

Trek lessen over inflatie en rente uit de jaren zeventig

Eind jaren zeventig luidden inflatie- en rentestijgingen een maatschappelijke omwenteling in. Ook toen werden de rente en inflatie primair bepaald door een stijging van de energieprijzen en een periode van accommoderend monetair beleid. Wat kunnen we leren van toen?

IN HET KORT

- Lage rentes zetten via de inflatie van financiële waarden aan tot overmatig speculatie en een bredere misallocatie van kapitaal.
- Trage reacties van centrale banken en de tijd die verstrijkt voordat renteveranderingen effect sorteren, laten de inflatie oplopen.
- Anders dan in de jaren zeventig zijn loonstijgingen verdedigbaar, al verhogen ze de inflatie en vergroten ze de kans op een recessie.

ARTHUR VAN RIEL

Onderzoeker bij de Wetenschappelijke Raad voor het Regeeringsbeleid (WRR)

Het afgelopen jaar is de inflatie sterk opgelopen, met in haar voetspoor de verschillende rentestanden. Dit gebeurde eerder in de jaren zeventig en tachtig. Na die jaren zijn de rentes gestaag gedaald, en zijn ze door het monetaire beleid lang laag gehouden. Welke impact hebben de rentebewegingen gehad en welke lessen zijn daaruit te trekken?

CASPER DE VRIES

Hoogleraar aan de Erasmus Universiteit Rotterdam en lid van de WRR

Jaren zeventig: stagflatie

In verschillende loonrondes tijdens de jaren zestig maakten lonen onder invloed van snelle welvaarts-groei en arbeidsmarktkrapte een inhaalslag – wat de inflatie opdreef; zie kader 1. In de Verenigde Staten werd de Vietnamoorlog deels monetair gefinancierd, hetgeen door de koppeling van de gulden aan de dollar ook in Nederland tot meer inflatie leidde dan in de jaren vijftig. Het Nederlandse monetaire beleid volgde het Duitse, met als aanvankelijk gevolg vooral een stijging van de effectieve wisselkoers (tot 1979 met een derde; Szász (1981)).

Door de oliecrisis steeg vanaf 1973 de inflatie in Nederland snel, met name door het ‘haasje-over’ van de loonindexatie, en de daaraan via de koppeling gebonden uitgaven aan de zich sterk uitbreidende sociale zekerheid.

In zijn Vintaf-jaargangenmodel stelde het Centraal Planbureau vast dat de snel stijgende loonkosten leidden tot de uitstoot van arbeid, vervroegde vervanging van kapitaalgoederen op basis van de hoge energie- en arbeidskosten, en een verlies aan concurrentiekracht (Den Hartog en Tjan 1974).

Initieel reageerde De Nederlandsche Bank (DNB) op de eerste oliecrisis nog door in 1974 de beleidsrentes beperkt en in 1975 fors te verlagen. In de jaren daarna werd er wel afgeremd, maar onvoldoende om de inflatoire verwachtingen te temperen.

Dat het Nederlandse budgettaire beleid net als nu trachtte te compenseren voor de oplopende inflatie, hielp niet. Aanvankelijk tempert een oplopende inflatie de overheidsschuld via het noemer-effect (het nominale bbp neemt sterker toe) en lijkt er dus budgettaire ruimte te zijn voor ondersteuning. Maar na enige tijd gaan de uitgaven voor uitkeringen, salarissen en rentekosten meebewegen, en loopt de overheidsschuld rap op (Bankowski et al., 2023).

Daarnaast nodigde in de jaren zeventig de negatieve reële rente uit tot een toename in de schuldquote van bedrijven en huishoudens, en werden structurele aanpassingen uitgesteld (Van Zanden, 1997). Deze hogere waardering van activa door een dalende reële rente leidt bovendien tot een herverdeling van jongere en minder welvarende bezitters, naar rijkere ouderen, zo weten we nu (Fagereng et al., 2023).

