

Onafhankelijke centrale banken in een post-crisis raamwerk

Jolanda Peeters en Klaas Knot

De Nederlandsche Bank vierde in 2014 haar 200-jarig bestaan. In die 200 jaar transformeerde DNB van een Amsterdamse commerciële kredietinstelling en circulatiebank tot een ware Europese instelling belast met publieke taken. Niet alleen de taken en de reikwijdte van DNB zijn in de loop van de tijd veranderd, maar ook haar relatie met de (Nederlandse) overheid. Net als in veel andere landen ontwikkelde de Nederlandse centrale bank zich in de loop van de vorige eeuw tot een operationeel onafhankelijk en los van de politiek staand instituut. Door de financiële crisis is de onafhankelijkheid van centrale banken echter onder druk komen te staan. Om de pre-crisis verworven onafhankelijkheid in het post-crisis raamwerk te waarborgen, is het belangrijk dat het publiek begrijpt welke taken en verantwoordelijkheden centrale banken hebben, en wat centrale banken wel én niet kunnen. Ook institutionele veranderingen kunnen een bijdrage leveren aan het waarborgen van de onafhankelijkheid van centrale banken.

1 Inleiding

De Nederlandsche Bank vierde in 2014 haar 200-jarig bestaan.¹ In geen enkel opzicht is de huidige Nederlandsche Bank echter vergelijkbaar met de in 1814 door Koning Willem I opgerichte nationale bank. Zo is haar geografische reikwijdte enorm toegenomen; van een vooral binnen Amsterdam opererende instelling is DNB uitgegroeid tot een Europese stelselbank en Europees toezichthouder. Ook haar taken zijn in de loop van de tijd substantieel veranderd; waar Koning Willem I vooral beoogde “den Koophandel, als den zenuw van dezen Staat, op te beuren uit het verval”, werkt de huidige DNB als centrale bank en toezichthouder aan stabiele prijzen, een soepel en veilig betalingsverkeer en solide en integere financiële instellingen. Een ander terrein waarop in de loop van de tijd aanzienlijke veranderingen hebben plaatsgevonden, is de relatie tussen de centrale bank en de overheid. Dit laatste is overigens niet een louter Nederlands fenomeen. Veel centrale banken hebben zich in de loop van de vorige eeuw ontwikkeld tot instituten die operationeel onafhankelijk van de politiek opereren, om op die

¹ Voor een uitgebreid overzicht van de geschiedenis van De Nederlandsche Bank, zie Vanthoor (2004).

manier te garanderen dat het monetaire beleid zich primair kan richten op het veilig stellen van een stabiele ontwikkeling van de prijzen.² Door de financiële crisis is de onafhankelijkheid van centrale banken echter zwaar onder druk komen te staan (zie bijvoorbeeld Plosser, 2012; Meltzer, 2009; King, 2013). Centrale banken hebben in het bestrijden van de economische gevolgen van de crisis grootschalig moeten grijpen naar onconventionele monetaire maatregelen, waardoor hun balansen enorm zijn verlengd en de duidelijke scheiding tussen budgettair en monetair beleid in sommige gevallen is vervaagd. Ook heeft de financiële crisis tot veranderende inzichten geleid over de verschillende taken van centrale banken, wat mogelijk de onafhankelijkheid ten aanzien van haar monetaire taken onder druk zet. Het ondermijnen van de onafhankelijkheid van centrale banken is echter een gevaarlijke ontwikkeling, omdat centrale banken die niet onafhankelijk zijn minder goed in staat zijn geloofwaardig beleid gericht op het bevorderen van prijsstabiliteit te voeren. Daarom richt dit artikel zich op de vraag hoe de voor de crisis verworven onafhankelijkheid van centrale banken in het post-crisis raamwerk maximaal gewaarborgd blijft. De opzet van het artikel is als volgt. In paragraaf 2 wordt kort de consensus besproken, zoals die vóór de crisis gold, ten aanzien van de rol van centrale banken en het belang van centrale-bankonafhankelijkheid voor het bereiken van prijsstabiliteit. Of en hoe de consensus over de taken en de onafhankelijkheid van centrale banken onder druk is komen te staan, wordt besproken in paragraaf 3. Paragraaf 4 richt zich tot slot op de mogelijkheden om de onafhankelijkheid van centrale banken te waarborgen in een post-crisis raamwerk. Paragraaf 5 sluit af.

