

Economische gevolgen van de oorlog in Oekraïne

17 maart 2022

Robert-Paul Berben, Thomas van den Berg, Wilko Bolt, Menno Broos, Jan Willem van den End, Kasper Goosen, Gerbert Hebbink, Minke van der Heijden, Íde Kearney, Dylan Pastoor, Marc Reinke, Ilona van Schaik en Guido Schotten

DeNederlandscheBank

EUROSYSTEM

Economische gevolgen van de oorlog in Oekraïne

©2022 De Nederlandsche Bank n.v.

Auteurs: Robert-Paul Berben, Thomas van den Berg, Wilko Bolt, Menno Broos, Jan Willem van den End, Gerbert Hebbink, Kasper Goosen, Minke van der Heijden, Íde Kearney, Dylan Pastoor, Marc Reinke, Ilona van Schaik en Guido Schotten. Met dank aan collega's van DNB, en in het bijzonder Peter van Els, Peter Keus en Olaf Sleijpen voor de nuttige gedachtewisseling. Alle overgebleven fouten zijn de onze.

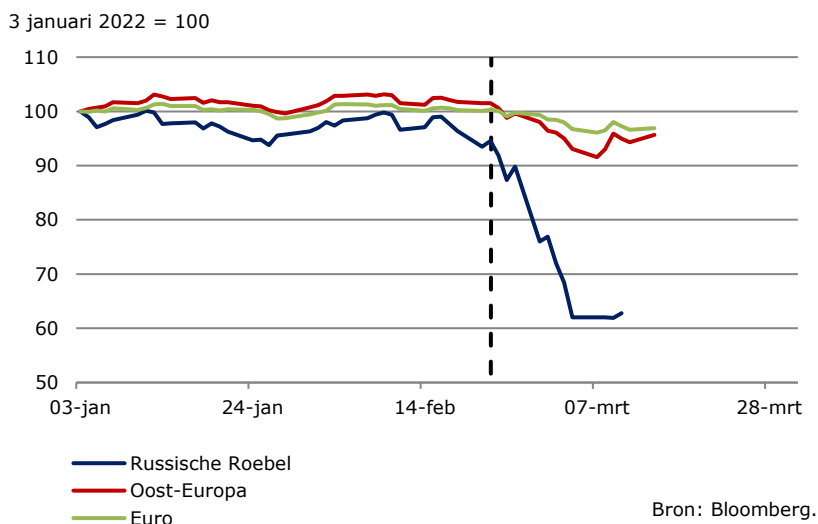
Met de serie 'DNB Analyse' beoogt De Nederlandsche Bank inzicht te verschaffen in de analyses die DNB ten behoeve van actuele beleidsvraagstukken uitvoert. De tot uitdrukking gebrachte zienswijzen zijn voor rekening van de auteurs en komen niet noodzakelijkerwijs overeen met de officiële standpunten van De Nederlandsche Bank. Niets uit deze uitgave mag worden verveelvoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van druk, fotokopie, microfilm of op welke andere wijze ook en evenmin in een retrieval system opgeslagen worden, zonder voorafgaande schriftelijke toestemming van De Nederlandsche Bank.

De Nederlandsche Bank n.v.
Postbus 98 1000 AB
Amsterdam
Internet: www.dnb.nl
Email: info@dnb.nl

1 Inleiding en belangrijkste uitkomsten

De oorlog in Oekraïne is een tragedie met groot menselijk leed en materiële schade. Nederland en veel andere Westerse landen hebben gereageerd met sancties, met grote consequenties voor de Russische economie, het financiële stelsel en de Russische munteenheid, de roebel (Figuur 1). Ook veel bedrijven hebben zelfstandig besloten om hun relatie met of activiteiten in Rusland te beëindigen. Via allerlei kanalen is de oorlog dus ook een financiële en economische schok met brede implicaties.

Figuur 1 Europese Wisselkoersen



Toelichting: Wisselkoers ten opzichte van de Amerikaanse dollar. Oost-Europa is een ongewogen gemiddelde van de Poolse, Tsjechische, Hongaarse en Roemeense munt. Stippelijntje verwijst naar de dag van de Russische invasie (24 februari 2022).

De economische gevolgen voor Nederland zijn het meest voelbaar via de energieprijzen. De opwaartse beweging van energieprijzen in de loop van 2021 werd in eerste instantie gedreven door een vraagspurt nadat coronarestricties werden versoepeld, en een daarbij achterblijvend energieaanbod. De oplopende geopolitieke spanningen en de militaire inval in Oekraïne leiden tot onzekerheid over het energieaanbod, wat zich vertaalt in scherpe verdere prijsstijgingen van olie en gas. Daarbij versterkt de geopolitieke situatie tevens (de vrees voor) knelpunten in het aanbod en transport van andere grondstoffen en goederen, die nog niet zijn hersteld van de coronarestricties. Hierdoor zijn veel producten verder in prijs gestegen, wat tot uitdrukking komt in een hoge inflatie. Al met al is het economische beeld in korte tijd sterk veranderd.

De hoge inflatie, lagere wereldhandelsgroei en toegenomen onzekerheid zullen het initieel sterke groeiherstel na de coronarecessie vertragen. In de geactualiseerde raming voor Nederland komt de groei van het bruto binnenlands product (bbp) in 2022 en 2023 samen ongeveer 0,2 procentpunt lager uit dan voorspeld in december.¹ In een alternatief scenario, waarin onder andere de hoge energieprijzen langer aanhouden, piekt de

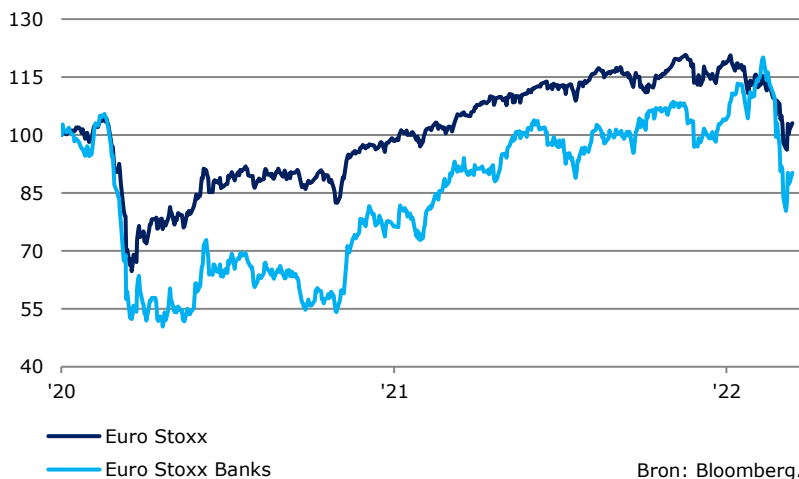
¹ Economische Ontwikkelingen en Vooruitzichten, december 2021, DNB.

inflatie in 2022 op 9,5%, met daarna een afname tot 3,4% in 2023. De economische groei in Nederland valt in dat scenario terug met gemiddeld 1,1 procentpunt per jaar in 2022 en 2023. De hoge inflatie tast het reëel beschikbaar inkomen aan van huishoudens, wat de bestedingen afremt. Bedrijven worden geconfronteerd met verder oplopende kosten van energie en grondstoffen. Hiervoor zijn met name de industrie-, transport- en agrarische sector gevoelig. Ook de risicopremies voor de financiering van bedrijven liggen in het scenario hoger. Deze factoren verminderen de investeringsmogelijkheden en remmen de bbp-groei. Het is belangrijk op te merken dat dit scenario met heel veel onzekerheden is omgeven, omdat op dit moment volstrekt onduidelijk is hoe de oorlog in Oekraïne zich verder zal ontwikkelen. Dit scenario biedt vooral een denkkader en het is niet mogelijk om aan dit scenario een mate van waarschijnlijkheid toe te kennen, gegeven alle onzekerheden.

De daling van aandelenkoersen in de eerste maanden van dit jaar is versneld sinds de Russische invasie. Vooral de aandelenkoersen van financiële instellingen zijn relatief sterk gedaald (Figuur 2). Dat hangt samen met onzekerheid over de blootstellingen op Rusland, maar ook met zorgen over de bredere economische gevolgen en de daling van de kapitaalmarktrente begin maart, waarvoor de resultaten van financiële instellingen gevoelig zijn. Zoals gebruikelijk in een periode van grote onzekerheid zoeken beleggers naar veilige havens, zoals Nederlands staatspapier.

