

De transmissie van de monetaire-beleidsimpulsen in België

V. Périlleux

Q. Wibaut⁽¹⁾

België ondervindt, door zijn deelname aan de Europese monetaire unie, de micro-economische baten van een uitgestrekte commerciële en financiële ruimte zonder wisselkoersrisico alsook de macro-economische voordelen die worden geboden door een onafhankelijke centrale bank met als duidelijke opdracht het handhaven van de prijsstabiliteit. De eventuele kosten verbonden aan het opgeven van een autonoom monetair beleid – waarop enigszins was geanticipeerd door de overgang, in 1990, op een wisselkoersdoelstelling ten opzichte van de Duitse mark – zijn niet alleen afhankelijk van het risico dat de Belgische economie door specifieke schokken wordt getroffen maar ook van de mate waarin de reactie op de impulsen van het aangemaakte monetaire beleid atypisch dreigt te zijn.

Teneinde op deze laatste vraag enkele mogelijke antwoorden te bieden, wordt in dit artikel eerst een schematische voorstelling gegeven van het transmissieproces van de monetaire-beleidsimpulsen, waarbij hier en daar het accent wordt gelegd op specifieke eigenschappen van de Belgische economie. Daarna worden de resultaten van enkele macro-economische simulaties toegelicht.

1. Complexiteit van de transmissie van de monetaire-beleidsimpulsen

1.1 Van instrument tot doelstelling: een lange weg

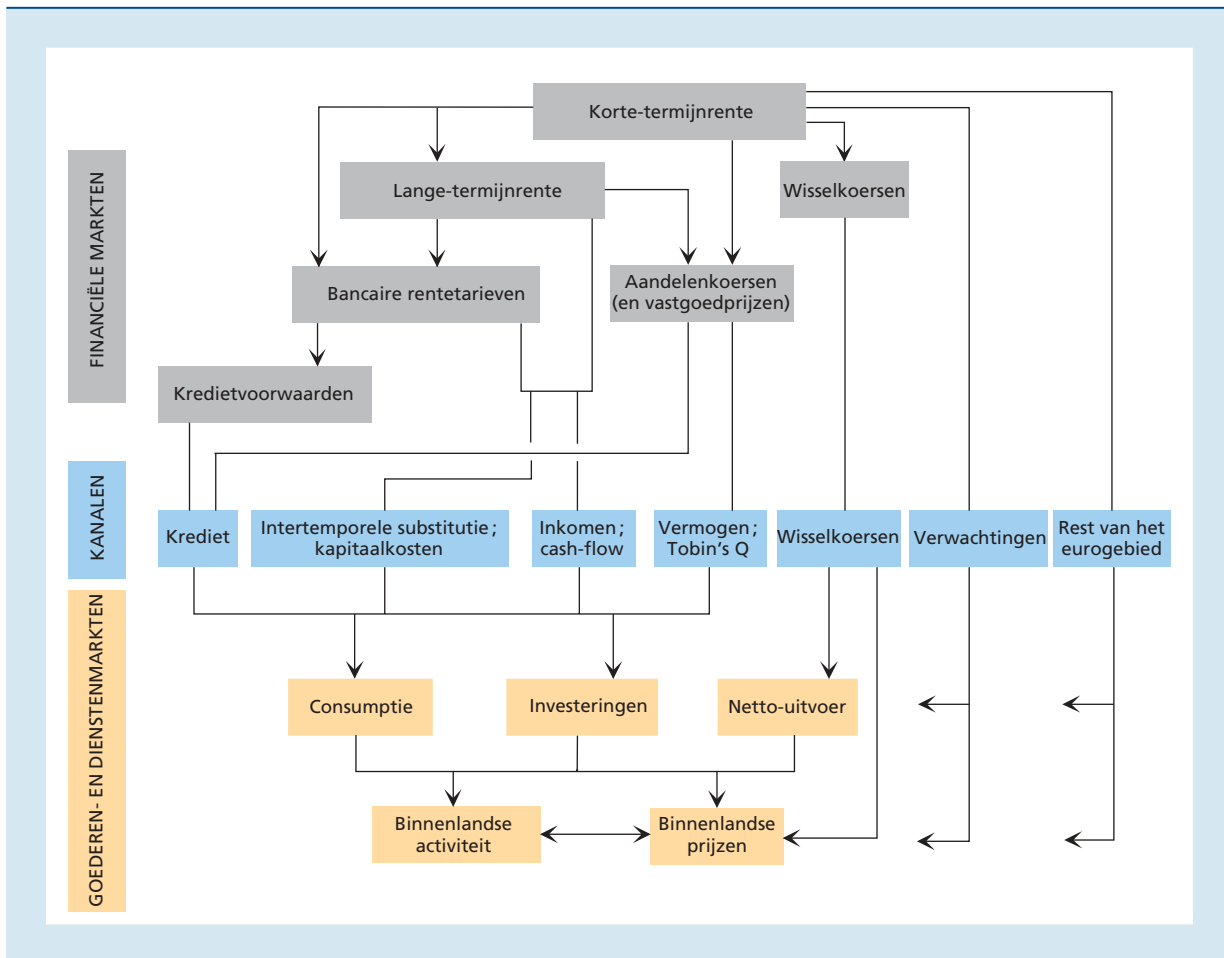
De impact van het monetaire beleid op de activiteit en de prijzen kan niet worden geanalyseerd zonder verschillende tijdshorizonten te onderscheiden. Zo zal de monetaire overheid de meest gunstige omgeving voor

een duurzame groei creëren door de prijzen op de middellange en lange termijn stabiel te houden. In dat opzicht bieden de aan het Eurosysteem toevertrouwde opdracht alsook het verdwijnen van het wisselkoersrisico binnen het eurogebied de Belgische economische subjecten de zekerheid van monetaire stabiliteit in een uitgestrekt economisch gebied.

