

Zachte landing economie na snelle rentestijging

De Nederlandse economie is verrassend weerbaar gebleken na de sterke stijging van de beleidsrente. Wat verklaart de zachte landing?

IN HET KORT

- Voor de monetaire verkrapping was de uitgangspositie van de Nederlandse economie goed.
- De middellangetermijn-inflatieverwachtingen bleven goed verankerd door het restrictieve monetaire beleid.
- De impact van de aanbodschokken ebde relatief snel weg waardoor de inflatie getemperd kon worden zonder sterke groeidaling.

JAN WILLEM VAN DEN END

Econoom bij De Nederlandsche Bank (DNB) en universitair hoofddocent aan de Vrije Universiteit Amsterdam

JOS DE GRIP

Econoom bij DNB

GERBERT HEBBINK

Econoom bij DNB

De beleidsrente van de Europese Centrale Bank is historisch snel en sterk gestegen. Na de eerste renteverhoging in juli 2022 steeg de rente in vijftien maanden tijd met 4,5 procentpunt. Na eerdere monetaire verkrappingen daalde de groei van het bruto binnenlands product (bbp) onder de trendgroei, maar nu niet. De verwachting is nu dat de economie een zachte landing (verlaging inflatie zonder veel economische schade) maakt en na een lichte technische recessie in 2023 dit jaar weer geleidelijk zal aantrekken (DNB, 2024; CPB, 2024).

In dit artikel vergelijken we de huidige monetaire verkrappingscyclus met eerdere cycli en verklaren we waarom de huidige ontwikkeling daar positief bij afsteekt.

Gunstige afruil tussen inflatie en bbp-verlies

Om de economische impact van de monetaire verkrapping te vergelijken met eerdere verkrappingsperioden kijken we naar de 'sacrifice ratio' (Gonçalves en Carvalho, 2009; Ascari en Ropele, 2012). Die ratio meet het cumulatieve bbp-verlies (afwijking van bbp-trend) dat samengaat met de vermindering van de inflatie (de disinflatie).

Figuur 1 toont de teller (bbp-verlies) en de noemer (disinflatie) van de sacrifice ratio. Hieruit blijkt dat die afruil bij de huidige monetaire verkrapping gunstiger was dan in de vijf eerdere verkrappingscycli. Het bbp bleef in 2022–2023 zelfs boven de trend (met een positieve outputgap over de hele periode) terwijl de inflatie sterk daalde.

Verankerde inflatieverwachtingen

De eerste verklaring voor de zachte landing wordt gevormd door de verankering van de inflatieverwachtingen en dat de economie oververhit was bij het begin van de monetaire verkrapping. De hogere beleidsrente zorgde in Nederland

voor een welkome afkoeling van de oververhitte economie. De oververhitting blijkt uit de outputgap, die op het moment van de eerste renteverhoging in 2022 naar schatting vier procent van het bbp was. Daarna volgde een afname, maar ook dit jaar blijft de outputgap naar verwachting nog licht positief. Bij het begin van eerdere verkrappingscycli lag de outputgap dicht bij de nul procent of was hij negatief. Een afnemende vraag door verkrappend monetair beleid leidt dan snel tot overcapaciteit bij bedrijven en oplopende werkloosheid.

Belangrijk voor de zachte landing is dat het monetaire beleid effectief is geweest om de inflatieverwachtingen op de middellange termijn goed verankerd te houden. Dat lijkt het effect van inflatie op de loongroei te hebben beperkt tot eenmalige inhaalgroei van de lonen (Bonam et al., 2024). Een kanttekening hierbij is dat de inflatie niet alleen door monetair beleid wordt gestuwd, maar ook door factoren waar de centrale bank weinig invloed op heeft. Zo is de recente inflatie-afname voor een groot deel te danken aan de flinke daling van energieprijzen na de piek in 2022.

