een inflatiecijfer te bereiken onder, maar dicht bij 2%. De aankondiging en de start van de aankopen hebben de korte en lange rente gedrukt, en dat zowel in nominale als in reële (gezuiverd voor de inflatieverwachtingen) termen. Bovendien heeft de monetaire stimulus ook zijn weg gevonden naar de huishoudens en de bedrijven aangezien de rentetarieven op nieuwe leningen vanaf medio 2014 aanzienlijk zijn begonnen te dalen, nadat ze de maanden voordien vrijwel stabiel waren gebleven.

Voorts zijn er ook signalen die wijzen op risico's voor de financiële stabiliteit. Die risico's staan mogelijk niet los van de genomen monetairbeleidsmaatregelen die een aanzienlijke liquiditeitsinjectie in het financieel systeem impliceren met een zware impact op de rentetarieven in de markt. Zo zijn bijvoorbeeld de aandelenkoersen sterk gestegen, noteren de risicopremies op de obligatiemarkten zeer laag en waarschuwen sommige instellingen zoals het IMF (2015), maar ook de NBB (2015), ervoor dat de lage nominale rentes de rentabiliteit van banken en verzekeraars onder druk dreigen te zetten.

De impact, op de financiële markten, van het programma voor de aankoop van activa verloopt typisch via drie kanalen. Om te beginnen, geeft het aankondigen van een dergelijk, nooit eerder aangewend, monetairbeleidsinstrument een krachtig signaal dat de centrale bank haar mandaat, namelijk het vrijwaren van de prijsstabiliteit, ernstig neemt. Dat bevordert de geloofwaardigheid van de centrale bank en helpt aldus de inflatieverwachtingen

te verankeren rond de doelstelling. Naast dit alomvattende kanaal, voeren de aankopen de prijzen van de gekochte activa rechtstreeks op, zodat de lange nominale rente zakt. Ten slotte zullen marktpartijen hun portefeuilles herschikken aangezien de individuele verkopers van activa de centralebankreserves of deposito's bij banken die ze in ruil ervoor hebben ontvangen, doorgaans zullen aanwenden voor nieuwe beleggingen. Dat zijn de zogenoemde 'portfolio-rebalancing effecten'.

Via die drie kanalen is het accommoderend monetair beleid bevorderlijk voor de macro-economische stabiliteit: de reële rente zakt omdat het directe effect de nominale rente drukt en omdat het signaaleffect de inflatieverwachtingen stabiliseert. Via de portefeuilleherschikkingen stijgt de waardering van risicovolle activa, zodat ook de minder kredietwaardige economische subjecten zich weten te financieren. Voorts kunnen de beschreven kanalen – en in het bijzonder de rechtstreekse neerwaartse druk op de nominale rente en de portfolioherschikkingen – ook risico's inhouden voor de financiële stabiliteit, bijvoorbeeld wanneer ze aanzetten tot een overdreven 'search for yield' of economische subjecten met vaste nominale rendementsdoelstellingen – bijvoorbeeld levensverzekeraars die zich aan bepaalde minimumrendementen hebben gecommiteerd – in de problemen brengen.

4.1 Drie overwegingen bij het inschatten van de huidige trade-off

Om op een correcte manier de huidige afweging tussen prijsstabiliteit en financiële stabiliteit te maken, zijn drie overwegingen van belang.

Een eerste element is voor de hand liggend. De primaire doelstelling van het monetair beleid in het eurogebied is het vrijwaren van prijsstabiliteit en er bestaat weinig twijfel over dat de risico's voor de prijsstabiliteit medio januari 2015 neerwaarts gericht waren: de inflatie was de maanden voordien sterker dan verwacht gedaald en in het zog daarvan namen de inflatieverwachtingen af, ook die op langere termijn. Met de beleidsrentes op de ondergrens was niet-conventioneel monetair beleid, of het actief gebruik van de centralebankbalans als monetairbeleidsinstrument, de volgende logische stap.

