

Analyse

# Inflatie en monetair beleid

31 mei 2022

Marco Hoeberichts en Annelie Petersen

DeNederlandscheBank

EUROSYSTEM

## **Inflatie en monetair beleid**

©2022 De Nederlandsche Bank n.v.

Auteurs: Marco Hoeberichts en Annelie Petersen. Met dank aan collega's van DNB, en in het bijzonder Martin Admiraal, Bouke Bergsma, Paolo Bonomolo, Jan Willem van den End, Stephen Kho, Gabriele Galati, Niels Gilbert, Kasper Goosen, Kostas Mavromatis, Mark Mink en Olaf Sleijnen voor input en 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](http://www.dnb.nl)  
Email: [info@dnb.nl](mailto:info@dnb.nl)

# 1 Inleiding

Na een lange periode waarin inflatie (ruim) onder de doelstelling van de Europese Centrale Bank lag, zijn de prijzen in Nederland en in het eurogebied de afgelopen maanden omhooggeschoten. Dit is deels een gevolg van de heropening van de economie na de coronacrisis, met een fors aantrekkende vraag die nog niet door het aanbod kan worden bijgebeend. De Oekraïne-crisis heeft hier een schep bovenop gedaan, vooral doordat energieprijzen scherp zijn gestegen. Dit brengt de ECB in een lastig parket, omdat de economische groei als gevolg van de oorlog in Oekraïne juist aan momentum verliest. De centrale bank moet het beteugelen van de inflatie door de rente te laten stijgen hierdoor afwegen tegen het stimuleren van de groei door de rente lager te houden. De ECB heeft hierbij als primair mandaat het bewaken van prijsstabiliteit en is begonnen haar steunmaatregelen af te bouwen. Op langere termijn is overigens geen sprake van een tegenstelling tussen hoge inflatie en lage groei: [recent werk](#) van DNB-onderzoekers laat zien dat een inflatieniveau van boven de ca. 4% het groeipotentieel op lange termijn schaadt. Het verlagen van heel hoge inflatie bevordert uiteindelijk dus ook economische groei.

Deze DNB-analyse is een vervolg op een [DNB-analyse](#) uit maart van dit jaar die een scenario bevatte waarin de Nederlandse economie wordt blootgesteld aan een langdurige verstoring van de grondstoffenmarkt als gevolg van de oorlog in Oekraïne.<sup>1</sup> Zowel de Nederlandse economie als die van het eurogebied ondervinden flinke schade door deze verstoringen. De huidige analyse focust meer op het eurogebied en op de implicaties voor monetair beleid. Het eerste hoofdstuk gaat in op de economische vooruitzichten, de rol van energieprijzen en de verbreding van de inflatiedruk. Het tweede hoofdstuk besteedt aandacht aan de rol van monetair beleid, met name via het belang van vraag- en aanbodschokken en de risico's dat inflatieverwachtingen losraken van het doel van 2% (ontankering) en tweederonde-effecten optreden via de loonvorming. Tot slot bespreken we de reeds genomen en mogelijke verdere stappen waarmee centrale banken de inflatie kunnen beteugelen.

---

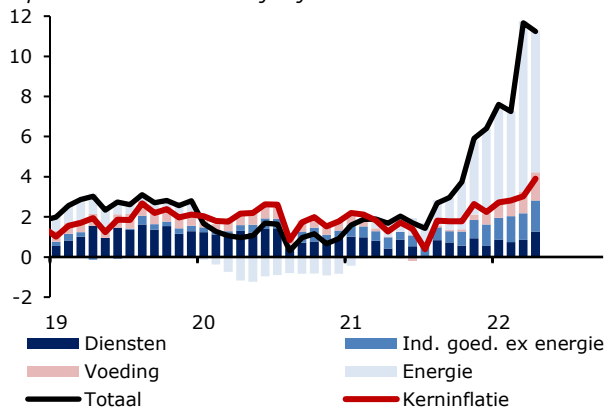
<sup>1</sup> Op 13 juni a.s. publiceert DNB nieuwe ramingen voor de Nederlandse economie.