Figuur 2 Aandelenkoersen

1 januari 2020 = 100



De directe blootstellingen van de Nederlandse financiële sector op Rusland zijn beperkt en varieerden in het vierde kwartaal van 2021 van gemiddeld 0,05% van de totale blootstellingen bij verzekeraars tot een kleine 0,4% bij pensioenfondsen. Hoewel sommige individuele banken relatief grotere blootstellingen hebben, kan de voldoende gekapitaliseerde Nederlandse bankensector eventuele tegenvallers naar verwachting goed opvangen. Naast de directe blootstellingen kunnen besmettingseffecten optreden via bredere financiële instabiliteits- en macro-economische- en cyberrisico's en heeft de sanctiehandhaving operationele gevolgen voor de financiële instellingen. Hoewel Nederlandse financiële instellingen naar verwachting de eventuele effecten hiervan ook kunnen opvangen, is dit met meer onzekerheid omgeven. Toezichthouders monitoren individuele instellingen nauwlettend en nemen met de instellingen, waar nodig, de noodzakelijke maatregelen.

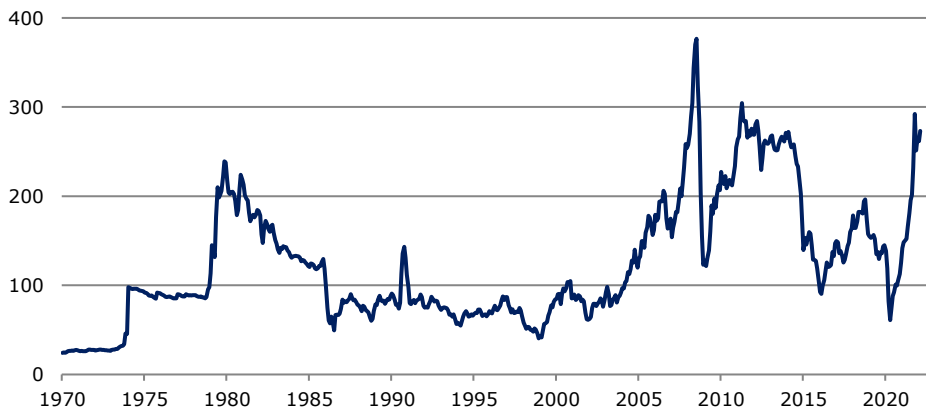
2 Schokken in de externe omgeving

2.1 Sterk gestegen energieprijzen raken de Nederlandse economie

Sinds de Russische inval in Oekraïne zijn de gas- en steenkoolprijzen meer dan verdubbeld en is ook de olieprijs flink opgelopen (Figuur 3). Deze energieprijsstijging komt bovenop de al forse prijsstijgingen van het afgelopen jaar. Tot voor kort was dit vooral toe te schrijven aan het snelle vraagherstel na de coronacrisis, waarop het aanbod onvoldoende aansloot. Sinds begin dit jaar zijn de oplopende spanningen in Oekraïne de voornaamste oorzaak van de prijsstijgingen. Afnemers van Russisch olie en gas zijn voorzichtiger geworden, belangrijke oliebedrijven trekken zich terug uit Rusland, de ingebruikstelling van een belangrijke pijpleiding (Nord Stream 2) is opgeschort en de financiering van Russische investeringen en goederen is moeilijker geworden. Daarbij hangt ook de dreiging in de lucht van een Russische rantsoenering van de leveringen en een Westerse boycot van olie- en gasimport, waartoe de Verenigde Staten (VS) en het Verenigd Koninkrijk (VK) al hebben besloten.

Figuur 3 Reëel prijsniveau van energie en grondstoffen (gewogen gemiddelde)

Maandcijfers; HWWI-index 2020 = 100; gedefleerd met inflatie Nederland



Bron: DNB.

De EU importeert in 2021 ruwweg 90% van het gasverbruik, waarbij Rusland ongeveer 45% van die invoer voor zijn rekening neemt.² De Nederlandse gasimport leunt weliswaar minder sterk op Rusland (naar schatting 15-20%), maar ook hier lopen de prijzen fors op, doordat Nederland onderdeel is van de Noordwest-Europese gasmarkt. Daarbij bestond de Nederlandse energiemix in 2020 voor 39% uit gas; een flink hoger aandeel dan het EU-gemiddelde van 24,5%.³ De olie-import van zowel de EU als Nederland is voor ongeveer een kwart afkomstig uit Rusland. De olieprijs komt tot stand op de wereldmarkt. Olie heeft met 45% een relatief groot aandeel in de Nederlandse energiemix, vergeleken met 34% in de EU. Omdat gas en olie een relatief groot deel uitmaken van de Nederlandse energiemix kan de Nederlandse economie relatief veel schade ondervinden van de hoge energieprijzen.

² Cijfers afkomstig van Europese Commissie (2022), REPowerEU: Joint European Action for more affordable, secure and sustainable energy. COM(2022) 108 final, Strasbourg.

³ Cijfers over aandelen gas en olie in energiemix afkomstig van British Petroleum (2021), Statistical Review of World Energy 2021. 70th Edition, London.

De hogere energieprijzen treffen zowel huishoudens als bedrijven. Beide hebben op korte termijn weinig mogelijkheden om het verbruik van olie en gas flink te verminderen. Voor de opwekking van elektriciteit kunnen kolencentrales weliswaar hun productie beperkt verhogen (sinds dit jaar is wel de productie gemaximeerd op 35%), maar kolenprijzen zijn sinds de Russische inval in Oekraïne met ruim 60% ook fors gestegen. Dit heeft tot gevolg dat de prijs van elektriciteit vrijwel synchroon oploopt met de gas- en olieprijs. De hoge energieprijzen leiden ook tot hogere prijzen van andere producten, vooral in de industrie, transport en agrarische sector. Die sectoren zijn relatief energie-intensief.

De macro-economische doorwerking van de hogere energieprijzen naar de binnenlandse inflatie is aanzienlijk. In februari 2022 was de inflatie in Nederland 7,3%, waarvan 4,3%-punt bestond uit energieprijzen.⁴ De gestegen energiekosten werken onder andere door in hogere prijzen voor voedingsmiddelen. Dit komt bovenop de directe inflatie-effecten van aanbodverstoringen in de voedselproductie. Paragraaf 3.2 gaat nader in op de gevolgen van een scenario waarin de energieprijzen wereldwijd op een hoog niveau blijven.

Vooralsnog is er geen rantsoenering van de levering van aardgas aan Nederland. De Europese Commissie heeft aangegeven dat de huidige gasvoorraad in de EU volstaat om deze winter door te komen, zelfs als de gaslevering uit Rusland volledig tot stilstand komt.⁵ Mocht er in de toekomst desalniettemin toch een fysiek tekort dreigen, dan zal verplichte vermindering van het gasverbruik nodig kunnen zijn. In eerste instantie is de levering van gas gegarandeerd voor huishoudens en bepaalde instellingen, zoals ziekenhuizen. Indien noodzakelijk kunnen beperkende maatregelen genomen worden, waarbij industriële grootverbruikers hun verbruik inkrimpen en uiteindelijk zelfs kunnen worden afgesloten van de levering van aardgas.

2.2 Internationale handel en waardeketens

2.2.1. Directe handelsstromen

De Nederlandse directe handelsstromen met Oekraïne en Rusland hebben een relatief geringe omvang.⁶ Slechts 1,1% van de bruto Nederlandse uitvoer gaat naar Rusland en 0,2% naar Oekraïne.⁷ Van de bruto uitvoer naar Rusland is ruim 38% wederuitvoer. Dit zijn goederen die Nederland verlaten zonder dat er significante bewerking plaatsvindt en waar Nederland relatief weinig aan verdient. De invoerzijde is iets groter; zo'n 3,5% van de bruto Nederlandse invoer komt uit Rusland en 0,4% uit Oekraïne. Hoewel deze directe handelsstromen klein zijn ten opzichte van de Nederlands economie, is Nederland voor bepaalde grondstoffen voor een relatief groot deel van het aanbod afhankelijk van Oekraïne (zoals mais en plantaardige fijne oliën) en in het bijzonder van Rusland (zoals olie, aardgas, nikkel en koper). Zo komt een kwart van de totale Nederlandse import van nikkel uit Rusland. Dit betekent dat bedrijven en consumenten die deze grondstoffen verbruiken wel degelijk problemen kunnen ervaren door een verstoring in de handelsstromen met Rusland en Oekraïne.