Type schok

Het soort schokken dat de inflatie in 2022–2023 veroorzaakt, vormt de tweede verklaring voor de gunstige afruil tussen inflatie en bbp. Bij een vraagschok is de afruil relatief gunstig: door een vraagschok veranderen inflatie en groei in dezelfde richting en monetair beleid kan beide tegelijkertijd remmen. Bij een negatieve aanbodschock is de afruil daarentegen lastiger, omdat zo'n schok de inflatie verhoogt én de bbp-groei drukt. Een renteverhoging doet dan de inflatie dalen, maar zal ook de bbp-groei verder doen afnemen.

Net als vroeger liep de inflatie in 2022 sterk op door negatieve aanbodschokken: in de jaren zeventig waren het de oliecrises, en in 2021–2022 de pandemie-knelpunten en de energieprijsstijgingen door de Oekraïne-oorlog. Ook het tempo en de omvang van de huidige monetaire verkrapping zijn vergelijkbaar met de verkrappingen na de olieprijschokken in de jaren zeventig (figuur 1).

Wat anders is, en dat toont figuur 2, is dat op het hoogtepunt van de inflatiepiek in 2022 niet alleen aanbod- maar ook vraagschokken bepalend waren in het eurogebied (Ascari et al., 2023). De afruil in het monetaire beleid die de centrale bank moest maken was daardoor minder scherp.

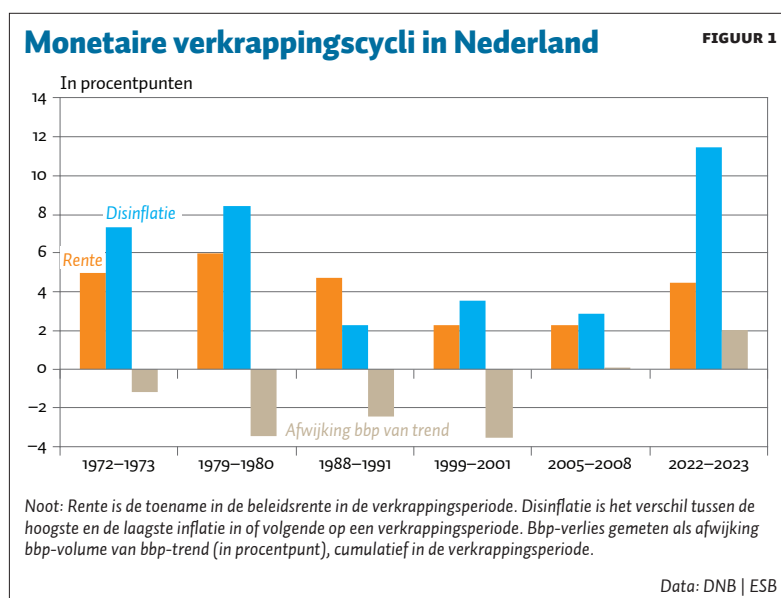
Daarbij komt dat met de daling van de energieprijzen en het herstel van toeleveringsketens de aanbodeffecten sinds 2023 zijn weggeëbd. Dat is een belangrijk verschil met de jaren zeventig, toen de olieprijs na de initiële schokken langer op een hoog niveau bleven. Tegelijk met

het wegebben van de aanbodeffecten in 2023 is de invloed van vraagfactoren dominant geworden, aangewakkerd door bestedingen van zowel huishoudens als de overheid. Deze schokdynamiek achter de inflatie droeg bij aan de gunstige afruil tussen inflatie en bbp-groei in de recente verkrappingscyclus.

Goede uitgangssituatie

Een derde verklaring voor de zachte landing is de goede uitgangssituatie van de Nederlandse economie, wat hielp om de monetaire verkrapping op te vangen. Zo bleef de ruimte voor bestedingen door huishoudens overeind, mede dankzij de lage werkloosheid (figuur 3). Ondanks de economische terugval tijdens de pandemie en de verslechterde vooruitzichten bleven werkgevers personeel aanhouden en aannemen. Niettemin daalden de reële lonen in 2022–2023, terwijl ze gemiddeld genomen stegen in eerdere verkrappingsperiodes. Huishoudens konden de reële loondaling deels opvangen met besparingen die ze in de pandemie hadden opgebouwd. Daarmee hadden huishoudens hogere financiële buffers dan in eerdere verkrappingsperiodes (figuur 3). Bovendien heeft de overheid met ondersteunende inkomensmaatregelen het koopkrachtverlies als gevolg van de reële loondaling verkleind.