2 De pre-crisis consensus en het belang van een onafhankelijke centrale bank

Vanaf de jaren zeventig is in toenemende mate overeenstemming ontstaan onder economen en beleidsmakers over de taken van de centrale bank en de relatie tussen de centrale bank en de overheid. De overheersende gedachte aan het einde van de twintigste eeuw was dat centrale banken het meeste bijdroegen aan welvaart wanneer zij zich primair konden richten op het veilig stellen van een stabiele ontwikkeling van de prijzen op de korte tot middellange termijn (in casu, minder dan twee jaar). Veel centrale banken hadden daarom een duidelijke inflatiedoelstelling (*inflation targeting*) en probeerden deze te bereiken door conventioneel monetair beleid (dat wil zeggen het variëren van de (korte termijn) beleidsrente). In deze visie speelden centrale banken slechts een beperkte rol in het

² *Operationele* onafhankelijkheid betekent dat de centrale bank autonoom beslissingen kan nemen ten aanzien van haar instrumenten om de doelen (die door de overheid zijn bepaald) te verwezenlijken. In dit artikel refereert centrale-bankonafhankelijkheid aan operationele onafhankelijkheid ten aanzien van de monetaire taken van de centrale bank. De vraag of centrale-bankonafhankelijkheid ook wenselijk is voor de potentiële niet-monetaire taken van een centrale bank, zoals banktoezicht of resolutie, valt buiten het bestek van dit artikel.

waarborgen van financiële stabiliteit: weliswaar moesten centrale banken zorg dragen voor de stabiliteit van het betalingssysteem en moesten zij, indien nodig, noodliquiditeit kunnen verlenen aan banken in problemen, maar verder was het idee dat het handhaven van prijsstabiliteit een belangrijke bijdrage leverde aan het veiligstellen van de macro-economische en financiële stabiliteit. Veel centrale banken waren er dan ook van overtuigd dat zij beter achteraf konden reageren op een ernstige financiële crisis – door de beleidsrente drastisch te verlagen – dan vooraf te proberen de opbouw van financiële onevenwichtigheden te voorkomen.³ De macro-economische schade van een financiële crisis zou immers minder groot zijn dan de kosten (in termen van gemiste economische groei) van een vroegtijdige verkrapping van het monetaire beleid.

Ook overheerste voor de financiële crisis de gedachte dat het micro-prudentiële toezicht – dat zich richt op de gezondheid van individuele financiële instellingen – vrij strikt gescheiden zou moeten zijn van het monetaire beleid, vooral omdat onder bepaalde omstandigheden belangenconflicten kunnen ontstaan tussen de monetaire beleidsautoriteit en de toezichthouder.⁴ Een tweede reden voor een strikte scheiding tussen de twee autoriteiten was het risico van reputatiebesmetting: hoewel bankfaillissementen onvermijdelijk zijn in een markteconomie, zorgen deze vaak voor publieke en politieke kritiek op de toezichthouder. Wanneer de toezichthouder hetzelfde instituut is als de monetaire beleidsautoriteit, zou deze kritiek gemakkelijk kunnen overslaan op de monetaire beleidsautoriteit, waardoor haar reputatie en geloofwaardigheid onder druk zou kunnen komen te staan. Omgekeerd geldt dat foutieve inschattingen van de monetaire beleidsautoriteit, bijvoorbeeld ten aanzien van de ontwikkeling van de inflatie, afbreuk kunnen doen aan de reputatie die de toezichthouder heeft opgebouwd. Een derde reden was simpelweg dat door het combineren van de toezichts- en monetaire taak te veel macht wordt geconcentreerd in één instituut, dat bovendien niet-democratisch is. Al deze overwegingen leidden ertoe dat in veel landen een scheiding tussen de monetaire beleidsautoriteit en de prudentiële toezichthouder werd aangebracht. DNB was in die periode een relatieve uitzondering, met beide taken in één instituut.