Een tweede element is subtieler. Op het eerste gezicht brengt het aankoopprogramma inderdaad risico's voor de financiële stabiliteit met zich. Die risico's moeten evenwel worden vergeleken met de risico's die zouden opduiken indien het monetair beleid geen bijkomende stimulus zou hebben geboden, de desinflatoire tendens zou laten gedijen en er deflatie zou zijn ontstaan. Dit zou nefaste

gevolgen hebben voor de financiële stabiliteit aangezien nominale inkomens (zowel uit arbeid als uit kapitaal of vermogen) op dat ogenblik onder druk komen te staan en de nominale schulden dus zwaarder gaan wegen. Dat is een zogeheten 'debt deflation' met een groter aandeel van wanbetalingen als mogelijk gevolg. Bovendien zou de permanent lage inflatie ook permanent lage nominale rentes impliceren. Dat heeft niet enkel nefaste gevolgen voor de financiële stabiliteit (zie verderop) maar betekent ook dat het monetair beleid niet langer ten volle kan worden gebruikt om de economie te stabiliseren (vanwege de ondergrens op de nominale rente). Dat is problematisch, ook voor de financiële stabiliteit die baat heeft bij een minder volatiele macro-economie.

Die positieve spillovers op de financiële stabiliteit via macro-economische stabilisatie zijn echter niet onmiddellijk zichtbaar en ondersteunen de financiële stabiliteit op indirecte wijze. Dat contrasteert met de duidelijk identificeerbare effecten die de monetairbeleidsversoepeling sorteert op de waardering van bepaalde activaklassen. Hoewel het monetair beleid via macro-economische stabilisatie inderdaad een positieve impact heeft op de financiële stabiliteit, moet het effect ervan op de financiële markten, de bancaire en de niet-bancaire financiële sector (inclusief de shadow banking) nauwgezet worden gevolgd.

In dat verband geldt als derde en laatste element dat – hoewel de waarderingen op bepaalde markten sterk zijn gestegen – de kredietverlening in het eurogebied vrij futloos blijft en het verstevigingsproces van de balans wordt voortgezet, zowel in de bancaire als in de niet-financiële private sector. Bovendien kunnen residuele risico's die alsnog worden geïdentificeerd, worden aangepakt via gerichte (macro)prudentiële instrumenten. Anders dan vóór de crisis is het kader aanwezig om die instrumenten vlotter en sneller in te zetten. Verderop in dit hoofdstuk worden de bovenstaande overwegingen geïllustreerd aan de hand van een sector die vaak wordt aangehaald als voorbeeld van een sector die zwaar te lijden heeft onder het accommoderend monetair beleid, namelijk de (levens-)verzekeraars.

4.2 Risico's van té lage inflatie, monetair beleid en de sector van de (levens-)verzekeraars

Onder invloed van het APP is de lange nominale rente omstreeks medio april 2015 naar recordlaagtes gezakt en

sindsdien is ze slechts matig opnieuw gestegen. Tegen die achtergrond wordt vaak verwezen naar de verzekeraars die, mocht deze situatie nog lang aanhouden, hun rentabiliteit onder druk zien komen.

Er zijn twee elementen van belang om in te schatten hoe vatbaar verzekeringsondernemingen voor een dergelijke situatie zijn. Bedrijven met een grotere mismatch tussen de duration van activa en passiva (looptijd van activa korter dan die van passiva) en een grotere erfenis van contracten (passiva) met een hoog nominaal rendement zijn vatbaarder voor een lange periode van lage rente (zie ECB (2015), p. 12).