Jaren tachtig: monetaire omslag

Eind jaren zeventig veranderde DNB het beleid met een serie renteverhogingen. Dit gebeurde mede om de luchtbel die op de woningmarkt was ontstaan leeg te laten lopen. De daling van de huizenprijzen was echter zo groot – in de orde van dertig procent – dat voor veel particulieren de marktwaarde van hun huis nog jaren lager lag dan de aangegane schuld. Bedrijfssluitingen waren aan de orde van de dag, en de werkloosheid reikte vanaf 1983 boven de negen procent. Die officiële cijfers vormen bovendien een onderschatting, aangezien een fors deel van degenen die onder een regeling voor uittreding of arbeidsongeschiktheid vielen in feite verborgen werklozen waren.

De verandering van monetair beleid eind jaren zeventig, had ook nog een ander gevolg: ze dwong de overheid om zich te matigen, en beëindigde zo het ‘haasje-over’ van de loonindexatie, en de daaraan via de koppeling gebonden publieke uitgaven.

Op de arbeidsmarkt volgde in de loop van de jaren tachtig een restauratie door loonmatiging. De belangrijkste invulling die werkgevers en vakbonden gaven aan het akkoord van Wassenaar was dat de werkgevers de werkweek zouden bekorten, in ruil voor het afzien van prijscompensatie of verdere looneisen – ambtenarensalarissen en het minimumloon werden in absolute zin gekort en vervolgens op het hetzelfde peil gehandhaafd. En al is er op het beeld van ‘Wassenaar’ als keerpunt wel wat af te dingen – in 1982 lag de cao-loonvoet weer boven de 7 procent, na daling van 11,4 naar 3,8 procent tussen 1971 en 1981 – de loonafremming leidde voor de sterk op internationale handel georiënteerde Nederlandse economie hoe dan ook tot een ruilvoetverbetering.

Door de aansluiting bij het Duitse monetaire beleid profiteerde Nederland later in de jaren tachtig en negentig wel van rentes die in internationaal perspectief gezien laag waren.

Opvallend aan deze periode ten aanzien van de financiële sector is dat er ondanks de monetaire turbulentie nauwelijks financiële crises waren in de langere naoorlogse periode.

Gebruik rente-instrument en schuldgroei

De belangrijkste wending in het monetaire beleid zelf – in belangrijke mate in gang gezet door de Federal Reserve onder Volcker – was het expliciete gebruik van het rente-instrument, dat later door onder meer de Europese Centrale Bank (ECB) werd overgenomen. Door de overgang naar een vast rentebeleid kwam er stabiliteit, ook al betekende dit dat in een tijd van hoge inflatie de beleidsrente hoog moest worden vastgezet.

Het eerdere geldhoeveelheidsbeleid bleek namelijk niet te werken. De rentes die volgden uit de beleidsmatig gekozen geldhoeveelheid varieerden sterk, omdat de geldvraag fluctueerde door onzekerheid over de economie. Deze renteschommelingen bleken funest voor de investeringsvraag. Als het onduidelijk is tegen welke rente toekomstige kosten en baten moeten worden verdisconteerd, dan wordt het moeilijk om de rentabiliteit van projecten te bepalen en worden die uitgesteld.

Het nieuwe monetaire beleid leidde, samen met de opmars van bancair krediet als primaire vorm van geldschepping, tot een uitzonderlijke schuldgroei (Van Riel en De Vries, 2023). De gevraagde geldhoeveelheid paste zich aan de geldende beleidsrentes aan en eerdere directe remmen op de creatie van deposito's werden niet langer gebruikt. Voorheen had DNB gebruikgemaakt van structuurregimes (beperkingen aan de functies van banken) en beperkingen aan de aard en mate van kredietverstrekking om de kredietverstrekking – en daarmee de geldgroei – in de hand te houden. Deze instrumenten behoorden in de naoorlogse periode tot de kern van het beleid, juist om renteschokken te vermijden, maar werden nu terzijde gelegd (Visser en Barendregt, 1997).

Met het loslaten van de kredietbeperkingen steeg de voorheen lage Nederlandse private schuldquote verder boven het hogere niveau dat met de 'huizenbel' van midden jaren zeventig al was bereikt (Van Riel en De Vries, 2023). De belangrijkste drijvende krachten daarbij waren de snelle verdringing van cash in het betalingsverkeer, en de fiscale renteaftrek op hypotheek. Maar ook geliberaliseerde leenvormen (zoals aflossingsvrije hypotheek), het effect van de kapitaalgedekte pensioenen op de vraag naar hypotheek (door beklemd besparingen), en de vergaande concentratie van het bankwezen, speelden daarbij een rol. Sinds de jaren negentig is de Nederlandse schuldquote gaan behoren tot de hoogste van de ontwikkelde economieën.