## 2 Wat zijn de economische vooruitzichten en wat drijft inflatie?

### 2.1 Prijzen van energie en grondstoffen

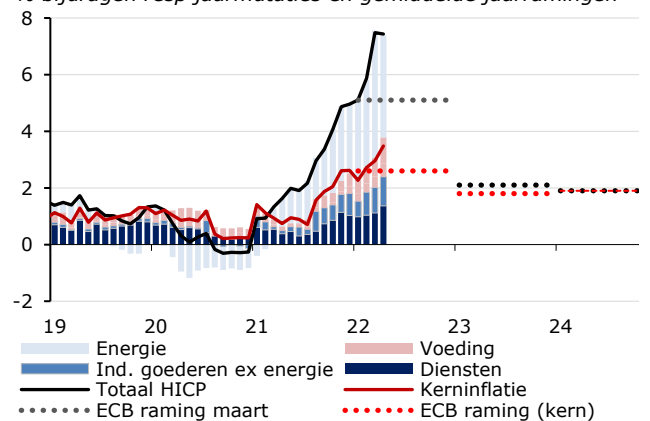
De Nederlandse inflatie begon in de tweede helft van 2021 te stijgen toen de economische vraag aantrok door de versoepeling van de coronaregels. Het aanbod heeft moeite om deze aantrekkende vraag te volgen door de nog steeds aanwezige verstoringen in productie- en distributieketens en door schaarste op de wereldmarkt voor energie en andere grondstoffen. Sinds het begin van de Russische invasie draagt de oorlog in Oekraïne extra bij aan de aanbodproblemen en stegen grondstofprijzen tot ongekennde hoogtes, met name de gasprijs. De sterk oplopende energieprijzen vormen de belangrijkste drijvende kracht achter de stijging van de inflatie. Huishoudens en bedrijven zijn vanaf eind 2021 aanzienlijk meer gaan betalen voor brandstoffen en vooral voor gas en elektriciteit. In april 2022 lagen de energieprijzen in Nederland 83% hoger dan een jaar eerder. Dit heeft uiteraard gevolgen voor de inflatie. De Nederlandse inflatie, berekend volgens de geharmoniseerde consumentenprijsindex (HICP), bedroeg in april 11,2%, waarvan liefst 7,0 procentpunt kwam door de energieinflatie (figuur 1).

**Figuur 1 – Nederlandse inflatie en componenten**  
%-punten en %-mutaties j-o-j



Bron: DNB raming HICP, Eurostat en CBS

**Figuur 2 – Eurogebied inflatie en componenten**  
% bijdragen resp jaarmutaties en gemiddelde jaarramingen



Bron: Eurostat en CBS

Voor het eurogebied geldt hetzelfde, hoewel het beeld iets minder extreem is (figuur 2). De inflatie in het eurogebied bedroeg in april 7,4%. Het verschil met de Nederlandse inflatie wordt grotendeels veroorzaakt doordat de prijsontwikkeling van gas en elektra in Nederland anders wordt gemeten dan elders in het eurogebied. Het [Centraal Bureau voor de Statistiek](#) meet namelijk maandelijks de prijzen die energiebedrijven aanbieden op nieuwe contracten. Een groot deel van de consumenten heeft echter doorlopende meerjarige contracten met een vaste leveringsprijs. Zij hebben daardoor nog geen last van de hoge energieprijzen, terwijl die stijging al wel volledig is verwerkt in het inflatiecijfer. Een andere factor is dat de Nederlandse economie

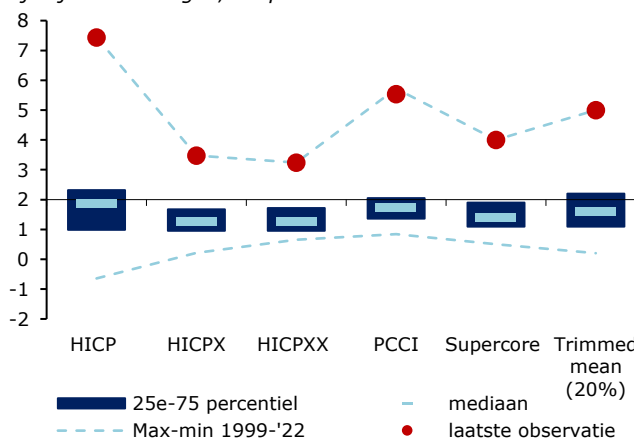
meer afhankelijk is van met name gasgebruik dan het eurogebied gemiddeld. De stijging van de gasprijzen heeft dus meer impact op de Nederlandse inflatie dan op de eurogebied-inflatie.

## 2.2 Verbreding van de inflatie

Maar de sterke stijging van de energiecomponent van inflatie vertelt niet het hele verhaal. We zien duidelijke aanwijzingen dat sinds eind 2021 de inflatiedruk over een breed front toeneemt. Deels zijn dit hogere kosten voor energie en grondstoffen die door bedrijven worden doorberekend aan consumenten. Maar ook de aantrekkende vraag, met name naar goederen en in mindere mate naar diensten, leidt tot prijsstijgingen. De verbreding van de inflatie heeft een belangrijke consequentie. Een hoge inflatie bij de niet-energiecomponenten is hardnekkiger dan bij energie en blijft dus langer hoog, ook als de energieinflatie weer afneemt. Dit is een van de bevindingen van het [Inflation Persistence Network \(IPN\)](#) dat de inflatiedynamiek in het eurogebied heeft onderzocht. Een hardnekkig hoge inflatie kan leiden tot een ontankering van inflatieverwachtingen. Om een gevoel te krijgen bij de mate van inflatiepersistentie kijken centrale banken dan ook nauwgezet naar de onderliggende inflatie waarbij geprobeerd wordt door tijdelijke schommelingen heen te kijken.