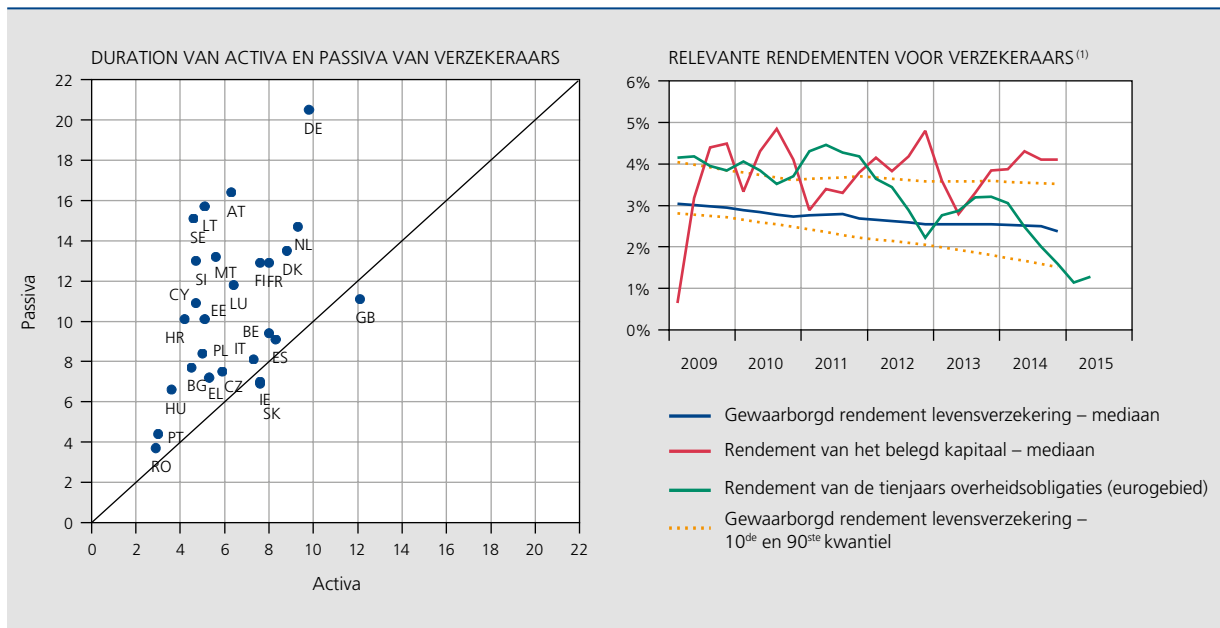
Indien er geen mismatch van duration is tussen activa en passiva, wordt de winstgevendheid van de verzekeringsondernemingen niet via herwaarderingen van de balansposities gedrukt door de dalende rente: economisch beschouwd, stijgt de verdisconteerde waarde aan beide zijden van de balans even sterk en ontstaat er dus geen kapitaaltekort. De dalende rente betekent inderdaad niet enkel een toename van de verdisconteerde waarde van de toekomstige verplichtingen, maar ook van de aangehouden langetermijnactiva⁽¹⁾.

De activa van verzekeraars hebben doorgaans echter een kortere duration dan de passiva. Uit gegevens van EIOPA (2014) blijkt bovendien dat die mismatch typisch groter is in de noordelijke landen van het eurogebied (bv. Duitsland, Oostenrijk, Nederland, Finland). Dit betekent dat de voor de financiële stabiliteit mogelijke negatieve gevolgen van het huidige monetair beleid blijkbaar niet enkel sectorspecifiek zijn, maar voor één bepaalde sector in sommige landen zelfs meer uitgesproken zijn.

Dat de activa in bepaalde landen een kortere duration hebben dan de passiva is voor die ondernemingen een uitdaging: op de vervaldag moeten de activa immers opnieuw worden belegd en zulks tegen een lagere rente. Dat probleem is des te groter indien de verplichtingen hoge rendementswaarborgen hebben. Die waarborgen werden in het verleden toegekend op basis van de toen geldende – hogere – nominale rentetarieven. Het rechterpaneel van grafiek 10 illustreert dat die gewaarborgde rendementen momenteel dan ook hoger liggen dan de rendementen op overheidspapier in het eurogebied. Dat betekent een uitdaging voor de verzekeraars. Voorts blijkt uit de grafiek ook dat het rendement op beleggingen – met name vanwege de stijgende aandelen- en obligatiekoersen – de afgelopen jaren is toegenomen. Zodoende heeft het accommoderend monetair beleid ook een ondersteunend effect op die rendementen via het realiseren van meerwaarden.