Op de kortere termijn helpt de monetaire overheid de groei stabiliseren aangezien zij rekening houdt met het feit dat de conjunctuurschommelingen de prijzen onder opwaartse of neerwaartse druk plaatsen. Het streven naar een stabilisering van de activiteit verklaart ook waarom de doelstelling van prijsstabiliteit een middellange-termijndoelstelling is; dat maakt immers een geleidelijke reactie op bepaalde prijsschokken mogelijk. Dit streven mag echter niet worden verdrongen door de wil om de activiteit te stimuleren ten koste van de prijsstabiliteit, wat de inflatieverwachtingen zou aanwakkeren.

De centrale bank tracht haar doelstellingen te bereiken door te reageren op de verschillende schokken die de economie treffen. Zo kan de vraag worden opgedreven door een « financiële uitbundigheid », door forse loonsverhogingen, door een laxistisch begrotingsbeleid, door een krachtige expansie in het buitenland... Indien dergelijke schokken inflatoire spanningen teweegbrengen, kan de centrale bank ertoe worden genoopt de economische expansie af te remmen ter vrijwaring van een omgeving die bevorderlijk is voor de groei op de langere termijn. Het aanbod

(1) De auteurs danken K. Burggraeve en Ph. Jeanfils voor hun macro-economische simulaties en voor hun commentaar.



(1) Dit schema is een vereenvoudigde voorstelling van het geheel van de wisselwerkingen tussen de verschillende variabelen en geeft enkel de belangrijkste relaties aan die een monetaire-beleidsimpuls doorloopt vooraleer in te werken op de goederen- en dienstenmarkten.

daarentegen kan worden vergroot door toegenomen productiviteitswinsten. In voorkomend geval is het niet uitgesloten dat het monetaire beleid moet worden versoepeld om de aanpassing van de vraag te vergemakkelijken. Een prijsstijging voor aardolie is een problematischer schok omdat zij de activiteit drukt en de prijzen doet stijgen. De centrale bank zal er dienen over te waken dat een dergelijke schok geen inflatoire ontsporing teweegbrengt.

Doordat de Belgische economie sterk verweven is met de Europese structuur evolueert zij zeer gelijklopend met die van het eurogebied. Tijdens de afgelopen decennia is zij weinig getroffen door «asymmetrische schokken» en heeft zij nauwelijks asymmetrisch gereageerd op gemeenschappelijke schokken. Samen met Frankrijk, Duitsland, Nederland en Oostenrijk behoort België tot de landen waar de ontwikkelingen in het vlak van activiteit en prijzen tijdens de periode 1993-2000 het nauwst aansloten bij het gemiddelde van het eurogebied ⁽¹⁾.

Monetaire-beleidsimpulsen zijn specifieke schokken (of antischokken) die de activiteit en de prijzen slechts op indirecte wijze beïnvloeden. De centrale bank heeft immers enkel op de zeer korte geldmarktrentes rechtstreeks vat. Deze laatste rentetarieven beïnvloeden andere financiële variabelen die op hun beurt medebepalend zijn voor het gedrag op de goederen- en dienstenmarkten en op de arbeidsmarkt, waar de kosten en prijzen worden gevormd (grafiek 1). Doorheen dit hele transmissieproces, spelen de verwachtingen van de economische subjecten – zowel de financiële-marktdeelnemers als zij die inzonderheid verantwoordelijk zijn voor de loon- en prijsvorming – een fundamentele rol.

(1) Zie S. Ide en Ph. Moës (2003).

1.2 De invloed op de financiële variabelen

Reeds tijdens de eerste fasen van het transmissieproces van de monetaire-beleidsimpulsen spelen de verwachtingen een rol. Een zelfde verhoging van de zeer korte rente sorteert immers sterk uiteenlopende effecten op de rendementscurve, afhankelijk van de wijze waarop zij wordt gepercipieerd. Indien op die verhoging is geanticipeerd, beïnvloedt zij nauwelijks de rentetarieven op langere termijn. Indien er niet op is geanticipeerd en zij als duurzaam wordt beschouwd omdat zij bijvoorbeeld gunstiger groei-perspectieven doet vermoeden, dan kan zij de hele curve omhoogtillen. Als zij de anti-inflatoire geloofwaardigheid van de centrale bank in de hand werkt, kan zij daarentegen een daling van de lange rentes teweegbrengen.

De lange-termijnrentes in het eurogebied zijn trouwens niet alleen afhankelijk van het monetaire beleid van het Eurosysteem en van de verwachte koers die dat beleid in de toekomst zal varen; ook andere factoren kunnen een rol spelen. Zo worden zij rechtstreeks beïnvloed door de lange-termijnrentes in de Verenigde Staten, een fenomeen dat zeer markant was ten tijde van de bruuske renteverhogingen op de internationale obligatiemarkten in 1994.