⁴ Dit cijfer is een overschatting van de daadwerkelijk ervaren gemiddelde inflatie, omdat het CBS bij de berekening van energieprijzen uitgaat van de prijzen bij nieuw afgesloten energiecontracten, terwijl meerjarige contracten op dit moment gemiddeld lagere tarieven kennen. Zie CBS (2022), CBS onderzoekt verfijning methode voor berekening energieprijzen.

⁵ Europese Commissie (2022), REPowerEU: Joint European Action for more affordable, secure and sustainable energy. COM(2022) 108 final, Strasbourg.

⁶ Genoemde cijfers in deze paragraaf zijn afkomstig van het CBS.

⁷ De bruto uitvoer betreft alle goederen die vanuit Nederland aan het buitenland worden geleverd. Onder uitvoer valt ook de wederuitvoer. We spreken van wederuitvoer wanneer een ingevoerd product zonder bewerking Nederland weer verlaat. De bruto invoer betreft alle goederen die vanuit het buitenland naar Nederland zijn gebracht.

2.2.2. Directe investeringen

Ook de totale waarde van Nederlandse investeringsposities in Rusland is beperkt en bedroeg in het derde kwartaal van 2021 EUR 60,2 miljard.⁸ Dit is circa 1,0% van de totale uitstaande directe investeringen gedaan door Nederlandse bedrijven. Directe investeringen door Russische bedrijven in Nederland bedroegen in het derde kwartaal van 2021 bijna EUR 25 miljard, dat is 0,5% van de totale directe investeringen in Nederland. De directe investeringen vanuit Nederland in Oekraïne zijn aanzienlijk kleiner dan investeringen in Rusland, slechts EUR 13,8 mrd (bijna 0,25% van de totale uitstaande investeringen van Nederlandse bedrijven). De directe investeringen vanuit Oekraïne in Nederland zijn bijna een factor tien kleiner dan de investeringen vanuit Rusland.

2.2.3. Mondiale waardeketens

Naast de directe handel, kan de Nederlandse handel indirect geraakt worden via verstoringen in mondiale waardeketens.⁹ Dit is o.a. afhankelijk van de verwevenheid van Nederlandse bedrijven met mondiale waardeketens waarvan Russische bedrijven deel uit maken.¹⁰ De Nederlandse export is op twee manieren afhankelijk van Rusland. Enerzijds is Rusland een (in)directe afzetmarkt voor Nederlandse toegevoegde waarde. Anderzijds zijn Nederlandse bedrijven afhankelijk van buitenlandse materialen en diensten die (in)direct via Rusland naar Nederland worden geïmporteerd en gebruikt worden voor de productie van Nederlandse exportgoederen. Daarnaast importeert Nederland ook materialen en diensten uit Rusland die door Nederlandse bedrijven worden verbruikt voor de Nederlandse consumptie.

Om dit te verduidelijken weergeeft Figuur 4 een schematische waardeketen met de drie voornaamste stromen die in dit kader door het conflict geraakt kunnen worden:

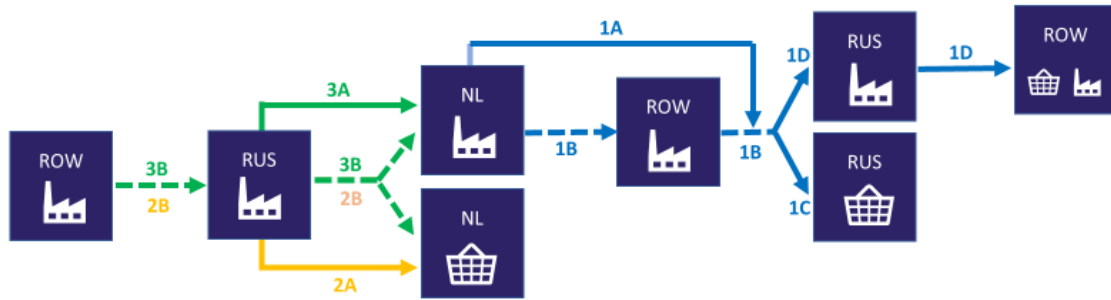
1. **Export van Nederlandse toegevoegde waarde naar Rusland:** dit is de Nederlandse toegevoegde waarde die direct (1A) of indirect (1B) wordt geëxporteerd naar Rusland en daar wordt geconsumeerd (1C) of gebruikt wordt voor de productie van exportproducten (1D).
2. **Import voor consumptie, afhankelijk van Rusland:** dit is de import van Russische toegevoegde waarde naar Nederland (2A) en buitenlandse toegevoegde waarde die via Rusland naar Nederland stroomt (2B) en in Nederland, na eventuele Nederlandse bewerking, wordt geconsumeerd. Dit betreft ook intermediair verbruik van bedrijven voor Nederlandse consumenten.
3. **Import voor export, afhankelijk van Rusland:** dit is de import van Russische toegevoegde waarde naar Nederland (3A) en buitenlandse toegevoegde waarde die via Rusland naar Nederland stroomt (3B) ten behoeve van de Nederlandse export.

⁸ Genoemde cijfers in deze paragraaf zijn afkomstig van DNB.

⁹ Binnen een mondiale waardeketen is het productieproces internationaal opgesplitst in verschillende delen. Een Nederlandse bandenfabriek importeert bijvoorbeeld rubber uit Thailand om banden te produceren die vervolgens naar Duitsland worden uitgevoerd. Hierdoor bestaat de bruto Nederlandse uitvoer in dit voorbeeld niet alleen uit Nederlandse toegevoegde waarde, maar ook uit Thaise toegevoegde waarde. Hetzelfde geldt aan de invoerkant. Het rubber dat uit Thailand wordt geïmporteerd bestaat niet alleen uit Thaise waarde, aangezien voor de productie van rubber ook buitenlandse grondstoffen nodig zijn. Hierdoor geven traditionele bruto handelscijfers een vertekend beeld van handelsafhankelijkheden tussen landen. Om afhankelijkheden binnen mondiale waardeketens te identificeren maken we in deze analyse dus gebruik van toegevoegde waardecijfers. In deze cijfers zit geen wederuitvoer.

¹⁰ Voor Oekraïne is geen input-outputtabel beschikbaar.

Figuur 4 Schematische weergave van een waardeketen

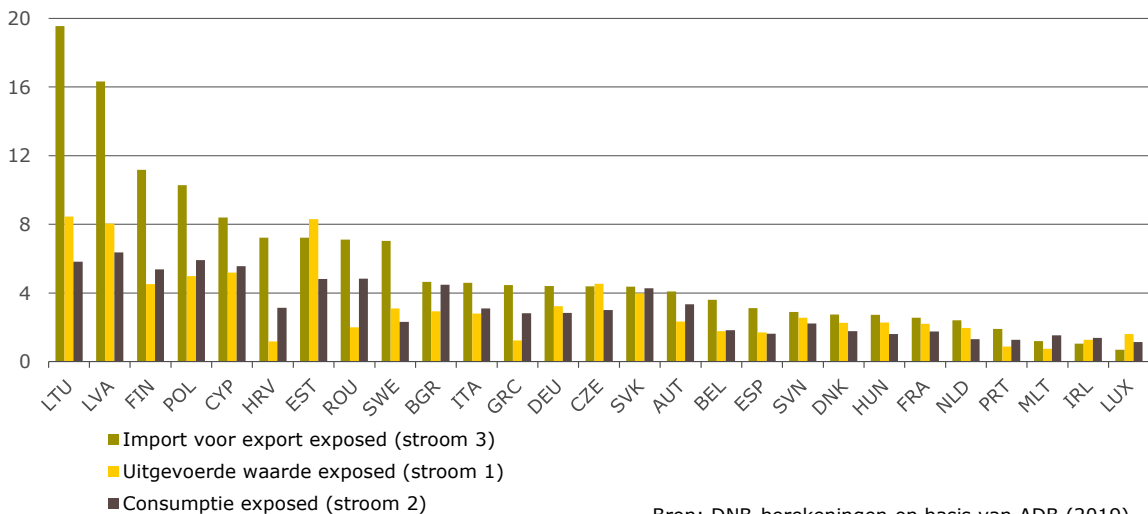


Toelichting: ROW = Rest van de wereld.