(1) Zie ook p. 22 van IMF (2015): 'In the past three years, European life insurers' equities have paid one of the most attractive dividends, outperforming on the back of waning euro area fragmentation risk, high capital gains on bond holdings, and the release of excess capital due to lower claims inflation.'

GRAFIEK 10 DE LAGE RENTE EN VERZEKERAARS



Bronnen: EIOPA, ECB.

(1) De cijfers geven de jaarlijkse gewaarborgde rendementen weer voor de verzekeringsondernemingen waar de waarborgen in kwestie van toepassing zijn.

De huidige zeer lage renteomgeving creëert – weliswaar enigszins paradoxaal – bovendien ook de beste voorwaarden om de financiële gezondheid van de verzekeraars in de toekomst te blijven vrijwaren, precies omdat het lagerentebeleid, indien het erin slaagt de economie nieuw leven in te blazen en de inflatie opnieuw te doen aantrekken, aanleiding zal geven tot hogere rentes. Het is bijgevolg interessant om na te gaan wat de stuwende krachten zijn achter de lage nominale rentes.

Grafiek 11 geeft de samenstelling weer van de tienjaarsrente op AAA-overheidspapier van het eurogebied: de lange nominale rente bestaat uit de compensatie voor de verwachte inflatie (hier gemeten door de tienjaars inflatieswaps) en de impliciete reële rente (hier gemeten als het verschil tussen de nominale rente en de inflatieswap). De rol van de risicopremies (die bijvoorbeeld de risico's compenseren die gepaard gaan met de lange looptijd van de instrumenten of de liquiditeit ervan) worden hierbij niet expliciet in kaart gebracht.

In de periode 2005-2007 (vóór de crisis) beliep de lange rente ongeveer 3,8% : een inflatiecompensatie van zowat

2,2% en een reële rente van 1,6%. Deze laatste stemde nagenoeg overeen met de potentiële groei van de economie⁽¹⁾: dat is logisch aangezien de reële rente over een lange horizon nauw verbonden is met het groeipotentieel van een economie.

In december 2014 – net vóór de aankondiging van het APP – was de nominale tienjaarsrente gezakt tot 75 basispunten. De impliciete reële rente was licht negatief geworden als gevolg van de reeds ten uitvoer gelegde versoepeling van het monetair beleid én de verwachting dat in de nabije toekomst een uitgebreid aankoopprogramma zou worden opgezet. De reële rente noteerde op die manier lager dan de potentiële groei: dat betekent een monetaire stimulus. Maar ook de inflatieverwachtingen waren fors teruggelopen. In december 2014 prijsden de financiële markten voor de komende tien jaar inderdaad een gemiddelde inflatie van slechts 1,2% in, ruim onder de doelstelling van het Eurosysteem en aanzienlijk lager dan de 2,2% inflatiecompensatie die werd opgetekend in 2005-2007⁽²⁾. Ook de zwakke inflatievooruitzichten droegen met andere woorden bij aan de lage lange nominale rente.

Na enkele maanden APP, in juli 2015, noteerde de nominale lange rente ietwat hoger dan in december 2014 (88 basispunten). De samenstelling van die nominale rente is echter duidelijk meer groeistimulerend dan in

(1) Zoals geraamd door de OESO.