Wat de wisselkoersen betreft, spelen bij de totstandkoming van de verwachtingen zodanig veel factoren mee dat de normale reactie op een verhoging van de korte rente, met andere woorden, ervan uitgaande dat de rentetarieven in het buitenland ongewijzigd blijven, een appreciatie van de valuta waarin de beleggingen renderender zijn geworden, niet steeds tot uiting komt. Daarom is het van belang dat in iedere empirische evaluatie-oefening van de monetaire-beleids effecten het wisselkoerskanaal kan worden onderscheiden.

De rentetarieven op de geld- en obligatiemarkten bepalen op hun beurt de door de banken toegepaste debet- en creditrentetarieven. Een volgend artikel zal worden gewijd aan de vorming van de bancaire rentetarieven in België. De wijzigingen in de monetaire-beleidskoers kunnen ook een impact hebben op de andere voorwaarden voor de bancaire kredietverstrekking. Zo is het niet denkbeeldig dat een renteverhoging die, bij overigens gelijkblijvende omstandigheden, de financiële situatie van de kredietnemers kan aantasten, de banken ertoe aanzet hun kredietverlening te rantsoeneren voor zover zij vrezen dat hogere rentetarieven hun risico's al te zeer zouden vergroten (« adverse selection »).

Als gevolg van een verkrapping van het monetaire beleid, wordt de groei van de geldhoeveelheid afgeremd door de vertraging in de kredietverlening en door de verhoogde aantrekkingskracht van de beleggingen in effecten.

Ten slotte leidt een renteverhoging normaliter tot een daling van de activaprijzen, die de geactualiseerde waarde zijn van toekomstige ontvangsten, zoals de koersen van de bestaande aandelen en obligaties alsook de vastgoedprijzen.

1.3 De kanalen waarlangs de financiële variabelen de reële variabelen beïnvloeden

Een renteverhoging door de centrale bank⁽¹⁾ kan de variabelen van de zogeheten reële economie via verschillende kanalen beïnvloeden. Het meest traditionele kanaal is dat van de intertemporele keuzes: de economische subjecten gaan reële activa vervangen door financiële activa omdat deze laatste meer renderend zijn geworden, of nog, ze gaan minder schulden aan en stellen dus hun consumptie- en investeringensuitgaven uit. Meestal geldt de term substitutiekanaal in het geval van de consument en kapitaalkostenkanaal in het geval van de onderneming. De uitgaven voor duurzame consumptiegoederen, voor gebouwen, voor uitrustingen en voorraden worden het sterkst door die effecten beïnvloed omdat ze gemakkelijker kunnen worden uitgesteld.

Een renteverhoging verzwakt voorts de rentelasten van de debiteuren en verhoogt het inkomen van de crediteuren. Hoe korter de looptijd van de uitstaande kredieten, hoe sneller die inkomenseffecten zich doen gevoelen. In dat verband blijkt dat in België, net als in de meeste andere landen van het eurogebied, de financiering op de middellange en lange termijn het leeuwendeel uitmaakt, vooral wat het hypothecaire krediet betreft⁽²⁾. De vraag naar goederen en diensten zal worden beïnvloed voor zover de consumptieneiging uit het lopende inkomen van beide categorieën verschilt. Het inkomenseffect is doorgaans positief voor de gezinnen in hun geheel beschouwd en negatief voor de ondernemingen, die hun cash-flow krappert zien worden (zie verderop), en voor de overheid.

De door een renteverhoging teweeggebrachte waardevermindering van het vermogen sorteert daarentegen een negatief vermogenseffect op de consumptie van de gezinnen, voor zover zij als vrij permanent wordt beschouwd. De omvang van de vermogenseffecten wordt door tal van factoren bepaald. In België lijken die effecten, net als in de meeste landen van het eurogebied, relatief beperkt, met name ten opzichte van de Verenigde Staten⁽³⁾. Het valt echter niet uit te sluiten dat het is vergroot, gelet op

(1) De impact van een renteverlaging kan als symmetrisch worden beschouwd.

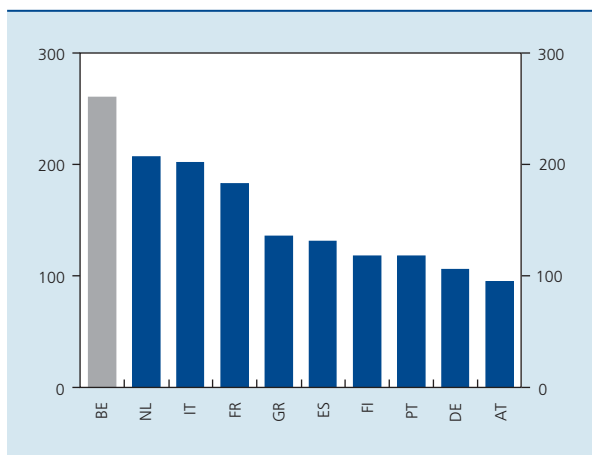
(2) Voor de woningmarkt, zie V. Baugnet, D. Cornille en M. Druant (2003).

(3) Cf. B. Eugène, Ph. Jeanfils en B. Robert (2003).

GRAFIEK 2

NETTO FINANCIËLE ACTIVA VAN DE GEZINNEN IN DE LANDEN VAN HET EUROGEBIED⁽¹⁾

(ultimo 2000, procenten bbp)



Bron : Report on Financial Structures, ECB, 2002.

