

DNB UNRESTRICTED

# Inleiding bij rondetafelgesprek over inflatie

Commissie Financiën, 6 April 2022

Klaas Knot

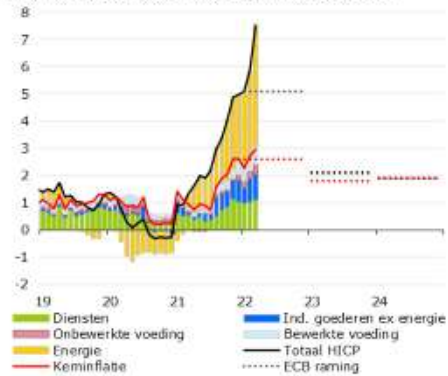
DeNederlandscheBank

EUROSYSTEEM

# Inflatie eurogebied en NL sterk gestegen

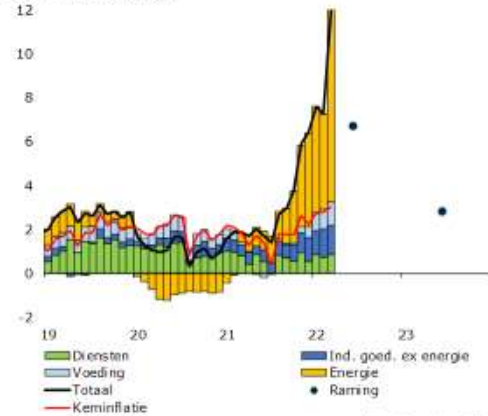
**Eurogebied inflatie en componenten**

Procentuele bijdragen resp jaarmutaties en gemiddelde jaarramingen



**Nederland inflatie en componenten**

%-punten en %-mutaties j.o.j.

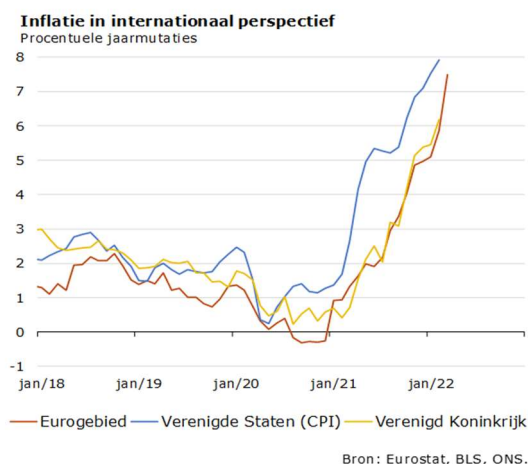


bron: Eurostat en CBS



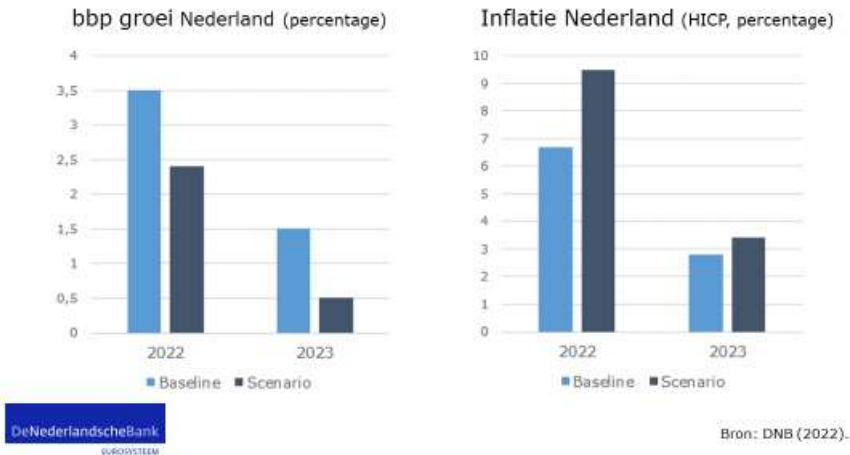
- De hoge inflatie heeft ook ons verrast en raakt de koopkracht van huishoudens en bedrijven in een toch al moeilijke periode.
- Ik focus mijn inleiding op de inflatie in het eurogebied. Voor de Nederlandse HICP-inflatie geldt in grote lijnen hetzelfde verhaal en is rechts op de slide zichtbaar. (maart 2022 EA: HICP 7,5%; kern 3,0%; energie 44,7%; NL: HICP 11,9%; kern 3,0%; energie 102,9%)
- Grootste verschil tussen EA en NL is dat de energieinflatie in NL nog sterker is gestegen (102,9% in maart). Dit komt vooral door de gasafhankelijkheid van NL. De Nederlandse energiemix bestond in 2020 voor 39% uit gas; een flink hoger aandeel dan het EU-gemiddelde van 24,5%.
- De inflatie in het eurogebied is de afgelopen maanden sterk gestegen onder invloed van hogere energieprijzen. Energieprijzen stegen in maart met 45% ten opzichte van maart vorig jaar en dragen 4,9 procentpunt bij aan de totale inflatie.
- Voor consumenten zijn brandstoffen duurder geworden en is de rekening voor gas en elektra veel hoger. Maar ook zonder energie loopt de inflatie op, zo is ook voeding recent ook duurder geworden.
- En verstoorde aanvoerlijnen zorgen nog steeds voor hogere inflatie bij industriële goederen, met name de duurzame consumptiegoederen. Producenten zien de aanbodproblemen terug in de prijzen voor energie, grondstoffen en containervervoer. De aanbodproblemen en de bijbehorende prijsstijgingen zijn in beginsel tijdelijk zolang ze geen loon-prijsspiraal op gang brengen. Wel duren de aanbodproblemen langer dan we dachten.
- Sommige prijzen waren alweer gedaald toen de oorlog in Oekraïne begon, maar zijn inmiddels weer sterk opgelopen.
- De inflatie is niet alleen hoog maar ook breed gespreid, en daarmee persistenter dan we eerder dachten. Voor 2022 verwacht de ECB 5,1%, voor 2023 2,1%. In latere jaren stabilisatie rond 2%.
- Daarbij zijn de inflatierisico's vooral opwaarts, bij een eventuele:
  - verdere stijging prijzen van energie en grondstoffen;
  - sterkere loon-prijsspiraal en mogelijke ontankering van inflatieverwachtingen;
  - stevige fiscale impuls.