(2) De 2,2% belopende inflatiecompensatie over de pre-crisis periode is niet noodzakelijk inconsistent met de verwachting van een inflatie 'onder, maar dicht bij 2%' aangezien ook verschillende soorten van risicopremies (bv. liquiditeitspremies) de prijs van deze inflatieswaps beïnvloeden. Die premies worden in deze analyse niet expliciet in kaart gebracht.

december: hogere inflatieverwachtingen impliceren immers een lagere ex ante reële rente en dus meer monetaire stimulus.

Op die manier verkleint het APP dus in hoge mate het risico dat de rente in een 'Japans' scenario verzeild raakt waarbij er deflatie ontstaat en de rente decennia lang dicht bij nul noteert, ook voor de langere looptijden. Met een 'Japans' scenario wordt hier een 'passief' monetair beleid bedoeld waarmee de dalende inflatie niet actief zou worden bestreden. Zodoende wordt de desinflatie 'aanvaard' en kan de economie in een situatie van 'permanent' lage – of zelfs negatieve – inflatie, en dus ook lage nominale rentes, terechtkomen. In dat scenario kan een nieuw 'evenwicht' inhouden dat de nominale rente gelijk is aan nul, terwijl de prijzen dalen in een tempo dat een reële rente impliceert die gelijk is aan de potentiële groei van de economie⁽¹⁾ (en de reële rente dus voor de groei noch stimulerend noch restrictief is). Deze mogelijkheid wordt geschetst door Bullard (2010) en wordt ook besproken in Boeckx, Butzen, Cordemans en Ide (2015).

Het APP tracht precies een dergelijk scenario te voorkomen door neerwaartse druk uit te oefenen op de reële rente en de economie aldus te stimuleren, waardoor de

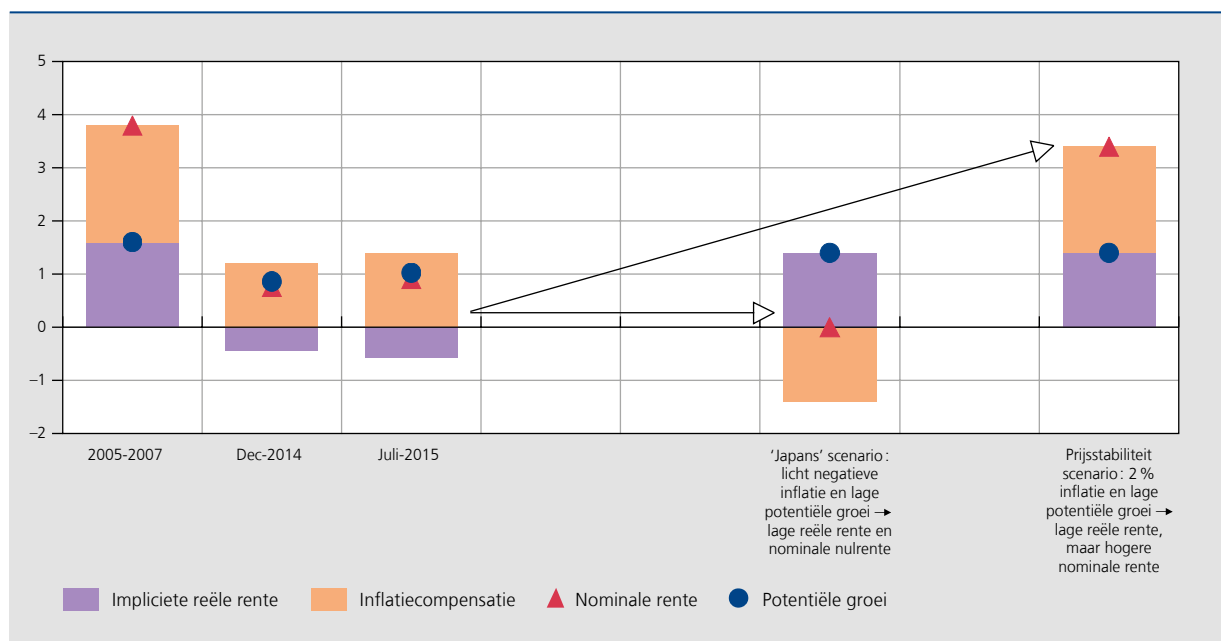
inflatie aantrekt. In dit scenario zal ook de nominale rente op langere termijn opnieuw hoger noteren: de inflatieverwachtingen zouden ongeveer 2 % belopen, terwijl de reële rente in de buurt zou komen van de potentiële groei.