Uit berekeningen op basis van input-outputtabellen van de Asian Development Bank (voor 2019) blijkt dat bovenstaande drie stromen voor Nederland relatief klein zijn.¹¹ Van de totaal uitgevoerde Nederlandse toegevoegde waarde is 1,9% afhankelijk van Rusland (stroom 1). Aan de importkant is Nederland iets afhankelijker van Rusland, maar de percentages zijn nog steeds laag. Van de totale buitenlandse toegevoegde waarde die Nederland importeert voor binnenlands verbruik is 1,3% afhankelijk van Rusland (stroom 2). Het deel dat Nederland importeert ten behoeve van de export is wat groter; namelijk 2,4% (stroom 3). In vergelijking met andere landen is Nederland relatief minder afhankelijk van Rusland, zoals weergegeven in Figuur 5. Het zijn voornamelijk Oost-Europese landen die relatief sterk verweven zijn met Rusland binnen mondiale waardeketens. Maar ook voor landen als Duitsland en Italië liggen de percentages hoger.

Figuur 5 Handelsverwevenheden met Rusland via mondiale waardeketens

Procenten



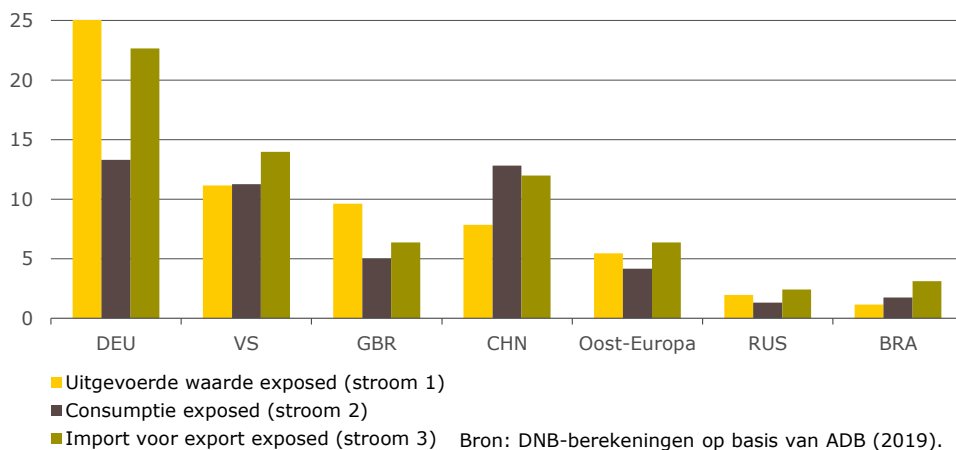
Bron: DNB-berekeningen op basis van ADB (2019).

¹¹ Berekeningen op basis van: Belotti, F., Borin, A., and Mancini, M. 2021. icio – Economic Analysis with InterCountry Input-Output tables, The Stata Journal, 2021 (21) 3 en Asian Development Bank MRIOT Database, mrio.adbx.online.

Figuur 6 laat zien dat de Nederlandse afhankelijkheid van Rusland aanzienlijk lager is dan de afhankelijkheid van Nederland van grote economieën als Duitsland en de VS. Nederland kan eventueel harder worden geraakt door de gevolgen van de oorlog in Oekraïne als negatieve *spillover* effecten optreden naar Oost-Europese landen, waardoor handelsverstoringen optreden vanuit die landen, welke vervolgens via waardeketenhandel kunnen terugkaatsen naar Nederland. Dat kan zich voordoen als bijvoorbeeld transport naar omliggende landen bemoeilijkt wordt, of wanneer bedrijven in die landen in de problemen komen door de negatieve effecten van de oorlog. Uit de data blijkt dat Nederland een stuk afhankelijker is van (Centraal-)Oost-Europa dan van Rusland.¹²

Figuur 6 Handelsafhankelijkheid Nederland van andere economieën

Procenten

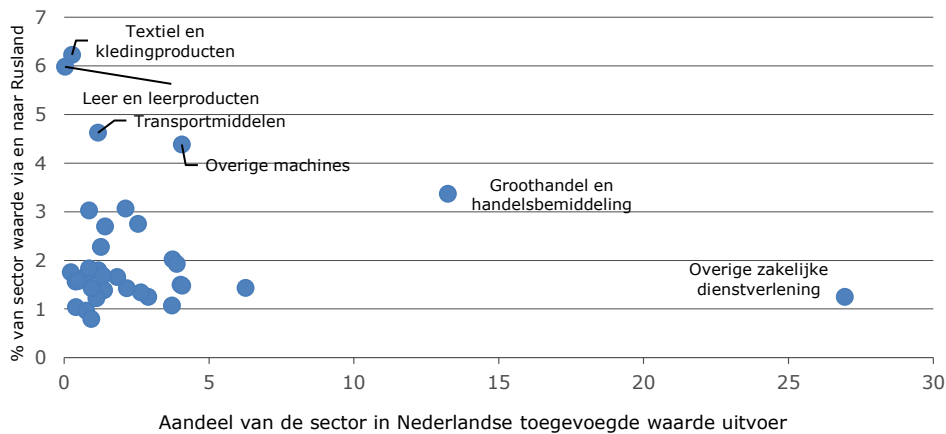


Figuur 7 toont de uitgevoerde Nederlandse toegevoegde waarde die afhankelijk is van Rusland per sector. De impact op de Nederlandse economie van verstoringen in de sectorale handel met Rusland hangt af van twee variabelen: i) het aandeel van de totale uitgevoerde toegevoegde waarde van de sector naar Rusland en ii) het aandeel van de sector in de totale Nederlandse uitgevoerde toegevoegde waarde. De meeste sectoren hebben zowel een laag aandeel in de totale uitgevoerde toegevoegde waarde van Nederland als een lage afhankelijkheid van Rusland. De sector die het meest opvalt is de 'groothandel en handelsbemiddeling' sector. Overigens gaat het hier nog steeds om kleine percentages.

¹² Centraal-Oost Europa omvat hier: Bulgarije, Tsjechië, Hongarije, Polen, Roemenië en Slowakije.

Grafiek 7 Uitgevoerde Nederlandse toegevoegde waarde via en naar Rusland per sector

Procenten



Bron: DNB-berekeningen op basis van AB (2019).

De Nederlandse handel lijkt dus zowel direct als via waardeketens beperkt vatbaar voor verstoringen in handelsstromen met Rusland. Overigens kan Nederland ook geraakt worden door verstoringen in handelsstromen met Oekraïne, maar door een gebrek aan data is moeilijk te zeggen in welke mate.

Daarnaast is de analyse over waardeketens gebaseerd op het begrip toegevoegde waarde, terwijl de activiteiten van een bedrijf of bedrijfstak afhankelijk kunnen zijn van intermediaire goederen met een kleine toegevoegde waarde. Dat wil zeggen dat een specifieke component voor de toegevoegde waarde essentieel kan zijn voor de volledige productie en een hele productielijn stilleggen. Denk bijvoorbeeld aan een fiets die in Nederland wordt geproduceerd en afhankelijk is van ventielen uit Rusland. Ondanks de relatief lage waarde van het ventiel, is het onmogelijk voor de Nederlandse fietsproducent om de fiets te verkopen zonder ventieldoppen en is in dit voorbeeld de hele productie van fietsen kwetsbaar voor deze schok.

De uiteindelijke impact hangt ook af van de weerbaarheid van bedrijven tegen dergelijke schokken. De weerbaarheid is groter als bedrijven kunnen kiezen voor andere inputmaterialen of voldoende voorraad hebben aangelegd om een schok (tijdelijk) op te vangen. In veel bedrijfstakken staan sinds de coronacrisis al waardeketens onder druk en zijn individuele bedrijven op zoek naar alternatieve leveranciers.