(1) Er zijn geen gegevens beschikbaar voor Ierland en Luxemburg.

de toename van het aandelenbezit, in het bijzonder via instellingen voor collectieve belegging.

België valt weliswaar op door de omvang van het netto financiële vermogen van de gezinnen, dat deels de tegenhanger is van het niveau van de overheidsschuld (grafiek 2). Dat vermogen bestaat echter voor een groot deel uit niet-genoteerde aandelen – die misschien volledig dan in andere landen het geval is, worden geregistreerd – en, wat de omvang van de overheidsschuld betreft, wordt het verschil ten opzichte van het gemiddelde van het eurogebied kleiner.

De door een verkrapping van het monetaire beleid veroorzaakte daling van de aandelenkoersen kan ook een rem zetten op de investeringen omdat zij de emissie van aandelen ontmoedigt. De verhouding tussen de beurskapitalisatie en de vervangingswaarde van de kapitaalvoorraad, de zogeheten «Tobin's q», beïnvloedt de keuze tussen overname van bestaande vennootschappen en investeringen. Dit effect is in het eurogebied wellicht eveneens minder uitgesproken dan in de Verenigde Staten.

Het negatieve effect dat een renteverhoging op de binnenlandse vraag sorteert, kan nog worden versterkt door het bestaan van een kredietkanaal. Dat heeft te maken met het feit dat de financiële markten, vanwege asymmetrische informatie, niet perfect functioneren. Een verkrapping van het monetaire beleid kan immers, behalve een stijging van het algemene rentepeil, ook een verhoging van de premie voor externe financiering teweegbrengen,

en zelfs een rantsoenering van het krediet, omdat het probleem van de asymmetrische informatie er nog door wordt verscherpt. Enerzijds zullen de minst liquide en minst solvabele banken de afbrokkeling van de deposito's niet kunnen compenseren door uitgiften van effecten en zullen zij hun kredietverstrekking moeten beperken (kanaal van het bankkrediet). Anderzijds zullen de banken een voorzichtiger houding aannemen als gevolg van de verslechterde balanspositie van de bedrijven en de waardedaling van de waarborgen die de kredietnemers kunnen bieden (balanskanaal). Zo treedt het verschijnsel van de financiële accelerator op.

Er wordt vaak van uitgegaan dat het bestaan van een «cash-flow»-effect op de bedrijfsinvesteringen getuigt van het bestaan van een balanskanaal, aangezien het op liquiditeitsbeperkingen wijst. Recentelijk heeft de analyse van een ruim staal van Belgische vennootschappen aangetoond dat een dergelijk effect inderdaad merkbaar was in de verwerkende nijverheid en in de bouw, vooral in de sterk kapitaalintensieve branches en in de kleine ondernemingen⁽¹⁾.

Macro-economisch beschouwd, blijken de Belgische ondernemingen echter vrij weinig afhankelijk te zijn van door ingezeten banken verstrekte kredieten. Dat komt voor een deel omdat zij voor hun financiering een ruimer beroep doen op buitenlandse verbonden ondernemingen.

In tegenstelling tot de andere kanalen, sorteert het wisselkoerskanaal een rechtstreeks effect op de binnenlandse prijzen: een waardevermeerdering van de munt drukt de invoerkosten, wat min of meer snel tot uiting komt in de consumptieprijzen. Bovendien heeft de appreciatie een negatieve impact op de vraag naar producten van ondernemingen die behoren tot de niet-beschutte sector, die zijn concurrentiepositie ziet verslechteren, zodat zij een daling van de netto-uitvoer veroorzaakt. Dat effect wordt getemperd door de stijging van de koopkracht van de gezinnen, waardoor deze laatste meer gaan consumeren.

Door de invoering van de euro is het wisselkoerskanaal grondig gewijzigd aangezien de wisselkoersen voortaan alleen nog schommelen ten opzichte van de valuta's die niet tot het eurogebied behoren. Voorheen zorgden forse schommelingen van die wisselkoersen vaak voor spanningen tussen de valuta's van het Europees wisselkoersmechanisme, vooral in geval van een zwakke dollar. Bovendien werden de wisselkoerswijzigingen als gevolg van de herschikkingen binnen dat mechanisme wellicht als van meer permanente aard beschouwd dan de koersschommelingen van de zwevende munten.

(1) P. Butzen, C. Fuss en Ph. Vermeulen (2001).

Het wisselkoerskanaal heeft dus aan belang ingeboet. In verhouding tot de finale vraag, onderhoudt België met de landen buiten het eurogebied evenwel een drukker handelsverkeer dan de meeste landen van het eurogebied: samen met Finland, Nederland en Luxemburg komt België ter zake op de tweede plaats, na Ierland (grafiek 3). Deze positie heeft onder meer te maken met een sterker overwicht van de invoer van halffabrikaten en kan beïnvloed zijn door een «haveneffect».

Voorts is een verkrapping van het monetaire beleid noodzakelijkerwijs een gemeenschappelijk feit voor alle landen van het eurogebied en de gevolgen ervan voor de Belgische economie hangen in hoge mate af van het effect van die verkrapping op België's handelspartners binnen het gebied. Dergelijke «spill-over»-effecten zijn bijzonder belangrijk voor de Belgische economie die, na de Luxemburgse, het meest open is inzake het handelsverkeer met de rest van het eurogebied (grafiek 3).