Niet alleen over de rol van de centrale banken waren economen en beleidsmakers het eens, maar ook over het belang van centrale-bankonafhankelijkheid voor het uitoefenen van hun monetaire taak. Om hun primaire doelstelling van prijsstabiliteit te bereiken, kregen steeds meer centrale banken aan het einde van de twintigste eeuw (operationele) onafhankelijkheid. Reeds aan het begin van de negentiende eeuw legde de econoom Ricardo uit waarom grote waarde moest worden gehecht aan centrale banken die onafhankelijk

³ Zie Mishkin (2011), die stelt dat in dit “*leaning against the wind*” versus “*cleaning up the mess*” debat de laatste visie domineerde voor de financiële crisis. Wel waren er ook al voor de crisis enkele afwijkende geluiden, van onder meer de *Reserve Bank of Australia* en de BIS.

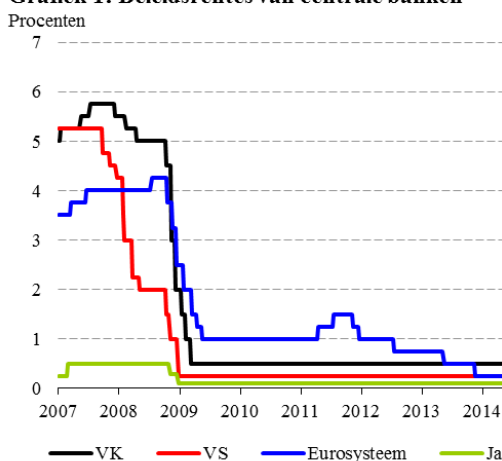
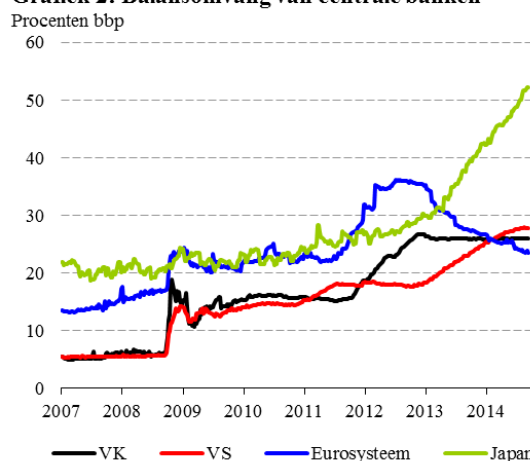
⁴ De monetaire beleidsautoriteit kan zich bijvoorbeeld ex ante beperkt voelen in haar monetaire beleidsvrijheid wanneer een verkrapping in de monetaire condities een mogelijk faillissement van een onder toezicht staande bank tot gevolg heeft. Omgekeerd geldt dat toezichtinstrumenten zouden kunnen worden ingezet om het leengedrag van banken te beïnvloeden.