## Hoge inflatie internationaal fenomeen



- De hoge inflatie is niet uniek voor Nederland en voor het eurogebied.
- Ook in de VS en het VK is de inflatie sterk opgelopen.
- De oorzaak daarvan ligt in sterk herstel van de vraag na de eerste fase van de pandemie.
- Het aanbod kon dit herstel niet bijbenen.
- Hierdoor ontstond schaarste en liepen de prijzen op.
- Omdat een groot deel van de prijsstijgingen wordt geïmporteerd, vooral via de invoer van gas en olie, is sprake van een zogenoemd ruilvoetverlies.
- In de huidige situatie wil dat zeggen dat energie-exporterende landen rijker worden, en Nederland en andere energie-importeurs armer.
- Dit staat los van het monetaire beleid en is ook niet makkelijk te compenseren.
- Toch is het niet alleen maar slecht nieuws. In de afgelopen jaren heeft Nederland juist sterk geprofiteerd van een gunstige ontwikkeling van de ruilvoet.

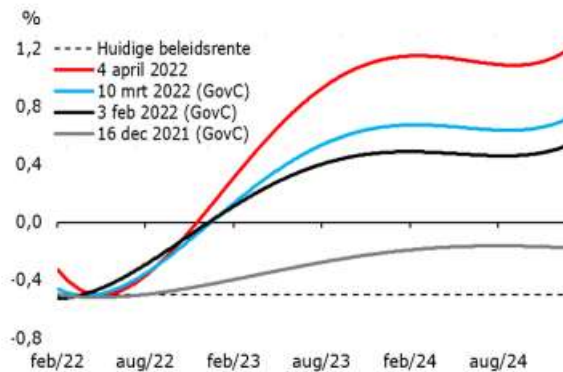
## Oekraïne-scenario voor Nederlandse economie



- DNB heeft medio maart 2022 een nieuwe raming gemaakt voor de Nederlandse economie, met ook een Oekraïne-scenario.
- Het scenario is met veel onzekerheden omgeven en er kan geen waarschijnlijkheid aan worden toegekend. Onbekend is immers hoe de oorlog zich verder ontwikkelt.
- De impact op de economie is voornamelijk toe te schrijven aan de hogere energieprijzen, zowel in het basispad als het scenario. De directe impact van de handelssancties valt mee. De afhankelijkheid van Rusland in mondiale waardeketens is relatief klein (DNB, 2022). Ook is er (tot nu toe) geen sterk negatieve invloed via financiële markten.
- In het basispad komt de economische groei in 2022 en 2023 samen ongeveer 0,2 procentpunt lager uit dan voorspeld door DNB in december. Voor de inflatie zijn de verschillen groter. In het basispad komt de inflatie uit op 6,7% en 2,8% (in 2022 en 2023). Dat was 3,0% en 2,9% in de december-raming.
- Het scenario veronderstelt dat grondstoffenprijzen in 2022 en 2023 hoog blijven. Dat zal ook de wereldhandelsgroei raken. In dat scenario valt de bbp-groei terug naar 2,4% en 0,5%. De inflatie gaat naar 9,5% en 3,4% in 2022 respectievelijk 2023.
- De bbp-groei van 2,4% in het scenario lijkt mee te vallen, maar betekent in feite dat de economie in 2022 geheel tot stilstand komt. De overloop uit 2021 is immers 2,6%-punt; vooral door de sterke herstelgroei in het vierde kwartaal.
- Een situatie zoals in de jaren '70 (stagflatie), met hoge inflatie en jaar-op-jaar krimp van het bbp, doet zich vooralsnog niet voor. De vergelijking met die periode gaat mank, mede door de andere instituties en beleidsomgeving (destijds automatische en volledige prijscompensatie; een instabiel monetair stelsel; een arbeidsinkomensquote van circa 80-82%, tegenover 75% nu).