Een en ander illustreert dat het APP de dreiging die uitgaat van de lage nominale rente voor, bijvoorbeeld, de verzekeraars helpt af te wenden door de inflatiecomponent ervan te stabiliseren. Waar het monetair beleid echter géén vat op heeft, is de reële rente over een langere horizon aangezien deze laatste nauw aansluit bij de potentiële groei. De potentiële groei is immers afhankelijk van factoren die losstaan van het monetair beleid, bijvoorbeeld technologische vooruitgang, demografie en arbeidsmarktbeleid.

Mocht de potentiële groei – om verschillende redenen – onder zijn niveau uit het verleden blijven (en dat is waar internationale instellingen van uitgaan), dan kan er voor het prudentieel beleid een rol zijn weggelegd om deze nieuwe 'reële realiteit' te incorporeren, bijvoorbeeld bij het bepalen van de rendementswaarborgen op levensverzekeringen. Bovendien kan de toezichthouder, zeker in de huidige lagerenteomgeving, het best ook actief nagaan of de ondernemingen een adequaat asset-liability-management (blijven) voeren en zich niet laten verleiden tot een excessieve 'search for yield' (zoals eerder in de tekst aangehaald) of het 'overhaast' verkopen van obligaties met hoge coupon die vanwege de lage rente hoog noteren.

(1) Voor de 'evenwichts' reële rente wordt gebruik gemaakt van de potentiële groei van het eurogebied op lange termijn zoals die wordt voorspeld door de OESO.

GRAFIEK 11 TWEE LANGE-TERMIJN SCENARIO'S VOOR DE TIENJAARS NOMINALE RENTE (in %)



Bronnen: Bloomberg, EC, ECB.

De NBB (2015) licht meer gedetailleerd toe welke prudentiële maatregelen de Bank in haar hoedanigheid van toezichthouder met betrekking tot de verzekeringssector heeft genomen. De NBB legt, binnen het kader van de Verzekeringwet, de bevoegde minister een voorstel voor tot aanpassing van het mechanisme van de maximumrente op individuele langlopende levensverzekeringsovereenkomsten. De Bank heeft de verzekeringsondernemingen ook aanbevolen de realisatie van meerwaarden zorgvuldig af te wegen in het licht van de lagerenteomgeving. Tot slot is de van 2013 daterende beslissing inzake het aanleggen van een zogenoemde knipperlichtreserve als aanvullende voorziening voor het renterisico, onverkort van kracht gebleven.

Conclusies

Volgens het principe van Tinbergen moeten er minstens evenveel instrumenten als doelstellingen zijn om een succesvol economisch beleid te kunnen voeren. Het feit dat de ECB, in de context van het GTM, belast is met macroprudentiële taken om de financiële stabiliteit te vrijwaren,

past in dit denkkader. De (macro)prudentiële doelstelling van de ECB is gescheiden van de doelstelling om prijsstabiliteit te vrijwaren.

Dit neemt echter niet weg dat er, bij bepaalde schokken, naast synergieën ook trade-offs kunnen opduiken tussen macro-economische en financiële doelstellingen. Wisselwerking tussen de beide beleidsdomeinen is derhalve onvermijdelijk.

Hoewel het monetair beleid geen macroprudentiële doelstellingen heeft, kan een 'leaning against the wind' beleid wenselijk zijn, bijvoorbeeld wanneer financiële onevenwichtigheden wijdverspreid zijn of er onvoldoende doeltreffende prudentiële instrumenten beschikbaar zijn.