van de politiek kunnen opereren. Het monopolie van een centrale bank om geld te creëren zou immers zeker door overheden worden misbruikt wanneer zij een oorlog moesten financieren, ook al ging dit ten koste van een hoger prijspeil op termijn. Een centrale bank daarentegen, die bestuurd wordt door individuen die volledig onafhankelijk van de overheid waren en die *“never, on any pretence, lend money to the Government, nor be in the slightest degree under its control or influence”* zou kunnen garanderen dat het monetaire beleid zich primair kon richten op het veiligstellen van een stabiele ontwikkeling van de prijzen. Dit originele idee van Ricardo werd eind jaren zeventig/begin jaren tachtig van de vorige eeuw op verschillende manieren en met verschillende accenten geformaliseerd, door o.a. Kydland en Prescott (1977), Barro en Gordon (1983) en Lucas en Stokey (1983). In relatief eenvoudige modellen waarin de dynamische interactie tussen monetaire beleidsmakers en individuen in een economie centraal stond, werd aangetoond dat het delegeren van monetair beleid naar een voldoende onafhankelijke centrale bank vanuit een welvaartsperspectief optimaal is, omdat de centrale bank – veel beter dan verkozen politici – in staat is de langere-termijnconsequenties van beslissingen mee te wegen. Sindsdien zijn in de academische literatuur de gevolgen van deze institutionele keuze empirisch onderzocht. Een belangrijke conclusie is dat een hogere mate van centrale-bankonafhankelijkheid leidt tot een lagere inflatie, zonder dat dit ten koste gaat van economische groei, zie o.a. Cukierman (1992, 2008) en Alesina and Stella (2010). Dit komt onder meer doordat onafhankelijke centrale banken geloofwaardiger, op het bevorderen van prijsstabiliteit gericht beleid kunnen voeren, en dus een te hoge inflatie tegen geringere kosten in termen van economische groei kunnen terugdringen, vergeleken met centrale banken die geen onafhankelijkheid hebben.

3 De rol van de crisis

Sinds het uitbreken van de mondiale financiële crisis in de zomer van 2007 is de onafhankelijkheid van centrale banken echter onder druk komen te staan. Zoals bekend kwam de mondiale economie door de financiële crisis in een recessie terecht, gevolgd door een slechts traag herstel in de ontwikkelde landen. In het bestrijden van de economische gevolgen van de crisis hebben centrale banken in de Verenigde Staten, het Verenigd Koninkrijk, Japan en het eurogebied gereageerd met ongekende monetaire verruiming. Beleidsrentes werden snel omlaag gebracht en bleven veelal op dit lage niveau (grafiek 1). Daarnaast begaven centrale banken zich op onbekend terrein door op grote schaal maatregelen te nemen die verder gaan dan het beleid dat zij onder normale omstandigheden voeren. Dit ‘onconventioneel’ monetair beleid kan verschillende vormen aannemen, zoals aankopen van bepaalde vermogenstitels of het aankondigen van langdurige extreem lage rentes. Door dit onconventionele monetaire beleid zijn de balansen

van centrale banken enorm toegenomen (grafiek 2).⁵ Hoewel deze ingrepen noodzakelijk waren om de economische gevolgen van de financiële crisis te bestrijden, zijn centrale banken gevoeliger geworden voor politieke druk en lopen centrale banken door het vergroten van hun balansen steeds meer economische risico's. Zo kan bijvoorbeeld bij forse verliezen op de door haar aangekochte vermogenstitels de kapitaalpositie van de centrale bank negatief worden. Dit raakt niet alleen de geloofwaardigheid van de centrale bank, maar maakt het ook zeer zichtbaar dat monetair beleid een budgettaire dimensie heeft en dat de voorheen zeer duidelijke scheiding tussen budgettaire en monetaire beleid wordt vertroebeld.⁶ Dit kan de onafhankelijkheid van de centrale bank schaden. Een bij-effect van het gevoerde onconventionele monetair beleid is dat centrale banken steeds meer in de schijnwerpers kwamen te staan. Omdat budgettaire ruimte ontbreekt en structurele hervormingen pas na verloop van tijd effect sorteren, is de perceptie ontstaan dat centrale banken de enige spelers zijn die nog beleidsruimte hebben om de economische gevolgen van de crisis op korte termijn te beperken. Dit heeft de politieke druk op centrale banken om verdergaande maatregelen te nemen, doen toenemen.

Grafiek 1: Beleidsrentes van centrale banken**Grafiek 2: Balansomvang van centrale banken**

Los van het grootschalig inzetten van onconventionele monetair-politieke instrumenten heeft de financiële crisis tot veranderende inzichten geleid over de verschillende taken van centrale banken, met mogelijke gevolgen voor de onafhankelijkheid van centrale banken. In theorie is het delegeren naar een onafhankelijke autoriteit meer acceptabel wanneer aan een aantal voorwaarden wordt voldaan (Cecchetti, 2013): de gedelegeerde taak moet duidelijk omschreven

⁵ Zo zijn de totale activa van de centrale banken uit de Verenigde Staten, het Verenigd Koninkrijk, Japan en het eurogebied sinds 2007 meer dan verdubbeld tot ruim \$9 triljard, meer dan een kwart van het bbp (Caruana, 2013).