Vanaf de jaren negentig: gestage rentedaling

De hoge beleidsrente van de centrale banken had de inflatie begin jaren tachtig tot staan gebracht, waarna deze langzaam kon gaan dalen. In de jaren negentig en de eerste decennia van de 21e eeuw kwamen de prijzen en lonen in OESO-landen onder druk. De oorzaak hiervan was het enorme extra arbeidspotentieel, dat met de val van de muur en de toetreding van China tot de WTO op de wereldmarkten kwam (Mees, 2020). Door de lage prijzen en zeer gematigde loongroei kon de nominale rente verder dalen.

Rentedeterminanten

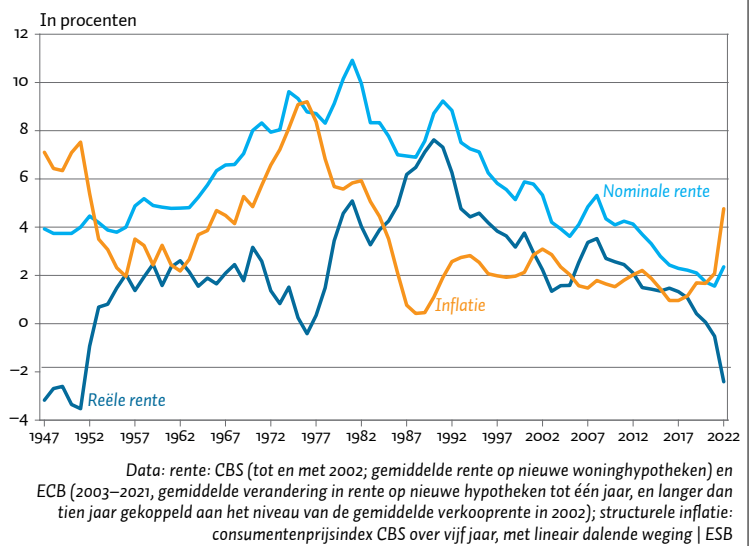
KADER 1

De nominale rente wordt bepaald door de reële groeivoet van de economie (langjarig iets onder de twee procent), en door specifieke factoren als de vergoeding voor de (verwachte) inflatie, het kredietrisico (kans dat er niet wordt terugbetaald), en de effecten van het monetaire beleid. Sinds centrale banken in de jaren tachtig voornamelijk de korte rente als beleidsinstrument zijn gaan gebruiken, wordt deze rente in belangrijke mate niet langer door de markt bepaald, maar door beleidsbeslissingen. Als er gesproken wordt over de reële rente, dan wordt deze veelal gedefinieerd als 'de nominale rente minus de verwachte inflatie'. Verder kan er een onderscheid worden gemaakt naar looptijden en emittenten;

overheid, bedrijven of hypotheeknemers. De naoorlogse geschiedenis van de Nederlandse nominale en reële rente is op basis van de markt voor woninghypotheek weergegeven in figuur 1 – samen met de structurele inflatie. Daarin is te zien dat de inflatie een belangrijke factor is bij de bepaling van de nominale rente. In veel landen speelt ook het kredietrisico een rol, maar in Nederland is het risico op staatsobligaties sinds de naoorlogse jaren zeer beperkt, en ook voor hypotheekverstrekkers met het huis als onderpand is het kredietrisico klein. Wel willen hypotheekverstrekkers gecompenseerd worden voor de verwachte geldontwaarding, zodat de hypotheekrente structureel boven de inflatievoet ligt.

Inflatie en de nominale en reële rente op woninghypotheek in Nederland, 1947–2022

FIGUUR 1



Maar een lage rente maakt krediet goedkoop, en nodigt uit tot een overmaat aan schuld. De verdere rentedaling had het effect dat er 'speculatieve bellen' konden ontstaan, met de kredietcrisis als gevolg.