Deze beschrijving van de transmissiekanalen van de monetaire-beleidsimpulsen is niet exhaustief. Zo werkt de stijging van de rentelasten van de ondernemingen kostenverhogend en verkrapt aldus meestal het aanbod.

De wisselwerking tussen het totale aanbod van en de totale vraag naar goederen en diensten en de reacties op de arbeidsmarkt bepalen de omvang en het profiel van de prijs- en volume-effecten, een proces waarin de verwachtingen eveneens een belangrijke rol spelen.

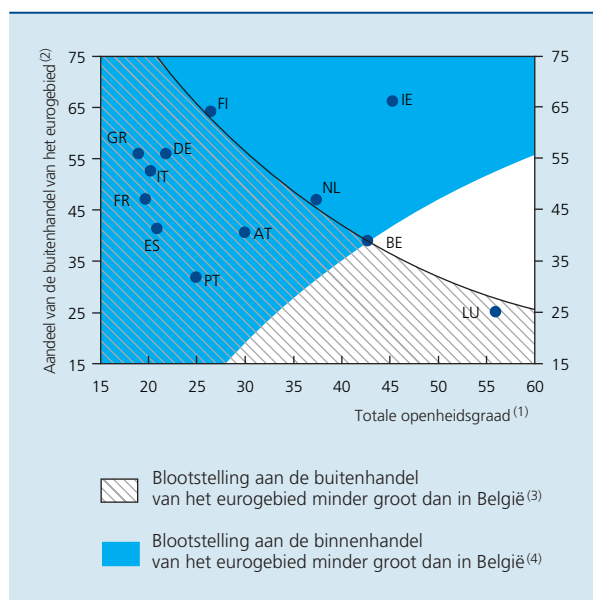
1.4 Prijs- en volume-effecten

Na een renteverhoging loopt de totale vraag, ceteris paribus, forser terug dan het aanbod, wat aanleiding geeft tot een daling van de prijzen. Bovendien kunnen deze laatste, zoals gezegd, op meer directe wijze worden beïnvloed door een appreciatie van de valuta op de valutamarkt.

De wijze waarop de impact van de daling van de vraag wordt gespreid over de activiteit resp. de prijzen hangt onder meer af van de wijze van prijszetting en loonvorming, inzonderheid van de rigiditeitsgraad en van de invloed van de verwachtingen. Een specifiek kenmerk voor België in dat opzicht is de automatische indexering van de lonen, die hun nominale rigiditeit verkleint en hun reële rigiditeit vergroot. De indexering wordt evenwel gematigd door het bestaan van een «gezondheidsindexcijfer», waaruit de prijzen voor brandstoffen, alcoholhoudende dranken en tabak zijn geweerd; bovendien moet tijdens de loononderhandelingen expliciet rekening worden gehouden met de absolute noodzaak tot vrijwaring van het concurrentievermogen.

Algemeen beschouwd, impliceren neerwaartse nominale rigiditeiten of persistente inflatieverwachtingen dat een verkrapping van het monetaire beleid de economische activiteit vrij sterk doet inkrimpen vooraleer op de prijzen het verwachte effect te sorteren, via een onderbezetting van de uitrustingen en de arbeidskrachten. In een context van inflatie moet dus, wat de groei betreft, een zeker «offer» worden gebracht om opnieuw prijsstabiliteit te bereiken. Indien de renteverhoging daarentegen de anti-inflatoire geloofwaardigheid van de centrale bank herstelt, kan het effect op de prijzen zich veel sneller doen gevoelen. Als de centrale bank een stevige geloofwaardigheid geniet, kan de prijsstabiliteit gemakkelijker worden gewaarborgd en kan het monetaire beleid op efficiëntere wijze bijdragen tot de stabilisering van de groei.

GRAFIEK 3 OPENHEIDSGRAAD VAN DE ECONOMIEËN UIT HET EUROGEBIED



Bronnen: EC, INR.

- (1) Gemiddelde van de uitvoer en invoer van goederen en diensten in procenten van de finale vraag.
- (2) Gemiddelde van de uitvoer en invoer van goederen buiten het eurogebied in procenten van het gemiddelde van de totale uitvoer en invoer van goederen.
- (3) Zone waarin het product van de totale openheidsgraad met het aandeel van de handel met landen buiten het eurogebied minder groot is dan datzelfde product voor België.
- (4) Zone waarin het product van de totale openheidsgraad met het aandeel van de handel met landen binnen het eurogebied minder groot is dan datzelfde product voor België.

2. Een simulatieoefening

2.1 De beperkingen van de oefening

De grote complexiteit van het transmissieproces van de monetaire-beleidsimpulsen, waarvan de impact onder meer afhangt van de stand van de economie en de mate van geloofwaardigheid van de centrale bank, maakt iedere kwantificering van de monetaire-beleidsimpact op de activiteit en op de prijzen uitermate moeilijk. De resultaten van ramingen die zijn gemaakt op basis van vector-autoregressie-modellen (VAR) of van structurele modellen zijn dus orden van grootte behept met onzekerheid. Zij gaan uit van een onvermijdelijke vereenvoudiging van de vele economische wisselwerkingen en zijn derhalve gevoelig voor de modelleringskeuzen. Daarenboven berusten zij noodzakelijkwijs op de in het verleden vastgestelde wetmatigheden, in voorkomend geval een verleden dat kan verschillen van de huidige situatie, aangezien de overgang op de eenheidsmunt een zeer belangrijke structurele wijziging inhield.