3. Macro-economische effecten

3.1 Geactualiseerde raming voor de Nederlandse economie

Door de oorlog in Oekraïne is de internationale economische omgeving drastisch verslechterd. De hier geactualiseerde raming voor de Nederlandse economie in de periode 2022-2023 maakt gebruik van de internationale uitgangspunten van de recente ECB-voorspelling voor het eurogebied.¹³ De nieuwe raming is gebaseerd op informatie die op 28 februari 2022 beschikbaar was.

Belangrijke veranderingen in de internationale uitgangspunten ten opzichte van de vorige raming (december 2021) zijn hogere energie- en grondstoffenprijzen, lagere groei van de voor Nederland relevante wereldhandel en hogere rentes. De energieprijzen zijn sinds het uitbreken van de oorlog fors gestegen (paragraaf 2.1). Voor de rest van dit jaar en volgend jaar gaan we voor de rentes en energieprijzen uit van marktverwachtingen (*futures*)¹⁴. De olieprijs wordt geraamd op 92,6 en 82,3 dollar per vat in 2022 en 2023 (tabel 1). Dit is respectievelijk 15,1 en 10,0 dollar hoger dan in december. Door de oorlog en de aangekondigde sancties nemen de economische groei en invoer van Rusland en andere landen fors af. Dit heeft een neerwaarts effect op de voor Nederland relevante wereldhandel, via directe handelsstromen, verstoringen in waardeketens en spillover effecten.

Deze actualisatie van de raming bevat de laatste realisatiecijfers voor de Nederlandse economie die op 28 februari 2022 beschikbaar waren. Ten opzichte van de decemberraming betekent dit dat de economische groei in het laatste kwartaal van 2021 is bijgesteld naar een waarde die aanzienlijk hoger is dan destijds werd verwacht. Alleen al hierdoor valt de geactualiseerde raming van de bbp-groei in 2022 fors hoger uit. De zogenoemde overloop uit 2021 bedraagt een ongebruikelijk hoge 2,6 procentpunten; wat betekent dat bij een stilstaande economie in 2022 alsnog een groei van 2,6% ten opzichte van 2021 zou resulteren.

Ook het budgettaire beleid uit het regeerakkoord is meegenomen. Hierdoor is bijvoorbeeld de groei van de overheidsbestedingen substantieel hoger dan in de decemberraming. Met het oplopen van de inflatie zijn ook de rentes op overheidsobligaties, en in het kielzog daarvan hypotheekrentes, de afgelopen tijd gestegen. Zowel de korte als de lange rente zijn hoger dan in de decemberraming.

De meest in het oog springende verandering in de raming is het hoge niveau van de inflatie. De HICP-inflatie in Nederland is in januari gestegen tot 7,6% en in februari iets gedaald tot 7,2%. De hoge inflatie wordt vooral gedreven door de energiecomponent, maar ook de prijsstijgingen van voeding en industriële goederen nemen toe. Naar verwachting komt de HICP-inflatie in 2022 uit op gemiddeld 6,7%, om vervolgens af te nemen tot 2,8% in 2023 (tabel 1). Deze daling hangt samen met de aanname dat olie- en gasprijzen niet verder stijgen. Ook het opwaartse prijseffect door verstoringen in waardeketens neemt naar verwachting af. Een scenario in paragraaf 3.2 schetst de mogelijke gevolgen van langer hoog blijvende energieprijzen.

¹³ [ECB, Macroeconomic projections, maart 2022](#)

¹⁴ De informatie uit *futures* is in deze raming het gemiddelde over de afsluitdag en twee voorafgaande werkdagen, in plaats van de gebruikelijke negen werkdagen, om de uitgangspunten zo actueel mogelijk te houden.

De hogere consumentenprijzen vertalen zich in een lager reëel beschikbaar inkomen voor huishoudens dan in de decemberraming. Dit heeft een drukkend effect op de particuliere consumptie. Een deel van de huishoudens zal de hogere energierekening kunnen bekostigen uit de besparingen die opgebouwd zijn tijdens de perioden van contactbeperkende maatregelen.¹⁵ Huishoudens met minder financiële buffers kunnen genoodzaakt zijn het bestedingspatroon aan te passen. De particuliere consumptie neemt in 2022 naar verwachting met 3,4% toe, vrijwel gelijk aan 2021. Ook hier is weer sprake van een groot statistisch overloopeffect: het cijfer voor 2022 is vooral het gevolg het van het herstel van de consumptie gedurende 2021. Gedurende 2022 neemt de consumptiegroei naar verwachting in kleine mate af.

De geraamde bbp-groei in 2022 en 2023 komt samen maar ongeveer 0,2%-punt lager uit dan in de decemberraming. Dit hangt samen met twee factoren. Ten eerste blijkt inmiddels dat het bbp in 2021 sterker is toegenomen dan in december bekend was, vooral door een gunstiger dan verwachte groei van de bedrijfsinvesteringen en invoer. Ten tweede is na de decemberraming het coalitieakkoord bekend gemaakt, waardoor nu de overheidsbestedingen voor 2022 en 2023 opwaarts zijn bijgesteld. Deze twee factoren compenseren voor een belangrijk deel de negatieve gevolgen voor de economische groei van de hogere energieprijzen en de lagere wereldhandelsgroei. Naar verwachting komt de werkloosheid in 2022 uit op 4,3%, en loopt verder op naar 4,6% in 2023.

¹⁵ [DNBulletin](#) "Huishoudens verwachten overgrote deel coronabesparingen niet consumptief te besteden".

Tabel 1 Geactualiseerde raming en scenario met langdurige versterking van de grondstoffenmarkt (Nederland)
Procentuele mutaties, tenzij anders vermeld

	BASELINE		SCENARIO	
	2022	2023	2022	2023
Volume bestedingen en productie				
Bruto binnenlands product	3,5	1,5	2,4	0,5
Particuliere consumptie	3,4	0,7	2,1	-0,8
Overheidsbestedingen	4,9	2,9	4,9	2,9
Bedrijfsinvesteringen	1,3	3,9	0,0	1,7
Woninginvesteringen	0,8	-0,4	-0,4	-2,8
Uitvoer goederen en diensten	4,5	3,8	2,2	1,5
Invoer goederen en diensten	4,5	4,4	2,3	1,9
Lonen en prijzen				
HICP	6,7	2,8	9,5	3,4
HICP energie	41,3	7,1	59,9	8,5
Arbeidsmarkt				
Werkgelegenheid (personen, groei)	1,1	-0,1	0,9	-1,0
Arbeidsaanbod (personen, groei)	1,2	0,3	1,2	0,1
Werkloosheid (% beroepsbevolking)	4,3	4,6	4,4	5,4
Collectieve sector				
EMU-saldo (% bbp)	-2,9	-2,6	-3,1	-3,3
Internationale uitgangspunten				
Volume relevante wereldhandel	4,5	4,8	1,5	2,2
Korte rente eurogebied (%)	-0,4	0,3	-0,2	0,7
Lange rente Nederland (%)	0,4	0,5	0,5	0,7
Eurokoers (USD)	1,12	1,12	1,11	1,11
Olieprijs (UK Brent in USD per vat)	92,6	82,3	117,7	107,8

Bron: DNB en ECB.