De maatschappelijke impact van de kredietcrisis was enorm. Veel grote banken moesten het veld ruimen, waardoor de kredietverstrekking onder druk kwam te staan. De bedrijvigheid nam af en de werkloosheid liep sterk op. Door de plotseling gestegen rente kwamen met name de overheden met een hoge schuld in de problemen, wat mede leidde tot de eurocrisis. Na initieel gestegen overheidsuitgaven werd er snel daarna sterk bezuinigd. Dit zorgde via de bestedingen voor een tweede dip. Centrale banken brachten daarop de rente nog verder omlaag om het herstel te kunnen bevorderen.

Het probleem was echter dat de beleidsrente moeilijk nog veel verder omlaag kon. De nominale rente heeft een natuurlijke benedengrens bij nul, omdat bij negatieve waarden een vlucht uit bankdeposito's volgt. Om toch de liquiditeit en de bestedingen aan te jagen, kochten centrale banken op grote schaal obligaties op. Dit had echter weinig effect op de bestedingen, omdat een groot deel van de stimulans richting financiële activa ging.

De ECB begon bovendien pas in 2015, veel later dan de Fed, met dit opkoopbeleid. Het leidde niet tot hogere inflatie, omdat de daling van de olieprijs in 2014 (met vijftig procent) een groter negatief effect had op de prijzen en op het economisch herstel (Van Marle en De Vries, 2015). Het beleid zorgde wel voor inflatie van financiële waarden zoals huizenprijzen, maar door de internationale concurrentie en geglobaliseerde productie was er weinig ruimte voor loonstijging en voor inflatie van consumentenprijzen.

Huidige ontwikkeling en beleidsreactie

Voor consumentenprijzen exclusief energie en voeding is de inflatie in 2022 en 2023 in een vrijwel rechte lijn opgelopen van 0,6 procent per jaar in juni 2021 tot 6,7 procent in februari 2023. Sindsdien is dit cijfer vrijwel stabiel. Door de vooralsnog gedaalde energieprijzen nam de totale inflatie op jaarbasis in maart fors af (van 8,0 procent in februari naar 4,4 procent), maar ook deze ligt met 6,1 procent inmiddels weer hoger. De inflatie in het eurogebied (HCPI) is de laatste maanden wel verder afgenomen en lag in mei eveneens op 6,1 procent.

De overheid heeft geprobeerd via diverse maatregelen met name de lage inkomens te compenseren voor de inflatie. Deze steunmaatregelen gaan echter in tegen het verkrappende monetair beleid; en een ruilvoetverlies kan niet worden goedgemaakt met extra uitgaven. Net als in de jaren zeventig blijft hierdoor de inflatie langer hoog.

Net als bij de inzet van kwantitatieve verruiming, is de ECB bovendien ook met het verhogen van de rente aanzienlijk later begonnen dan de Fed. Ze moet anders dan de Fed rekening houden met het feit dat zij een lage en stabiele inflatie nastreeft namens staten met heterogene belangen én kredietrisico's. De herfinancieringsrente is sinds juli 2022 in zes stappen verhoogd, van 0,0 tot 3,5 procent. Inmiddels is de huizenmarkt wel aan het afzwakken, maar loopt de rentestijging nog altijd achter op de inflatie, waardoor de reële rente daalt. Rentebesluiten sorteren pas na ongeveer een jaar effect. Het is voor monetair beleids-makers daarmee de kunst om de rente tijdig aan te passen; in die zin hebben de monetair autoriteiten te laat en onvoldoende geanticipeerd op de wending in de kerninflatie en de doorwerking van de snel stijgende energieprijzen.

Parallellen en verschillen met jaren tachtig

We zien een aantal elementen uit de stagflatieperiode terugkeren, met name een oplopende kerninflatie en een rentebeleid dat traag reageert. En net als in de jaren zeventig is er sprake van een energiecrisis die monetair beleidsvragen op scherp zet. Bovendien lopen de overheidsbudgetten uit de hand; na de hoge uitgaven in de coronaperiode houden overheden er een stapeling van budgettaire wensen op na. In tegenstelling tot destijds is er bovendien sprake van zeer hoge schuld niveaus. Dit versmalt de ruimte voor monetair en budgettaire beleidsreacties vergaand.

Op de arbeidsmarkt is de vergelijking minder eenduidig. De jaren zeventig werden gekenmerkt door de vanaf de vroege jaren zestig ontstane krapte. Die had tot gevolg dat de geleide loonpolitiek onhoudbaar werd, de loonvoet wegliep van die in de cao's, dat er in steeds grotere mate zwart werd uitbetaald, en de werkloosheid zelfs in 1980 niet hoger

lag dan 4,5 procent – pas daarna liep deze snel op.