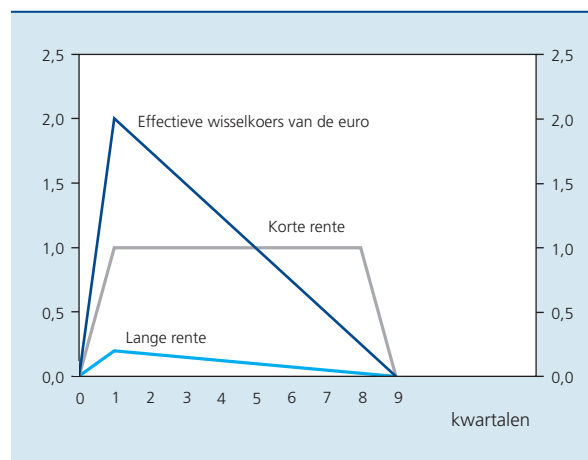
De analyses die in 2001 binnen het Eurosysteem werden verricht en waarvan de voornaamste resultaten werden samengevat in het ECB Maandbericht van oktober 2002⁽¹⁾, hebben aangetoond dat tal van modellen convergeren naar een zelfde beeld: een tijdelijke, door de centrale bank gecontroleerde renteverhoging geeft aanleiding tot een voorbijgaande activiteitsinkrimping en een tragere, doch persistentere prijsdaling. De modellen verschillen evenwel wat betreft de omvang en, vooral, het tijds patroon van die effecten.

De ramingen hieronder zijn een bijwerking van bepaalde, op dat ogenblik gemaakte simulaties. Voor het eurogebied zijn ze gebaseerd op het structurele, door het Britse National Institute for Economic and Social Research (NIESR) uitgewerkte meerlanden-model NiGEM. De resultaten van dat model zijn de in de simulatie betreffende de Belgische economie gebruikte variabelen inzake de internationale omgeving. Die simulatie is gebaseerd op het bijgewerkte structurele kwartaalmodel van de Bank⁽²⁾.

2.2 De hypothesen

De beschouwde monetaire schok is een verhoging van het leidinggevende tarief met 100 basispunten over een periode van twee jaar, gevolgd door een terugkeer naar het niveau van het basisscenario. Onder de financiële variabelen die een schakel vormen in de transmissie van de monetaire-beleidsimpulsen, zijn er twee van cruciaal belang: de lange-termijnrentes en de wisselkoersen. In de simulatieoefening werd de duur van de schok (twee jaar)

GRAFIEK 4 HYPOTHESEN INZAKE RENTETARIEVEN EN WISSELKOERSEN
(afwijkingpercentages ten opzichte van het basisniveau)



verondersteld bekend te zijn. Op basis van de hypothese van de niet-gedekte rentepariteit doet een verhoging van de korte rente met 1 procentpunt de nominale effectieve wisselkoers onmiddellijk met 2 pct. stijgen; daarna volgt, gedurende twee jaar, een gestage depreciatie tot op haar initieel niveau, zodanig dat die depreciatie het korte-renteverval ten opzichte van de rest van de wereld compenseert. Op basis van de hypothese inzake de verwachtingen, impliceert diezelfde verhoging van de korte rente bovendien een ogenblikkelijke stijging van de rentetarieven op tien jaar met 0,2 pct., gevolgd door een gestage daling gedurende twee jaar, zodat het rendement van een belegging op tien jaar gelijkwaardig blijft aan dat van opeenvolgende beleggingen op korte termijn.

Ook de impact van een renteverhoging zonder wisselkoerswijziging zal worden onderzocht, teneinde rekening te houden met het feit dat er geen zekerheid over bestaat hoe de valutamarkt zal reageren en ook om de specifieke kenmerken van het wisselkoerskanaal in het licht te stellen.

2.3 De effecten op de activiteit en de prijzen in het eurogebied

De simulaties op basis van het NiGEM-model voor het eurogebied bevestigen de algemene conclusie van de vroegere analyses, namelijk dat een verkrapping van het monetaire beleid, ceteris paribus, aanleiding geeft tot een

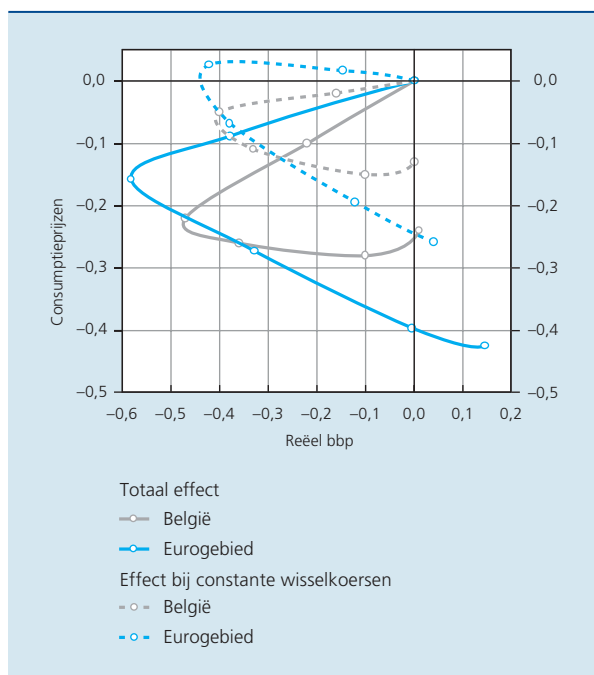
(1) Voor een ruimer overzicht, zie I. Angeloni, A. Kashyap en B. Mojon (2003).