## Financiële markten verwachten hogere rente

- Financiële markten hebben verwachtingen over de eerste rentestap aangepast
- In december werd eerste stap verwacht medio 2023
- Inmiddels verwachten markten een beleidsrente van 0% eind 2022



DeNederlandscheBank  
EUROSYSTEEM

Bron: DNB.

De oorlog is de jongste in een reeks van negatieve aanbodschokken. De schokken drukken de groei omlaag en de inflatie omhoog.

- Al geruime tijd kampt de wereldeconomie met verstoorde distributieketens.
- Ook covid-beheersmaatregelen beperk(t)en het aanbod.
- Vanaf de tweede helft van 2021 zijn de energieprijzen al sterk gestegen.
- De oorlog is ook een stagflatoire schok.

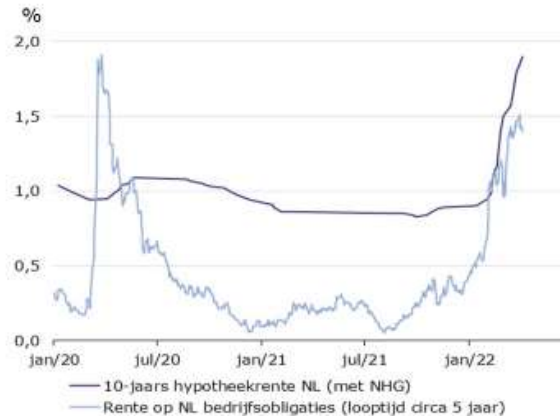
De schokken brengen centrale banken in een lastige situatie, omdat niet gelijktijdig de groei kan worden gestimuleerd én de inflatie afgeremd. De primaire doelstelling van prijsstabiliteit is leidend voor de ECB.

De gestegen inflatie in het eurogebied heeft de verwachting van marktpartijen over de eerste renteverhoging door de ECB naar voren gehaald. Terwijl eind vorig jaar nog werd verwacht dat de rente medio 2023 met 25 basispunten zou worden verhoogd, wordt inmiddels verwacht dat de ECB-depositorente eind 2022 0% zal bereiken.

- De GovC heeft in maart besloten de netto activa-aankopen in het Asset Purchase Programme (APP) sneller terug te schroeven en in het derde kwartaal (in principe) volledig te beëindigen, als nieuwe informatie de verwachting bevestigt dat de inflatie op middellange termijn niet onder de doelstelling zal uitkomen.
- Een renteverhoging zal pas enige tijd na het einde van de netto-aankopen plaatsvinden. Dit is afhankelijk van nieuwe informatie over de economie en kan, maar hoeft niet, dit jaar plaatsvinden.
- De ECB vergroot zo haar flexibiliteit om in te spelen op nieuwe informatie over de prijs- en loonontwikkeling en de macro-economische gevolgen van de oorlog in Oekraïne.

## Financieringskosten lopen op

- Rente op hypotheek en bedrijfsleningen recent gestegen
- Dit weerspiegelt de stijging van de kapitaalmarktrente



Bron: DNB op basis van Actueelrentestanden.nl en Barclays.

Financiële markten lopen vooruit op een stijging van de ECB-beleidsrente. De Nederlandse kapitaalmarktrente is dit jaar al bijna 0,9 procentpunt is gestegen. Dat vertaalt zich in oplopende financieringskosten van Nederlandse huishoudens en bedrijven.

- De gemiddelde rente op nieuwe hypotheekleningen met een 10-jaar rentevaste periode in Nederland is dit jaar ongeveer 1 procentpunt gestegen tot bijna 2% begin april.
- De gemiddelde rente op obligaties met een looptijd van circa 5 jaar, uitgegeven voor niet-financiële bedrijven, is dit jaar met circa 1,1 procentpunt gestegen.

De stijging van markttrentes reflecteert onder andere de gestegen inflatie. Marktpartijen vragen daarvoor een compensatie in de vorm van een hogere rente op hun beleggingen in staatspapier. Vooral de obligatierentes voor looptijden langer dan een jaar zijn dit jaar relatief sterk gestegen. In historisch perspectief liggen markttrentes nog altijd op een zeer laag niveau.