Ook nu is er sprake van krapte op de arbeidsmarkt – en deze heeft bovendien een structurele oorzaak: de groei van de potentiële beroepsbevolking is sinds de jaren tachtig gedaald en deze is inmiddels tot staan gekomen. Het effect daarvan op de feitelijke beroepsbevolking is lang gecompenseerd door verhoging van de arbeidsdeelname, maar daar lijkt met een participatie in de leeftijdsgroep 15 tot 65 jaar die inmiddels boven de tachtig procent ligt en met een urenkeuze die onder invloed van de welvaart naar verwachting verder zal dalen een einde aan te zijn gekomen. Daar komt bij dat als gevolg van volgehouden loonmatiging de lonen in Nederland ook in comparatieve zin achterlopen. Er is sprake geweest van een arbeidsintensieve groei die gepaard ging met lage productiviteitswinst (Van Riel en Van Zanden, 2023).

Lessen

We trekken de volgende drie lessen. Ten eerste moet de centrale bank de rente sneller kunnen laten oplopen en daar ook naar handelen, want monetair beleid heeft pas na enkele maanden een effect. Nu ijlen de rentebesluiten achter de oplopende kerninflatie aan, waardoor deze zich kan vastzetten in loon- en prijsverwachtingen. En ook al is vanuit stabiliteitsoverwegingen geredeneerd een trage reactie begrijpelijk, het feit dat deze trage reactie nodig is, is wel een mede door de centrale bank gecreëerd probleem.

Ten tweede gaan overheden er onterecht van uit dat prijsstijgingen budgettaire ruimte creëren voor inkomenssteun omdat de schuldquote aanvankelijk daalt. Als de prijsstijgingen breder doorwerken in de economie, neemt echter ook bij de overheid de budgettaire ruimte af, en bovendien wakkert inkomenssteun de inflatie aan.

En ten derde leidt ook nu structurele krapte op de arbeidsmarkt tot druk op de loonvorming. Gegeven de verschuivende factorverhoudingen valt te verwachten dat arbeid relatief beter beloond zal gaan worden. Die loontijgingen zijn verdedigbaar, maar voorkomen moet worden dat ze doorwerken in inflatoire verwachtingen.

Literatuur

- Bankowski, K., O. Bouabdallah, C. Checherita-Westphal et al. (2023) *Fiscal policy and high inflation*. ECB Economic Bulletin, 2/2023.
- Fagereng, A., M. Gomez, É. Gouin Bonenfant et al. (2023) *Asset-price redistribution*. Paper, mei. Te vinden op benjaminmoll.com.
- Hartog, H. den, en H.S. Tjan (1974) *Investerings, lonen, prijzen en arbeid-splaatsen: een jaargangenmodel met vaste coëfficiënten voor Nederland*. Centraal Planbureau Occasional Paper, 2.
- Marle, B. van, en C. de Vries (2015) *QE geen zichtbaar effect op economisch herstel in Europa*. ESB, 100(4723 & 4724), 716–719.
- Mees, H. (2020) *De rente is laag omdat China en India nu economisch meedoen*. ESB, 105(4781), 12–15.
- Riel, A. van, en C.G. de Vries (2023) *De dynamiek van naoorlogse private schuldgroei in Nederland*. TSEG – *The Low Countries Journal of Social and Economic History*, 20(2).
- Riel, A. van, en J.L. van Zanden (2023) *Complacent capitalism: Productivity growth and secular slowdown in the Dutch economy, 1982–2020*. Maddison Project Working Paper, januari. Te vinden op www.rug.nl.
- Szász, A. (1981) *Het wisselkoersdebat*. In: E. den Dunnen (red.), *Zoeklicht op beleid*. Leiden/Antwerpen: Stenfert Kroese, p. 303–323.
- Visser, H. en J. Barendregt (1997) *Towards a new maturity, 1940–1990*. In: M. 't Hart, J. Jonker en J.L. van Zanden (red.), *A financial history of the Netherlands*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Zanden, J.L. van (1997) *Een klein land in de 20e eeuw: Economische geschiedenis van Nederland 1914–1995*. Utrecht: Het Spectrum.