3.2 Langdurige versterking van de grondstoffenmarkt: een alternatief scenario

Rondom de geactualiseerde raming voor Nederland bevinden zich grote onzekerheden.¹⁶ De bredere economische impact van de oorlog in Oekraïne is daarvan de voornaamste. In de raming is uitgegaan van de verwachting dat de sterk gestegen energie- en grondstofprijzen de komende tijd terugkeren naar normalere niveaus. Het is echter niet uitgesloten dat de markten voor energie en grondstoffen zodanig zijn verstoord dat wereldwijd de prijzen langer hoog blijven, met een drukkend effect op de internationale economische activiteit. Bovendien zou een

¹⁶ Hoewel de economische impact van de Covid-19-pandemie en bijbehorende contactbeperkende maatregelen sterk is afgenomen, blijft er een risico dat nieuwe varianten het herstel belemmeren.

verder escalerend en langdurig conflict gepaard kunnen gaan met oplopende financiële onzekerheid en afnemend vertrouwen.¹⁷

De negatieve invloed op de Nederlandse economie van het Rusland-Oekraïne conflict kan bijvoorbeeld toenemen als door sancties en tegensancties een negatieve economische dynamiek wordt veroorzaakt. Door sanctiemaatregelen en onzekerheid over de beschikbaarheid van olie en gas uit Rusland lopen in dit scenario wereldwijd de energieprijzen verder op. Door de afgenomen aanvoer van Russisch gas zijn afnemers in Europa en de VS in toenemende mate genoodzaakt om alternatieve, maar duurdere aanvoerkanalen van olie en aardgas aan te boren. In dit alternatieve scenario wordt verondersteld dat de olieprijzen gedurende 2022 en 2023 25 dollar per vat hoger liggen dan in de raming; voor aardgas is een additionele prijsstijging met 100% aangenomen.¹⁸

Aangezien Oekraïne en Rusland belangrijke grondstoffenproducenten zijn, is het aannemelijk dat andere grondstoffenprijzen (zoals van agrarische goederen en metalen) eveneens langdurig op een hoger niveau komen te liggen. Hiervoor is een 10% hoger prijsniveau gedurende 2022 en 2023 verondersteld.¹⁹ Bovendien is het niet ondenkbaar dat verdere escalatie van het conflict tot toenemende turbulentie op financiële markten leidt. Aangenomen is daarom dat risicopremies in Europa en de VS oplopen met 100 basispunten en in Rusland met 400 basispunten.²⁰ Dit gaat gepaard met verder dalende aandelenkoersen en afnemend producenten- en consumentenvertrouwen.²¹ We nemen aan dat de monetaire autoriteiten in de VS en Europa reageren op de stijgende consumentenprijzen met een renteverhoging volgens een standaard reactiefunctie, de zogenoemde Taylor-regel.²²

Gezien de sterke afhankelijkheid van Russische energieproducten, ondervindt de Europese economie flinke schade van de verminderde energie-invoer. Doordat energie en grondstoffen op de wereldmarkt fors duurder worden, nemen wereldwijd zowel de in- als uitvoerprijzen toe. Hogere binnenlandse prijzen en oplopende productie- en kapitaalkosten drukken de bestedingen van gezinnen en bedrijven, en daarmee de mondiale economische groei. De voor Nederland relevante wereldhandelsgroei neemt daardoor af en ligt in 2022 en 2023 in het scenario gemiddeld 2,8 procentpunten lager dan in de raming (tabel 1).

Deze teruggang van de relevante wereldhandelsgroei leidt tot een lager uitvoervolumegroei van Nederlandse goederen en diensten. De hogere energie- en grondstofprijzen stuwden de binnenlandse prijzen op, waardoor de inflatie piekt op 9,5% over 2022. Daarna neemt de inflatie weer af tot 3,4% over 2023. De stijging van de consumentenprijzen wordt voor een deel afgeremd door een hogere rente. Als gevolg van verminderde vraag, oplopende kapitaalkosten, hogere rente en dalend vertrouwen nemen de bedrijfsinvesteringen af. De economische groei valt in Nederland terug met gemiddeld 1,1 procentpunt per jaar over 2022-2023, waardoor de

¹⁷ Ook het CPB heeft de economische effecten van een dergelijk scenario gepubliceerd (CPB, Verdieping Centraal Economisch Plan 2022).

¹⁸ Sinds het verstrijken van de afsluitdatum van 28 februari 2022 en het moment van schrijven van deze Analyse op 8 maart 2022 zijn de olieprijzen (Brent crude) gestegen van 102 dollar naar 128 dollar per vat en de gasprijzen (natural gas) van 105 naar 216 euro mwh.

¹⁹ De Bloomberg commodity index is gestegen van een waarde van 70 op 28 februari 2022, naar 77 op 8 maart 2022.

²⁰ Bezien in historisch perspectief zijn deze fors oplopende risicopremies niet ongewoon. Gebeurtenissen als 9/11 in 2001, de Golfoorlog in 2003 en de financiële crisis in 2008 lieten eveneens grote schommelingen zien.

²¹ In dit scenario valt voor Rusland de reële bbp groei over 2022-2023 gemiddeld 2 procentpunt per jaar lager uit dan aangenomen in de geactualiseerde raming.

²² Het scenario is gesimuleerd met behulp van het wereldmodel NiGEM en het macro-economische model DELFI van DNB. Aangenomen is dat economische agenten hun verwachtingen rationeel vormen ('forward looking') en dat het begrotingsbeleid accommoderend werkt op basis van een 'fiscal solvency' beleidsregel. Voor het eurogebied is aangenomen dat de beleidsrente in het eerste en tweede kwartaal van 2022 niet wijzigt.

werkloosheidsvoet in 2023 op 5,4% uitkomt, dat is 0,8 procentpunt hoger dan in de raming.²³ Lagere reële beschikbare inkomens, negatieve vermogenseffecten en hogere werkloosheid drukken de consumptieve bestedingen, hetgeen een consumptiekrimp van 0,8 procent tot gevolg heeft in 2023. Mede doordat de werkloosheid in 2022 nog niet hard oploopt en de nominale belastingontvangsten door hogere prijzen in eerste instantie op peil blijven, is het negatieve effect op de overheidsfinanciën in 2022 nog beperkt. In 2023 verslechteren de overheidsfinanciën in het scenario duidelijk wel, onder andere door de oplopende werkloosheid, waarbij het overheidstekort oploopt naar 3,3% bbp.

²³ Gemiddeld is circa 50 procent van het bbp-effect toe te schrijven aan de olie- en gasprijsschok, 35% aan de schok op grondstoffenprijzen en 15% aan de verhoging van de risicopremie. Voor de bijdrage aan inflatie neemt de prijsstijging van olie en gas 65% voor haar rekening en 35% voor grondstoffen; risicopremies spelen hier nauwelijks een rol.

4. Implicaties voor de financiële sector

4.1 Overzicht van sancties per 9 maart 2022

In reactie op de Russische invasie van Oekraïne is een reeks sanctiepakketten vastgesteld door de Europese Unie (EU).²⁴ DNB communiceert de maatregelen aan de financiële sector en houdt er toezicht op dat instellingen binnen hun bedrijfsvoering op een passende manier invulling geven aan de naleving van de sancties²⁵. DNB is samen met de AFM belast met het toezicht op de naleving van de sanctieregelgeving met betrekking tot het financieel verkeer. Onder toezicht staande financiële instellingen dienen procedures en maatregelen te treffen die hen in staat stellen de sanctiewetgeving na te leven. DNB beoordeelt en handhaaft op risico-gebaseerde wijze als toezichthouder de effectiviteit van deze procedures en maatregelen. DNB ziet niet toe op de directe naleving van de sancties.

De sanctiepakketten omvatten politieke, economische en financiële maatregelen, voornamelijk gericht op de Russische elite, de Russische staat en staatsondernemingen, het militair-industrieel complex en hoogtechnologische sectoren. Samen met de EU-lidstaten hebben ook andere landen, waaronder de VS, Canada, het VK en Japan, sancties ingevoerd. Naast Rusland richten de sanctiepakketten zich ook op Belarus en de zelfverklaarde Oekraïense volksrepublieken *Donetsk* en *Luhansk*. In reactie op de Westerse sancties probeert Rusland met onder meer restricties op het valutaverkeer te voorkomen dat er in het land deviezenschaarste ontstaat.

Verschillende sancties richten zich op het terugbrengen van de financiële stromen tussen Rusland en de EU. Zo zijn de in het buitenland beheerde reserves van de Russische centrale bank bevroren en zijn enkele Russische en Belarussische banken uitgesloten van de gebruikelijke internationale financiële communicatiemiddelen waaronder SWIFT (zie box in paragraaf 4.2). Verder is het verboden Europese bankbiljetten naar Rusland te vervoeren of financiering te verlenen aan de Russische overheid en geselecteerde staatsbedrijven (financiering middels crypto assets is daar sinds kort expliciet aan toegevoegd). Ook worden Russische bedrijven geweerd van de Europese aandelenmarkten, mogen Europese Central Security Depositories (CSDs) geen diensten meer aanbieden aan Russische tegenpartijen en mogen in euro's uitgegeven effecten niet worden verkocht aan personen met de Russische nationaliteit of aan in Rusland gevestigde rechtspersonen. Daarnaast kunnen financiële instellingen geen deposito's van Russische klanten meer accepteren boven in totaal EUR 100.000.²⁶

Naast financiële sancties zijn onder meer ook inreisverboden opgelegd aan een aantal hooggeplaatste Russen vanwege hun (in)directe steun aan de Russische overheid en daarmee de inval in Oekraïne. Hierbij zijn ook hun activa in de EU bevroren. Verder is export(financiering) aan enkele Russische sectoren zoals de defensie- en luchtvaartindustrie verboden.