⁶ Borio (2011) stelt dat ieder beleid gericht op het veranderen van de centrale-bankbalans in principe door de overheid kan worden gedaan. Uiteindelijk zijn aankopen door de centrale bank immers van invloed op de geconsolideerde balans van de overheidssector.

zijn, weinig overlap hebben met andere beleidstaken en weinig distributionele gevolgen hebben. Ook moet een duidelijke maatstaf bestaan aan de hand waarvan verantwoording kan worden afgelegd. Zolang het monetaire beleid zich primair richt op prijsstabiliteit, voldoet de beleidstaak van een centrale bank grotendeels aan deze condities. Onder invloed van de crisis is echter een debat ontstaan over de taken van centrale banken, waardoor mogelijk niet langer volledig wordt voldaan aan deze voorwaarden.

Ten eerste heeft de crisis duidelijk aangetoond dat het handhaven van prijsstabiliteit geen voldoende voorwaarde is om ook macro-economische en financiële stabiliteit te handhaven (zie o.a. Borio, 2011). Op de langere termijn zijn monetaire en financiële stabiliteit immers onmogelijk los van elkaar te zien. In de jaren voor de financiële crisis slaagden centrale banken, geholpen door structurele factoren zoals de integratie van China en India in de wereldeconomie, en het uitblijven van grote schokken, er heel goed in om de inflatie stabiel en laag te houden. Tegelijkertijd zorgde deze periode van ongewone macro-economische stabiliteit – ook wel de *Great Moderation* genoemd – ervoor dat risicopremies daalden en dat financiële instellingen steeds meer risico's gingen nemen om rendement te halen. Hierdoor werden verschillende onevenwichtigheden opgebouwd, zoals op de Amerikaanse huizenmarkt, die later uitmondde in de financiële crisis. De pre-crisis gedachte dat centrale banken slechts een beperkte en indirecte rol spelen in het handhaven van de financiële stabiliteit bleek kortom te beperkt. Bovendien bleek het – anders dan eerst gedacht – heel lastig om de macro-economische schade van een financiële crisis effectief te beperken: zes jaar na de grote recessie bevindt het bbp van het eurogebied zich nog steeds onder het niveau van destijds.

Ten tweede heeft de crisis laten zien dat centrale banken een zeer belangrijke rol spelen wanneer het financiële stelsel en financiële instellingen onder stress komen te staan (Goodhart, 2010). Naast resoluut ingrijpen van nationale overheden hebben snelle en internationaal gecoördineerde acties van centrale banken (in de vorm van liquiditeitsverschaffing en rentedalingen) voorkomen dat het financiële stelsel ineens stortte na de val van Lehman Brothers. Ook waren het de centrale banken die in de crisis noodliquiditeit verleenden aan banken in moeilijkheden. Hierbij kwamen voor centrale banken die ook toezichthouder waren duidelijke informatie-gerelateerde synergievoordelen naar voren: toezicht-gerelateerde informatie is immers cruciaal om te kunnen beoordelen of een illiquide bank die om noodliquiditeit vraagt wel gezond genoeg is (ook al is het uiteindelijk de overheid die beslist over welke banken wel/niet gered moeten worden). Mede hierdoor is de in de pre-crisis periode overheersende gedachte dat het micro-prudentiële toezicht vrij strikt gescheiden zou moeten zijn van het monetaire beleid, onder druk gezet.