In de huidige context lijkt het sterk expansief monetair beleid gerechtvaardigd omdat er geen wijdverspreid excessief risicogedrag is, het monetair beleid via macro-economische stabilisatie positieve spillovers heeft op de financiële stabiliteit en omdat gerichte macroprudentiële instrumenten voorhanden zijn om eventuele risico's aan te pakken.

Bibliografie

- Adrian T. en H.S. Shin (2010), 'The changing nature of financial intermediation and the financial crisis of 2007-2009', *Annual Review of Economics*, 2, 603-18.
- Bean C. (2003), 'Asset prices, financial imbalances and monetary policy: Are inflation targets enough?' in Richards and Robinson (eds.), *Asset prices and Monetary policy*, 4876, Reserve Bank of Australia.
- Belgisch Staatsblad (2014), Wet van 25 april 2014 tot invoering van mechanismen voor een macroprudentieel beleid en tot vaststelling van de specifieke taken van de Nationale Bank van België in het kader van haar opdracht om bij te dragen tot de stabiliteit van de financiële sector.
- Bernanke B. (2007), *The financial accelerator and the credit channel*, remarks at the conference on The Credit Channel of Monetary Policy in the Twenty-first Century, Federal Reserve Bank of Atlanta.
- Bernanke B. (2011), *The effects of the Great Recession on central bank doctrine and practice*, speech at the 56th Economic conference, Federal Reserve Bank of Boston.
- Bernanke B. en M. Gertler (1995), 'Inside the black box: The credit channel of monetary policy transmission', *Journal of Economic Perspectives*, 9(4), 27-48.
- Bernanke B. en M. Gertler (2001), 'Should central banks respond to movements in asset prices?', *American Economic Review*, Vol. 91., 253-257.
- Bernanke B.S., M. Gertler en S. Gilchrist (1999), 'The financial accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework', *Handbook of Macroeconomics*, volume 1, chapter 21, 1341-1393.
- Boeckx J., P. Butzen, N. Cordemans en S. Ide (2015), 'Deflatie in Japan, Abenomics en lessen voor het eurogebied', NBB, *Economisch Tijdschrift*, juni, 99-123.
- Borio C. en P. Lowe (2002), *Asset prices, financial and monetary stability: Exploring the nexus*, BIS Working Paper 114.
- Borio C. en H. Zhu (2008), *Capital regulation, risk-taking and monetary policy: A missing link in the transmission mechanism*, BIS Working Paper 268.
- Borio C. (2011), *Central banking post-crisis: What compass for uncharted waters?*, BIS Working Paper 353.
- Bullard J. (2010), 'Seven faces of 'The Peril'', *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, September/October, 92(5), 339-52: <http://research.stlouisfed.org/econ/bullard/pdf/SevenFacesFinalJul28.pdf>.
- Cecchetti S., H. Genberg, J. Lipsky en S. Wadhvani (2000), *Asset prices and central bank policy*, Geneva Reports on the World Economy, 2, International Centre for Monetary and Banking Studies and Centre for Economic Policy Research.
- Constâncio V. (2014), *The ECB and macro-prudential policy: From research to implementation*, speech at the 3rd Macro-prudential Research Network Conference, Frankfurt, 23 June.
- Cordemans N. en S. Ide (2012), 'Monetair beleid in de Verenigde Staten en in het eurogebied tijdens de crisis', NBB, *Economisch Tijdschrift*, juni, 39-65.
- De Grauwe P. (2008), 'The risks of being Chairman in the Age of Turbulence', *International Finance*, 11:1., 109-115.
- DNB (2013), *Jaarverslag 2012*.

EBA (2014), *Fourth report on the consistency of risk weighted assets*.