²⁴ In reactie op de annexatie van de Krim en de steun aan de Russische steun in Luhansk en Donetsk waren al enkele politieke sancties opgelegd aan Rusland. Voor een volledig overzicht van de sancties klik [hier](#).

²⁵ [Sancties tegen Rusland \(stand 4 maart\) \(dnb.nl\)](#)

²⁶ Uitzonderingen gelden voor Russen met een Europese verblijfsvergunning.

4.1.1 Impact sancties op Nederland

De sanctiepakketten hebben ook een financiële en economische impact op de landen die de sancties hebben opgelegd. De Nederlandse economie kan via een aantal kanalen worden geraakt. De effecten treden op via het handelskanaal, de financiële relaties en de prijzen van grondstoffen, zoals in paragraaf 4.2 beschreven. Vooralsnog is de directe financiële en economische impact van de sancties beperkt. Dit komt door de relatief kleine rol van Rusland in de Nederlandse economie en financiële sector. Bovendien zijn tot dusver de voor Nederland en Europa belangrijke grondstoffen, voeding en energie voor een belangrijk deel uitgezonderd van de handelssancties. Wel moeten banken opletten dat ze voor het betalen van deze goederen niet een van de financiële sancties overtreden. Verder kan Nederland (in)direct geraakt worden door Russische tegensancties of contra-maatregelen, zoals bijvoorbeeld een cyberaanval. Dergelijke maatregelen zijn dusver grotendeels uitgebleven.

4.2 Impact op de financiële sector

De Nederlandse financiële sector kan via verschillende kanalen worden geraakt door de gevolgen van de oorlog in Oekraïne: via directe blootstellingen aan Rusland en de regio, door verslechtering van de macro-economische situatie en bredere financiële instabiliteit en door cyberrisico's. Verder heeft de sanctiehandhaving operationele gevolgen voor financiële instellingen.

4.2.1 Directe blootstellingen

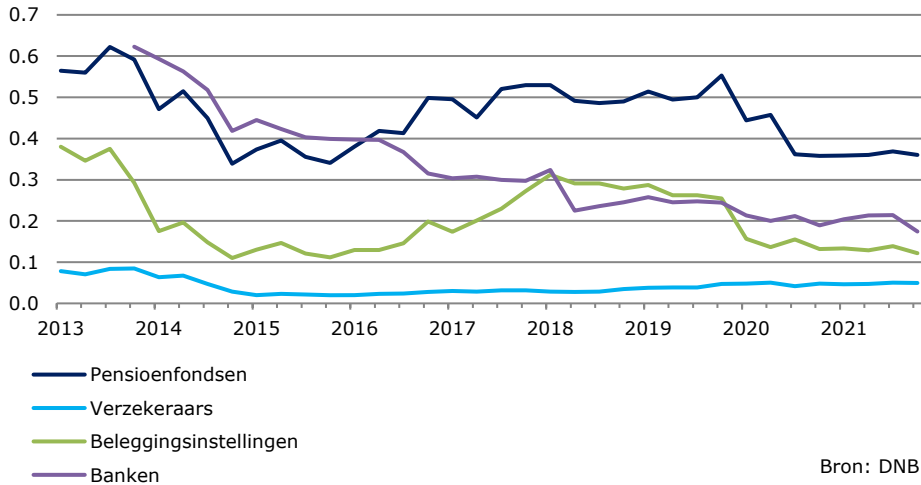
De totale directe blootstellingen van de Nederlandse financiële sector (banken, pensioenfondsen, verzekeraars en beleggingsinstellingen) op Rusland zijn beperkt (Figuur 8).²⁷ De blootstelling op Rusland van alle sectoren is teruggelopen sinds de annexatie van de Krim in 2014. Dit is voor banken het sterkst zichtbaar, met in het vierde kwartaal van 2021 een geringe blootstelling van ongeveer 0,2% van de totale bancaire uitzettingen. Het directe risico voor de Nederlandse financiële sector als geheel is dus te overzien, al zijn er verschillen op het niveau van individuele banken. Financiële instellingen kunnen ook geraakt worden via hun blootstellingen aan omliggende landen, indien verdere escalatie van de oorlog leidt tot spillover effecten buiten de conflictregio. De geaggregeerde blootstellingen van de Nederlandse financiële sector op Centraal- en Oost-Europese landen zijn echter ook beperkt. Samen zijn de directe blootstellingen van de Nederlandse banken, pensioenfondsen, verzekeraars en beleggingsinstellingen op Oekraïne en landen grenzend aan Oekraïne minder dan 2% van de totale blootstellingen.²⁸

²⁷ Directe blootstellingen worden niet gecorrigeerd voor garanties, onderpand en dergelijken.

²⁸ Hierin zijn de volgende landen meegenomen: Rusland, Oekraïne, Wit-Rusland, Roemenië, Polen, Hongarije, Slovenië en Moldavië.

Figuur 8 Blootstellingen van Nederlandse financiële instellingen op Rusland

Procenten van totale sectorale blootstellingen; kwartaalcijfers



Toelichting: onder directe blootstellingen vallen voor banken alle claims op Rusland (zoals leningen, deposito's, schuldinstrumenten, aandelen, participaties en werkkapitaal) behalve derivaten, omdat de tegenpartij hiervan niet vanzelfsprekend de uiteindelijke tegenpartij vormt. Om dezelfde reden zijn bij de overige financiële instellingen naast derivaten nog verschillende andere instrumenten uitgesloten, namelijk buitenlandse beleggingsfondsen, geldmarktfondsen, deelnemingen (kunnen een tussenholdings zijn), en securitisatievehicules (spv's). Bron: DNB.

4.2.2. Financiële stabiliteitsrisico's

Indien de oorlog leidt tot bredere financiële instabiliteit, heeft dit potentieel grotere gevolgen voor financiële instellingen. Dit kan zich bijvoorbeeld uiten in een verdere daling van activaprijzen, gebrekkig functioneren van bepaalde financiële marktsegmenten of verliezen bij tegenpartijen die niet (direct) verbonden zijn met Rusland, Oekraïne of omliggende gebieden. Dergelijke tweede-orde effecten hebben in potentie grotere gevolgen voor financiële instellingen dan de (beperkte) (in)directe blootstellingen. Tegelijkertijd is de omvang hiervan moeilijk te voorspellen. Tot dusverre functioneren financiële markten nog naar behoren, ondanks de hoge volatiliteit en significante koersdalingen.

De prijsvolatiliteit is met name hoog op grondstoffenmarkten en werkt door op onderliggende derivatentransacties. Met derivaten, zoals termijncontracten, dekken grondstoffenhandelaren en energieleveranciers zich in tegen prijsrisico's. Onverwacht scherpe prijsbewegingen kunnen worden versterkt wanneer zij hun derivatenpositie moeten aanpassen of aan forse margin verplichtingen moeten voldoen. Dit droeg bijvoorbeeld bij aan de recent hoge volatiliteit van metaalprices. Dit kan financiële instellingen op termijn raken via directe blootstellingen aan de markt of als tegenpartij in derivaten, zeker wanneer handelaren niet meer aan margeverplichtingen kunnen voldoen. Financiële toezichthouders en andere autoriteiten zijn alert op de mogelijke gevolgen van de hoge volatiliteit en kunnen zo nodig maatregelen treffen om te zorgen dat de markt goed blijft functioneren.