Ten derde heeft de crisis aangetoond dat een micro-prudentieel perspectief – dat zich zoals gezegd richt op de gezondheid van individuele financiële instellingen – onvoldoende is om de stabiliteit van financiële stelsel als geheel te waarborgen (zie o.a. CGFS, 2010). De verwevenheid tussen financiële instellingen en de

procycliciteit van financiële cycli bleken veel belangrijker dan eerder gedacht. Om ook zo veel mogelijk voor systeemstabiliteit te zorgen zijn economen en beleidsmakers er inmiddels van overtuigd dat het micro-prudentiële perspectief moet worden aangevuld met een macro-prudentieel perspectief, gericht op de interacties tussen financiële instituties, markten, infrastructuur en de bredere economie. In het pre-crisis raamwerk ontbrak dit macro-prudentiële perspectief duidelijk. Omdat monetair en macro-prudentieel beleid duidelijk met elkaar verweven zijn, wordt ook in toenemende mate onderschreven dat centrale banken een belangrijke rol hebben in het vormgeven van dit macro-prudentiële beleid.

Al met al heeft de financiële crisis duidelijk gemaakt dat de verschillende beleidsterreinen – monetair en liquiditeitsbeleid, micro- en macro-prudentieel beleid en toezicht, de stabiliteit en betrouwbaarheid van het betalingsverkeer – van centrale banken veel dichterbij elkaar lagen dan eerder gedacht (King, 2012). Deze beleidsterreinen blijken elkaar bovendien in belangrijke mate aan te vullen. Tegelijkertijd kan deze bredere kijk op de taken of verantwoordelijkheden van centrale banken de onafhankelijkheid van centrale banken in gevaar brengen, zeker omdat in dat geval niet langer volledig wordt voldaan aan de voorwaarden waaronder het delegeren naar een onafhankelijke autoriteit meer acceptabel is (Cecchetti, 2013). Immers, een grotere rol in het waarborgen van financiële stabiliteit kan de centrale bank voor dilemma's plaatsen, bijvoorbeeld wanneer het handhaven van prijs- en financiële stabiliteit niet in elkaars verlengde liggen, en de centrale bank slechts één beleidsinstrument heeft. In dat geval moet de centrale bank een afweging maken tussen verschillende doelstellingen. Een dergelijke afweging kan ook optreden bij het uitoefenen van het micro-prudentiële toezicht en de monetaire taak. Daarbij is de centrale bank slechts een van de actoren die bijdraagt aan het handhaven van de financiële stabiliteit. Dit maakt het niet alleen ingewikkelder om verantwoording te kunnen afleggen, maar zorgt er ook voor dat centrale banken meer 'politiek' worden dan voorheen, wat vervolgens weer vragen oproept over een mogelijk democratisch tekort. Het lastige aan dit alles is dat de financiële crisis niet tot nieuwe inzichten heeft geleid ten aanzien van de wenselijkheid van centrale-bankonafhankelijkheid voor het bereiken van prijsstabiliteit. De kernvraag is daarom hoe centrale banken hun onafhankelijkheid voor wat betreft hun monetaire taken kunnen waarborgen, maar tegelijkertijd hun verantwoordelijkheden kunnen verbreden?

4 Waarborgen van onafhankelijkheid

Om de pre-crisis verworven onafhankelijkheid in het post-crisis raamwerk maximaal te waarborgen, is het belangrijk dat het publiek begrijpt welke taken en verantwoordelijkheden centrale banken hebben en wat centrale banken wel én niet kunnen (Borio, 2014). Alleen dan kan worden voorkomen dat het publiek onrealistische verwachtingen vormt over wat centrale banken kunnen bereiken met

hun conventionele én onconventionele beleid.⁷ Dit is belangrijk, omdat te hoge verwachtingen mogelijk in teleurstelling resulteren en in een ondermijning van het vertrouwen dat centrale banken hun mandaten kunnen vervullen, met mogelijk negatieve gevolgen voor operationele onafhankelijkheid. Bovendien kunnen onrealistische verwachtingen van het monetaire beleid ertoe leiden dat centrale banken te lang accommoderend beleid voeren. Dit is niet alleen gevaarlijk vanwege de mogelijke opbouw van financiële onevenwichtigheden, maar kan ook de geloofwaardigheid van centrale banken beschadigen. Een tijdige exit vanuit het niet-conventionele monetaire beleid – dat specifiek bedoeld is voor crisisperiodes en onder normale omstandigheden niet zou hoeven te worden ingezet – is daarom cruciaal. In het vormgeven van het onconventionele monetaire beleid kan de uiteindelijke exit al zoveel mogelijk worden meegenomen.⁸