ECB (2007), 'The impact of short-term interest rates on bank risk-taking', *Financial Stability Review*, 163-167.

ECB (2014a), Besluit ECB/2014/1 van de Europese Centrale Bank van 22 januari 2014 tot wijziging van Besluit ECB/2004/2 houdende goedkeuring van het reglement van orde van de Europese Centrale Bank.

ECB (2014b), Besluit ECB/2014/39 van de Europese Centrale Bank van 17 september 2014 houdende de tenuitvoerlegging van scheiding tussen de monetaire beleidsfunctie en de toezichtfunctie van de Europese Centrale Bank.

ECB (2015), *Financial Stability Review*, Mei.

EIOPA (2014), *EIOPA Insurance stress test 2014*, November.

EU (2010), Verordening (EU) Nr. 1092/2010 van het Europees Parlement en de Raad van 24 november 2010 betreffende macroprudentieel toezicht van de Europese Unie op het financiële stelsel en tot oprichting van een Europees Comité voor systeemrisico's.

EU (2013a), Richtlijn 2013/36/EU van het Europees Parlement en de Raad van 26 juni 2013 betreffende toegang tot het bedrijf van kredietinstellingen en het prudentieel toezicht op kredietinstellingen en beleggingsondernemingen, tot wijziging van Richtlijn 2002/87/EG en tot intrekking van de Richtlijnen 2006/48/EG en 2006/49/EG.

EU (2013b), Verordening (EU) Nr. 575/2013 van het Europees Parlement en de Raad van 26 juni 2013 betreffende prudentiële vereisten voor kredietinstellingen en beleggingsondernemingen en tot wijziging van Verordening (EU) Nr. 648/2012.

EU (2013c), Verordening (EU) Nr. 1024/2013 van de Raad van 15 oktober 2013 waarbij aan de Europese Centrale Bank specifieke taken worden opgedragen betreffende het beleid inzake het prudentieel toezicht op kredietinstellingen.

Gambacorta L. (2009), 'Monetary policy and the risk taking channel', *BIS Quarterly Review*.

Gelain P. en P. Ilbas (2014), *Monetary and macroprudential policies in an estimated model with financial intermediation*, NBB Working Paper 258.

Grande M. (2014), *Integrating macro- and micro-prudential supervision at the ECB*, presentation at the 9th High Level Meeting on Global Banking Standards and Regulatory and Supervisory Priorities in the Americas, Lima (Peru), 4 and 5 November.

Herman A., D. Igan en J. Solé (2015), *The macroeconomic relevance of credit flows: An exploration of US data*, IMF Working Paper 15/143.

IMF (2015), *Global Financial Stability Review*, April.

Jiménez G., S. Ongena, J.-L. Peydró and J. Saurina (2012), Macroprudential policy, countercyclical bank capital buffers and credit supply: Evidence from the Spanish dynamic provisioning experiments, *NBB Working Paper Research series* N° 231, October.

Knot K. (2014), 'Governance of macroprudential policy', *Financial Stability Review*, Banque de France, April.

Mishkin F.S. (2001), *The transmission mechanism and the role of asset prices in monetary policy*, NBER Working Papers 8617.

NBB (2015), *Financial Stability Report*, juni.

Publicatieblad van de Europese Unie C 326 van 26.10.2012, p. 230, Protocol (Nr. 4) betreffende de statuten van het Europees stelsel van centrale banken en van de Europese centrale bank.

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

Smets F. (2014), 'Financial stability and monetary policy: How closely interlinked?', *International Journal of Central Banking*, vol. 10(2), 263-300, June.

Stein J. (2013), *Overheating in credit markets: Origins, measurement, and policy responses*, speech at the research symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of St. Louis, February.

Svensson L.E.O. (2012), 'Inflation targeting and Leaning Against the Wind', *International Journal of Central Banking*, June, 103-114.

Woodford M. (2011), *Inflation targeting and financial stability*, mimeo.