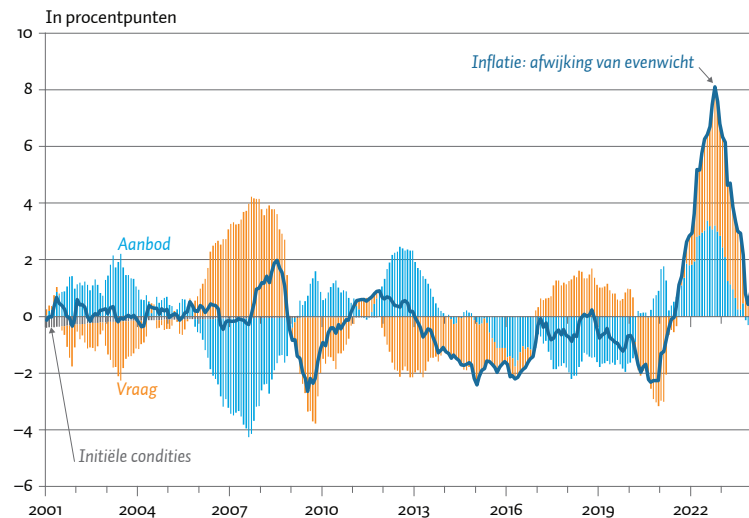
Verder zijn nominale huizenprijzen in 2022–2023 maar beperkt gedaald. Dat voorkwam een sterk negatief bestedingseffect vanuit de huizenmarkt. De reële huizen-



prijs daalde weliswaar, maar de relatief gematigde stijging van de kapitaalmarktrente (en daarmee de hypotheekrente) en de relatief lange rentevaste perioden voorkwamen financiële problemen bij huishoudens. Anders dan in voorgaande verkrappingsperiodes daalde in de recente periode de lange rente in reële termen zelfs (figuur 3). Beyer et al., (2024) laten zien dat de toename van hypotheeklasten voor

Schokken achter de inflatie in het eurogebied

FIGUUR 2



Noot: Afwijking van langetermijnevenwicht in procentpunten. Schokdecompositie op basis van een Bayesian Vector Autoregressiemodel (BVAR), waarbij de schokken zijn vastgesteld met behulp van tekenrestricties. Ascari et al. (2023) licht het BVAR model toe.

Data: DNB | ESB

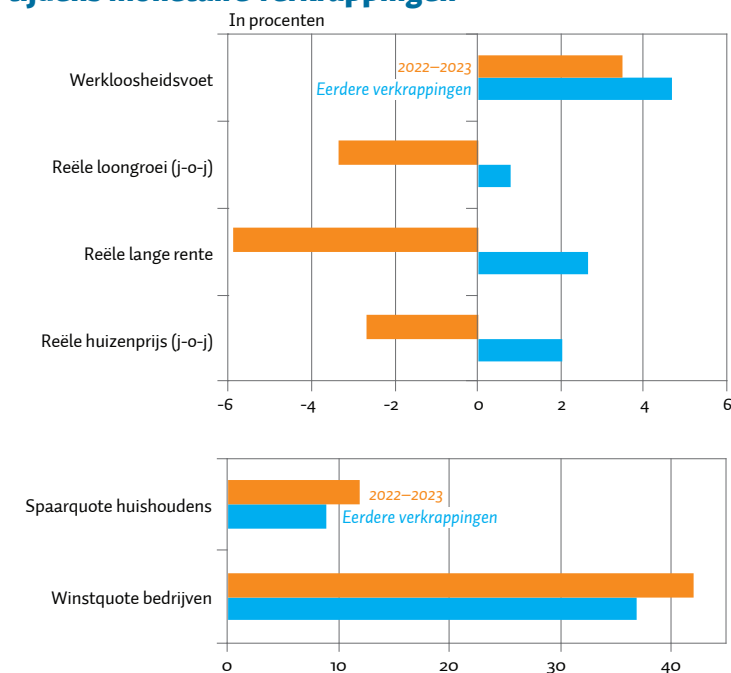
kwam ook naar voren in een historisch laag niveau van faillissementen in 2022.