(2) Het in 2000 gepubliceerde model – cf. Ph. Jeanfils (2000) – werd herschat over een langere periode en op basis van de nieuwe gegevens van de nationale rekeningen (ESR 1995); daarenboven werden onder meer de consumptiefunctie – cf. B. Eugène, Ph. Jeanfils en B. Robert (2003) – en de investeringsfunctie opnieuw geformuleerd.

GRAFIEK 5

EFFECTEN VAN DE MONETAIRE-BELEIDSVERKRAPPING OP HET REËLE BBP EN OP DE CONSUMTIEPRIJZEN

(afwijkingpercentages ten opzichte van het basisniveau tijdens de eerste vijf jaar; ieder punt stelt een jaar voor)



Bron: NBB.

tijdelijke inkrimping van de activiteit en een tragere, maar duurzamere, daling van de prijzen.

Als de wisselkoersen ongewijzigd worden gelaten, reageert enkel de activiteit op de renteverhoging tijdens de eerste twee jaren van de simulatie. Dat de prijzen niet onmiddellijk dalen en zelfs licht stijgen, kan te maken hebben met hun rigiditeit, met de impact van de stijging van de kapitaalkosten op het aanbod alsook met de toename van de loonkosten per eenheid product aangezien de werkgelegenheid en de lonen slechts traag reageren op de inkrimping van de activiteit. Vervolgens dalen de prijzen vanwege de mindere bezetting van de productiecapaciteit van de economie, en die beweging houdt aan tot lang na het einde van de monetaire schok, terwijl de activiteit naar haar basisniveau terugkeert.

Een reactie van de wisselkoersen op de verhoging van de rentetarieven versterkt de tijdelijke inkrimping van de activiteit, maar brengt voornamelijk een snellere en forsere daling van de prijzen teweeg. Nog vooraleer het productieniveau te beïnvloeden, heeft een wijziging van de wisselkoers immers een rechtstreekse impact op de prijzen. De daling van de invoerkosten komt deels zeer snel tot uiting in de consumptieprijzen – dat is het geval voor de invoer

van aardolieproducten of consumptiegoederen –, deels trager – meer bepaald bij de invoer van uitrustingsgoederen en halffabrikaten; in dit laatste geval beïnvloedt de daling van de prijzen het aanbod positief. Ondanks deze min of meer snelle reactie van de prijzen, wordt de economische activiteit door de appreciatie van de euro gedrukt voor zover het verlies aan concurrentiekracht de bovenhand krijgt op de verbetering van de binnenlandse koopkracht.

2.4 De effecten op de activiteit en de prijzen in België

De effecten van een monetaire-beleidsverkrapping op de activiteit en de prijzen in België blijken niet sterk te verschillen van die welke zijn geraamd voor het eurogebied. Volgens het model van de Bank, zou de tijdelijke inkrimping van de activiteit iets zwakker uitvallen en zouden de prijzen sneller dalen, ongeacht of al dan niet rekening wordt gehouden met het wisselkoerskanaal.

Onder voorbehoud van de hierboven vermelde onzekerheid, onder meer van de modelleringsverschillen, ziet het er dus naar uit dat verscheidene, in het eerste deel van dit artikel aangehaalde specifieke kenmerken van de Belgische economie, zoals het omvangrijke nettovermogen van de gezinnen of de hoge openheidsgraad ten opzichte van de landen buiten het eurogebied, geen duidelijke impact hebben op de macro-economische gevolgen van een monetaire-beleidsverkrapping. De indexering van de lonen, daarentegen, die in andere omstandigheden een handicap vormt, kan ertoe bijdragen dat de prijsdalingen zich sneller voortzetten, onder meer na een appreciatie van de euro⁽¹⁾, en kan zodoende de «offergraad» milderen, met andere woorden ervoor zorgen dat de activiteit minder sterk moet inkrimpen om de inflatie terug te dringen. Omgekeerd verzwakt de loonindexering het expansieve effect van een versoepeling van het monetaire beleid.

De openheidsgraad van de Belgische economie ten opzichte van de rest van het eurogebied, van zijn kant, speelt een belangrijke rol want de monetaire-beleids effecten zijn voor een groot deel toe te schrijven aan de repercussies van dat beleid op de economieën van de handelspartners.