Om het begrip van en voor de rol van centrale banken te kunnen vergroten, is het nog belangrijker dan voorheen dat centrale banken goed en zorgvuldig blijven communiceren over wat hun mandaat is. Voor de ECB blijft dit het handhaven van prijsstabiliteit op de middellange termijn. Ook nieuwe manieren die leiden tot meer transparantie en het afleggen van verantwoording kunnen helpen om het begrip van de rol van de centrale bank verder te vergroten. In deze trend past bijvoorbeeld het besluit van de Governing Council van de ECB om vanaf 2015 notulen te publiceren.⁹ Uiteindelijk wordt het monetaire beleid hierdoor voorspelbaarder en geloofwaardiger en wordt de concrete invulling van het mandaat van de centrale bank verduidelijkt.

Tot slot kunnen institutionele veranderingen – gericht op een duidelijkere en effectievere besluitvorming consistent met het mandaat en de rol van centrale banken – ook een bijdrage leveren aan het waarborgen van hun onafhankelijkheid. Hoe het optimale institutionele kader eruitziet, hangt onder meer af van hoe de verschillende taken, gericht op prijsstabiliteit, banktoezicht en financiële stabiliteit, georganiseerd zijn én de specifieke verstoringen waar een land mee te kampen heeft (Bayoumi et al., 2014). Zo kan het banktoezicht deels op afstand worden geplaatst van het monetaire beleid, ook al vinden beide binnen hetzelfde instituut plaats. Binnen DNB is dit vormgegeven door niet de President, maar een ander directielid (de ‘voorzitter toezicht’) te benoemen als primair extern aanspreekpunt voor onderwerpen die betrekking hebben op de toezichtstaken. Binnen het *Single Supervisory Mechanism* is een aparte Raad van Toezicht (*Supervisory Board*) gecreëerd die het banktoezicht van de ECB plant en uitvoert, voorbereidende werkzaamheden verricht en conceptbesluiten opstelt ter

⁷ Een belangrijke boodschap die de ECB in deze tijd geeft is dat zij uiteindelijk alleen maar tijd kan kopen. Deze tijd zal vervolgens door banken en overheden benut moeten worden om balansen te herstellen en structurele hervormingen door te voeren, iets wat monetair beleid zelf nooit kan bereiken. Erger nog, excessieve monetaire accommodatie maakt het makkelijk om hervormingen uit te stellen.

⁸ In de VLTRO bijvoorbeeld was de uitfasering expliciet meegenomen.

⁹ Al moet voorkomen worden dat individuele leden van de *Governing Council* hierdoor gevoeliger worden voor (nationale) politieke druk, te meer omdat de *Governors* zich moeten richten op het belang van het eurogebied als geheel.

goedkeuring door de Raad van Bestuur van de ECB. De centralebankpresidenten, die samen met de Executive Board van de ECB de Raad van Bestuur vormen, maken geen deel uit van de Supervisory Board. Deze institutionele kaders bevorderen de geloofwaardigheid van de ECB en beschermen het monetaire beleid tegen politieke invloeden.