Ten slotte stond de financiële sector er bij het begin van de recente verkrappingsperiode goed voor. Nederlandse banken zijn goed gekapitaliseerd en daardoor geen bron van financiële fricties. Dat is een belangrijk verschil met eerdere verkrappingsperiodes. De monetaire verkrapping van begin jaren tachtig leidde in Nederland tot een inzakkende huizenmarkt, een faillissementsgolf en problemen bij hypotheekbanken. Dit ging gepaard met een diepe recessie. Ook na de monetaire verkrapping tussen 2005 en 2008 was de daaropvolgende financiële crisis verantwoordelijk voor de diepe recessie in 2009. Deze episoden sluiten aan bij de conclusie in de economische literatuur dat de kans op een recessie het grootst is bij een financiële crisis (Sufi en Taylor, 2021).

De zachte landing van de Nederlandse economie in 2023–2024 is dan ook mede te danken aan de robuustheid van de financiële sector. Weliswaar is de kredietverlening van banken aan bedrijven teruggevallen, maar dit is eerder het gevolg van een terugloop in de kredietvraag dan in het aanbod (DNB, 2024).

Gemiddelde niveau indicatoren in Nederland tijdens monetaire verkrappingen

FIGUUR 3



Noot: Loongroei en huizenprijs zijn mutaties; de andere variabelen zijn niveaus.

Data: DNB | ESB

Nederlandse huishoudens in 2022 dan ook relatief beperkt was.

Een andere factor die heeft bijgedragen aan de zachte landing is de financiële positie van bedrijven. De winst van Nederlandse bedrijven was in 2022–2023 hoger dan gemiddeld in eerdere verkrappingsperiodes (figuur 3). Hierdoor beschikken bedrijven over ruimere interne financiering, wat ze minder afhankelijk heeft gemaakt van schokken in de macro-economische omgeving, die veelal gepaard gaan met onzekerheid in de beschikbaarheid van externe financiering. De gunstige uitgangspositie van bedrijven

Conclusie

De snelle stijging van de beleidsrente heeft de Nederlandse economie beperkt gemaakt, terwijl de inflatie sterk is gedaald. Dat is deels te danken aan de goede uitgangspositie van de Nederlandse economie. Voor een ander deel hangt de gunstige afruil tussen inflatie en groei samen met het gevoerde beleid zelf. Het restrictieve monetaire beleid, de gerichte inkomensmaatregelen van de overheid en het aangescherpte prudentiële toezicht sinds de financiële crisis in 2008 vormen vangrails voor de economie, die dit jaar naar verwachting een zachte landing maakt.

Literatuur

- Ascari, G. en T. Ropele (2012) Sacrifice ratio in a medium-scale New Keynesian model. *Journal of Money, Credit and Banking*, 44(2-3), 457–467.
- Ascari, G., P. Bonomo, M. Hoeberichts en R. Trezzi (2023) *The euro area great inflation surge*. DNB Analyse, februari.
- Beyer, R., R. Chen, C. Li et al. (2024) *Monetary policy pass-through to interest rates: Stylized facts from 30 European countries*. IMF Working Paper, WP/24/9.
- Bonam, D., G. Hebbink en B. Pruijt (2024) *Drivers of Dutch inflation during the pandemic era*. DNB Analyse, maart.
- CPB (2024) *Centraal Economisch Plan 2024*. CPB Raming, februari.
- DNB (2024) *Voorjaarsraming*. DNB, juni.
- Gonçalves, C.E.S. en A. Carvalho (2009) Inflation targeting matters: Evidence from OECD economies' sacrifice ratios. *Journal of Money, Credit and Banking*, 41(1), 233–243.
- Sufi, A. en A.M. Taylor (2021) *Financial crises: A survey*. NBER Working Paper, 29155.