Andere tweede-orde effecten die mogelijk een grote impact op financiële instellingen hebben hangen samen met de gestegen olie- en gasprijzen, verstoringen van de internationale handels- en kapitaalsstromen en dalend consumentenvertrouwen. Deze factoren kunnen de financiële sector op verschillende manieren raken. Zo is de kredietkwaliteit mede afhankelijk van deze economische omgevingsfactoren. Als die verder verslechteren komt de terugbetaalcapaciteit van bedrijven en huishoudens onder druk, vooral indien schuld niveaus al hoog zijn. Dit vergroot het kredietrisico waaraan de financiële sector blootstaat. Ten slotte neemt ook het risico op wanbetaling toe van zowel de Russische overheid als (staats)bedrijven. Indien Russische tegenpartijen niet in staat zouden zijn om te voldoen aan hun betalingsverplichtingen, leidt dit tot verliezen voor schuldeisers zoals obligatiehouders. Hoewel de rol van Rusland in de internationale obligatiemarkt beperkt is, kan een faillissement van de Russische overheid bredere negatieve effecten hebben, bijvoorbeeld door toenemende risico-aversie in financiële markten en stijgende risicopremies op schuld van andere opkomende markten.

4.2.3. Cyberrisico en operationele impact

Twee andere kanalen waarlangs de financiële sector geraakt kan worden zijn cyberaanvallen en sanctiehandhaving. Rusland is in staat om geavanceerde cyberoperaties uit te voeren en heeft dit in het verleden al gedaan. Voorbeelden zijn de NotPetya aanval van 2017²⁹ en een poging om Nederlandse ministeries te hacken in 2018³⁰. Daarbij hebben meerdere (cyber)security bedrijven en (internationale) overheidsinstanties waaronder de FCA³¹, de ECB³² en de Amerikaanse inlichtingendiensten³³ aangegeven dat directe repercussies op Westerse financiële instellingen een mogelijkheid zijn. Verder kan de financiële sector indirect of onbedoeld geraakt worden als ondersteunende cliënten of partijen in de keten aangevallen worden. Tot dusver heeft de toegenomen dreiging geen implicaties gehad voor de financiële sector. Financiële instellingen en hun ketenpartners staan in nauw overleg met elkaar. Ze nemen alle mogelijke maatregelen om eventuele aanvallen en de gevolgen daarvan te mitigeren.

Daarnaast hebben de sancties een substantiële operationele impact op financiële instellingen. De meeste Nederlandse instellingen geven aan dat zij de sancties zonder veel problemen uit kunnen voeren. Op basis van de eerste inventarisatie van DNB lijken de operationele gevolgen voor de instellingen mee te vallen en ondervinden de Nederlandse banken voornamelijk niet veel hinder van de sancties. Wel zijn er meer uitvoeringsvragen van instellingen, die door de Europese Banken Autoriteit (EBA) en de Europese Commissie worden opgepakt. Tot slot zullen instellingen extra waakzaam moeten zijn bij de *know your customer* (KYC)-procedures, omdat het risico bestaat dat Russische bedrijven via andere constructies proberen de sancties te omzeilen. Vanuit macroprudentieel oogpunt kan dit leiden tot een trend van *overcompliance*. Een eventueel hieruit volgende bredere risicoaversie jegens (in)directe Russische tegenpartijen kan de economische en financiële impact van de sancties versterken.

²⁹ [The Cost of a Malware Infection? For Maersk, \\$300 Million | Digital Guardian.](#)

³⁰ [Russen faalden bij hackpogingen ambtenaren op Nederlandse ministeries | De Volkskrant.](#)

³¹ [FCA warns banks of Russian cyber attacks as Ukraine tensions ripple through European finance \(cityam.com\).](#)

³² [European, U.S. regulators tell banks to prepare for Russian cyberattack threat | Reuters.](#)

³³ [Russia-backed hackers behind powerful new malware, UK and US say | Russia | The Guardian.](#)

Afsluiten van SWIFT is een ongebruikelijke sanctie

Westerse landen hebben besloten zeven Russische banken en drie Belarussische banken af te sluiten van SWIFT, als sanctiemaatregel om het Russische financiële systeem verder te isoleren. SWIFT is een communicatiesysteem dat een belangrijke rol vervult bij internationale betalingen. Meer dan 11.000 partijen wereldwijd zijn aangesloten op SWIFT. Een land afsluiten van SWIFT is een vrij unieke maatregel; in het verleden is eerder alleen Iraanse banken de toegang tot SWIFT onttrokken als gevolg van een sanctiemaatregel.

Rusland had eind 2021 in totaal 314 SWIFT gebruikers (ter vergelijking: Nederland 192) die goed zijn voor 143 miljoen verzonden berichten per jaar. De exacte bedragen van die transacties zijn niet bekend. Ook Nederlandse banken deden tot voor kort honderden betalingen per dag van en naar Rusland.

Het afsluiten van Rusland van SWIFT is een aanvulling op bovengenoemde sanctiemaatregelen die tegen een aantal Russische banken (inclusief de centrale bank) zijn genomen, waaronder *asset freezes*. Die maatregelen verbieden bepaalde transacties voor partijen in de EU. Het uitsluiten van SWIFT heeft een bredere uitwerking en bemoeilijkt de Russische betalingen met de rest van de wereld, ook met landen die zelf geen sanctiemaatregelen hebben genomen. De tien afgesloten banken zullen terug moeten vallen op het Russische alternatief voor SWIFT dat is ontwikkeld door de Bank of Russia, SPFS, dat naar verwachting bijna uitsluitend voor binnenlandse betalingen kan worden ingezet.

De banken die geen toegang meer hebben tot SWIFT worden in de praktijk afgesneden van het mondiale financiële systeem. Omdat de verschillende sancties niet gelden voor de hele Russische bankensector, blijft het mogelijk om betalingen naar Rusland te doen. Maar het vergt meer maatwerk, omdat banken in de EU zich strikt aan de sanctiemaatregelen moeten houden. Voorlopig is het wel mogelijk om betalingen voor olie- en gasleveranties en mogelijke andere urgente betalingen te doen.

5. Conclusie en beleidsimplicaties

Na de coronapandemie is de oorlog in Oekraïne een nieuwe schok voor de economie. Deze opeenvolging van schokken is ongekend in aard en omvang. Dat bemoeilijkt het voorspellen van de economische impact ervan. Hierdoor zijn de geactualiseerde ramingen met veel onzekerheid omgeven en moet rekening worden gehouden met alternatieve scenario's. Er tekent zich bovendien een nieuwe realiteit af met toegenomen geopolitieke onzekerheid en zowel hoge als volatiele energieprijzen. Huishoudens en bedrijven zullen zich hieraan moeten aanpassen. Dat geldt ook voor financiële instellingen, die worden geconfronteerd met volatiele marktomstandigheden en nieuwe financiële en operationele risico's.

Centrale banken en overheden worden voor nieuwe uitdagingen gesteld. Het monetaire beleid is al langdurig ruim. Het normaliseren van dit beleid moet worden afgestemd op de hoge (verwachte) inflatie en de neerwaartse groeirisico's. Voor de overheid kan de oorlog in Oekraïne aanleiding zijn om extra bestedingen te doen, bijvoorbeeld voor defensie. Het is wel van belang dit binnen de begrotingsregels te doen. Datzelfde geldt voor maatregelen om de hoge energiekosten van huishoudens te compenseren, zoals de onlangs door het kabinet aangekondigde verlaging van de belastingen op energie en benzine, en de extra tegemoetkoming voor huishoudens met een laag inkomen. Bij het compenseren voor hoge energiekosten is van belang dat de prikkel tot verduurzaming zo weinig mogelijk wordt verstoord, wat bij het verlagen van de accijnzen op energie bijvoorbeeld meer het geval is dan bij compensatie via lagere (inkomsten)belastingen.

Westerse landen hebben zich voorgenomen om de afhankelijkheid van Russisch olie en gas zo snel mogelijk te verminderen. Dat kan worden gerealiseerd door energie-aankopen in andere landen, het aanhouden van grotere reserves en het versnellen van de energietransitie. Ook de Europese Commissie wijst op het belang van deze maatregelen in haar recent gepubliceerde energieplan.³⁴ Door deze maatregelen op Europees niveau te implementeren wordt de energievoorziening minder afhankelijk van geopolitieke risico's. De transitie naar duurzame energie is daarbij het meest toekomstbestendige alternatief.

³⁴ Europese Commissie (2022), REPowerEU: Joint European Action for more affordable, secure and sustainable energy. COM(2022) 108 final, Strasbourg.