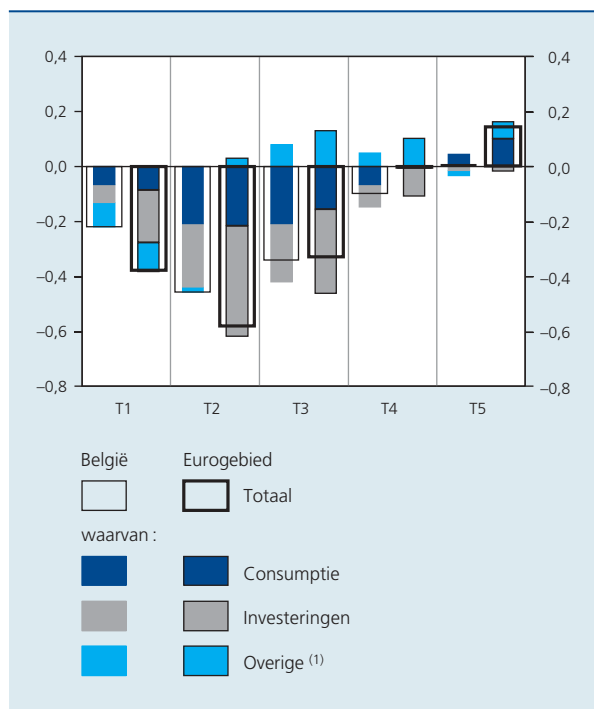
(1) De indexering van de lonen zorgt ervoor dat, ingeval de euro in waarde stijgt, het concurrentievermogen minder sterk afbrokkelt en dat een minder groot deel van de ruilvoetwinst naar de loontrekkenden gaat. De indexering gebeurt echter niet onmiddellijk en het gezondheidsindexcijfer is niet exhaustief.

2.5 De effecten op de voornaamste vraagcomponenten

Het onderzoek van de effecten van een monetaire-beleidsverkrapping – ook via het wisselkoerskanaal – op de voornaamste bestedingscomponenten tegen vaste prijzen in het eurogebied, volgens het NiGEM-model, toont aan dat de investeringen uitermate gevoelig zijn. De inkrimping van de investeringen, ten gevolge van een acceleratoreffect maar vertraagd door aanpassingslags, doet het reële bbp fors dalen dan de inkrimping van de consumptie, die nochtans een groter gewicht heeft. De appreciatie van de euro drukt de netto-uitvoer tijdens het eerste jaar, maar vervolgens verdwijnt dat effect als gevolg van de terugloop van de invoer.

Dat, volgens het model van de Bank, het reële bbp in België tijdens de eerste twee jaar minder sterk daalt dan in het eurogebied komt door de minder sterke terugloop van de investeringen, wellicht als gevolg van een – macro-economisch beschouwd – ietwat geringere afhankelijkheid van het bankkrediet, alsook door een vrij zwak acceleratoreffect.

GRAFIEK 6 EFFECT VAN DE MONETAIRE-BELEIDSVERKRAPPING OP HET REËLE BBP EN OP DE VOORNAAMSTE COMPONENTEN ERVAN
(bijdragen tot de afwijking van het reële bbp ten opzichte van het basisoniveau tijdens de eerste vijf jaar, in procentpunten)



Bron : NBB.

(1) Voornamelijk netto-uitvoer van goederen en diensten.

3. Conclusies

In het eerste deel van dit artikel is nader ingegaan op de complexiteit van de transmissie van de monetaire-beleidsimpulsen, die wordt gekenmerkt door grote, met onzekerheid behepte vertragingen en die afhankelijk is van onder meer de stand van de economie en de geloofwaardigheid van de centrale bank. Sommige specifieke kenmerken van de Belgische economie zijn ter sprake gebracht, bijvoorbeeld haar grote openheidsgraad, vooral ten opzichte van de handelspartners uit het eurogebied, de omvang van het financiële vermogen van de gezinnen, een macro-economisch beschouwd relatief geringe afhankelijkheid van het bankkrediet, of nog, de automatische indexering van de lonen.

De macro-economische simulaties in het tweede deel van het artikel hebben aangetoond dat een verkrapping van het monetaire beleid in België, net als in het eurogebied, doorgaans aanleiding geeft tot een tijdelijke inkrimping van de activiteit – waaraan in hoge mate wordt bijgedragen door de achteruitgang van de investeringen – en tot een tragere, doch persistentere daling van de prijzen. De appreciatie van de euro die normaliter uit een dergelijke monetaire-beleidschok resulteert, verscherpt het effect ervan op de activiteit maar versnelt vooral de impact ervan op de prijzen. De reactie van de Belgische economie lijkt niet noemenswaardig af te wijken van die in de rest van het eurogebied. Zij is kennelijk ietwat gematigder in volume, vanwege de minder gevoelige investeringen, en sneller wat de prijzen betreft.

Bibliografie

- I. Angeloni, A. Kashyap en B. Mojon, ed. (2003), « Monetary Policy Transmission in the Euro Area », Cambridge University Press.
- V. Baugnet, D. Cornille en M. Druant (2003), « De Belgische woningmarkt vanuit een Europees perspectief », *Economisch Tijdschrift van de NBB*, 2^e kwartaal, blz. 37-53.
- P. Butzen, C. Fuss en Ph. Vermeulen (2001), « The interest rate and credit channels in Belgium: an investigation with micro-level firm data », *NBB Working Paper*, nr. 18.
- B. Eugène, Ph. Jeanfils en B. Robert (2003), « La consommation privée en Belgique », *NBB Working Paper*, nr. 39.
- Europese Centrale Bank (2002), « Recente onderzoeksresultaten met betrekking tot de transmissie van het monetaire beleid binnen het eurogebied », *Maandbericht*, oktober, blz. 43-54.
- Europese Centrale Bank (2002), « Report on financial structures ».
- S. Ide en Ph. Möes (2003), « Scope of asymmetries in the euro area », *NBB Working Paper*, nr. 37.
- Ph. Jeanfils (2000), « A model with explicit expectations for Belgium », *NBB Working Paper*, nr. 4.