5 Conclusie

Door de financiële crisis hebben centrale banken moeten grijpen naar grootschalig onconventionele monetaire maatregelen. Hierdoor zijn centrale banken meer dan voorheen gevoeliger voor politieke druk geworden, wat hun pre-crisis verworven onafhankelijkheid ten aanzien van hun monetaire taken onder druk heeft gezet. Dit laatste is nog eens versterkt doordat de financiële crisis tot veranderende inzichten heeft geleid over de verschillende taken van centrale banken. Het ondermijnen van de onafhankelijkheid van centrale banken is echter een gevaarlijke ontwikkeling omdat centrale banken die niet onafhankelijk zijn minder goed in staat zijn een geloofwaardig beleid gericht op het bevorderen van prijsstabiliteit te voeren. Om de pre-crisis verworven onafhankelijkheid in het post-crisis raamwerk te waarborgen is het belangrijk dat het publiek begrijpt welke taken en verantwoordelijkheden centrale banken hebben, en wat centrale banken wel én niet kunnen. Ook institutionele veranderingen kunnen een bijdrage leveren aan het waarborgen van de onafhankelijkheid van centrale banken.

Auteurs

Jolanda Peeters (e-mail: j.j.w.peeters@dnb.nl) is werkzaam als econoom bij De Nederlandsche Bank en Klaas Knot is president van De Nederlandsche Bank (DNB). Qualitate qua is hij lid van de *Governing Council* en de *General Council* van de Europese Centrale Bank, lid van de *Financial Stability Board* en *Governor* van het Internationaal Monetair Fonds.

Literatuur

- Alesina en Stella, 2010, The politics of monetary policy, NBER Working Paper 15856.
- Barro en Gordon, 1983, A positive theory and monetary policy in a natural rate model, *Journal of Political Economy*, vol. 91(4): 589-610.
- Bayoumi, Dell’Ariccia, Habermeier, Mancini-Griffoli, Valencia, 2014, Monetary policy in the new normal, IMF Staff Discussion Note, SDN/14/3.
- Blinder, 2012, Central bank independence and credibility during and after a crisis, Griswold Center for Economic Policy Studies, Working Paper 229.
- Borio, 2011, Central banking post-crisis: What compass for uncharted waters?, BIS Working Papers 353.

- Borio, 2014, Monetary policy and financial stability what role in prevention and recovery?, BIS Working Papers 440.
- Caruana, 2013, The changing nature of central bank independence, panel remarks, 14-15 October 2013.
- Cecchetti, 2013, Central bank independence – a path less clear, remarks, 14 October 2013.
- CGFS, 2010, Macprudential instruments and frameworks: a stocktaking of issues and experiences, CGFS Publications no. 38.
- Committee on International Economic Policy and reform, 2011, *Rethinking central banking*, september 2011.
- Cukierman, 1992, *Central Bank Strategy, Credibility, and Independence: Theory and evidence*, Cambridge, Mass.: The MIT Press.
- Cukierman, 2008, Central bank independence and monetary policymaking institutions – past, present and future, *European Journal of Political Economy*, vol. 24(4): 722-36.
- Goodhart (2010), The changing role of central banks, BIS Working Papers 326.
- King, 2012, Challenges for the future, remarks, 24 March 2012.
- King, 2013, Era of independent central banks is over, *Financial Times*, 10 January 2013.
- Kydland en Prescott, 1977, Rules rather than discretion, *The Journal of Political Economy*, vol. 85(3): 473-92.
- Lucas en Stokey, 1983, Optimal fiscal and monetary policy in an economy without capital, *Journal of Monetary Economics*, vol. 12: 55-93.
- Meltzer, 2009, Policy principles: Lessons from the Fed's past, in: Ciorciari en Taylor (eds.), *The road ahead for the Fed*, Hoover.
- Mishkin, 2011, How should central banks respond to asset-price bubbles? The 'lean' versus 'clean' debate after the GFC, Bulletin of Reserve Bank of Australia, vol. June.
- Orphanides, 2010, Monetary policy lessons from the crisis, CEPR Discussion Paper Series 7891.
- Plosser, 2012, Restoring central banks after the crisis, speech at the conference of the Global Interdependence Center, Bank of France, 26 March 2012.
- Shirakawa, 2013, Central banking: before, during and after the crisis, *International Journal of Central Banking*.
- Vanthoor, 2004, *De Nederlandsche Bank 1814-1998: Van Amsterdamse kredietinstelling naar Europese stelselbank*, Boom.