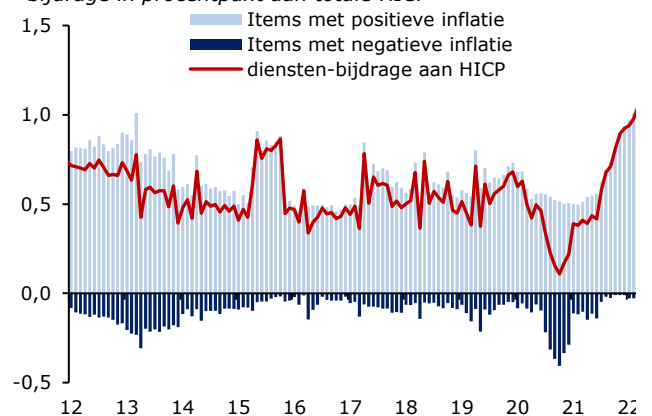
**Figuur 3 – Maatstaven van onderliggende inflatie EA nabij historische hoogtes**

\*j-o-j veranderingen, boxplots



**Figuur 4 - Diensteninflatie eurogebied stijgt sterk**

\*bijdrage in procentpunt aan totale HICP



Bron: DNB o.b.v. ECB/SDW-data. Laatste observatie is het april inflatiecijfer. De linkerfiguur toont naast de HICP-inflatie (links) een vijftal maatstaven voor onderliggende inflatie te weten: inflatie zonder voeding en energie; inflatie zonder voeding, energie en andere volatiele items; de persistente componenten van inflatie; de componenten die meebewegen met de conjunctuur; *trimmed mean* maatstaf laat de 10% items met de hoogste en 10% met de laagste inflatie weg waardoor de meest volatiele items eruit zijn gelaten.

Verschillende maatstaven voor onderliggende inflatie laten een stijging zien. Zo laat figuur 3 box-plots zien voor de HICP-index en voor vijf maatstaven voor onderliggende inflatie waarbij voor elk van de maatstaven de recente cijfers al enkele maanden op of nabij het historisch maximum liggen. De PCCI (Persistent and Common Component of Inflation)<sup>2</sup> inflatie ligt bijvoorbeeld met 5,5% hoger dan de andere onderliggende maatstaven, terwijl deze in eerdere

<sup>2</sup> [Persistent and Common Component of Inflation](#)-maatstaf is ontwikkeld door de ECB om gemeenschappelijke en persistente inflatieontwikkelingen te analyseren. PCCI gebruikt informatie van 1000 sub-componenten van 12 eurolanden in een econometrische analyse.

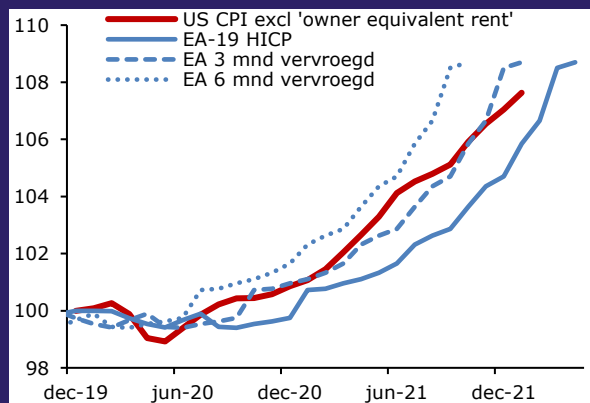
maanden meestal tussen 1,5% en 2,0% heeft gelegen. Omdat deze maatstaf de ontwikkeling van de persistente componenten van inflatie weergeeft, bestaat het risico dat inflatie nog enige tijd hoog blijft. Een blik op de diensteninflatie (figuur 4) laat ook zien dat de inflatiedruk is verbreed. De HICP-prijsindex voor het eurogebied bestaat voor 42% uit diensten, die niet direct geraakt worden door hogere prijzen voor grondstoffen of verstoorde productieketens. Toch zien we ook voor de diensten vanaf de tweede helft van 2021 een sterk oplopende bijdrage aan de inflatie, en vrijwel geen diensten die dalen in prijs.

### Box 1 - Vergelijking inflatie eurogebied en VS

Het economische herstel na de coronacrisis is in de VS een à twee kwartalen eerder begonnen dan in het eurogebied. De inflatiedynamiek in de VS kwam mede daardoor ook eerder op gang dan in het eurogebied. Onderstaande grafieken laten een vergelijking zien tussen de Amerikaanse en de Europese prijsontwikkeling vanaf 2019, voor de totale bestedingen en voor de bestedingen zonder energie en voeding. Voor de vergelijkbaarheid is bij de Amerikaanse cijfers de toegerekende huur voor eigenwoningbezitters weggelaten en is de prijsindex voor het eurogebied gecorrigeerd voor seizoenspatronen. De linker figuur laat zien dat de ontwikkeling van headline inflatie in het eurogebied ongeveer drie maanden achterloopt bij de VS. Voor kerninflatie is de vertraging voor het eurogebied minstens zes maanden en lijkt de prijsontwikkeling pas de laatste maand (april) te versnellen tot het niveau dat in de VS al in april 2020 zichtbaar was. Dit is nadrukkelijk geen voorspelling voor het eurogebied op basis van de inflatie in de VS, maar puur een analyse van historische ontwikkelingen.

**Figuur A – Headline inflatie EA versus VS**

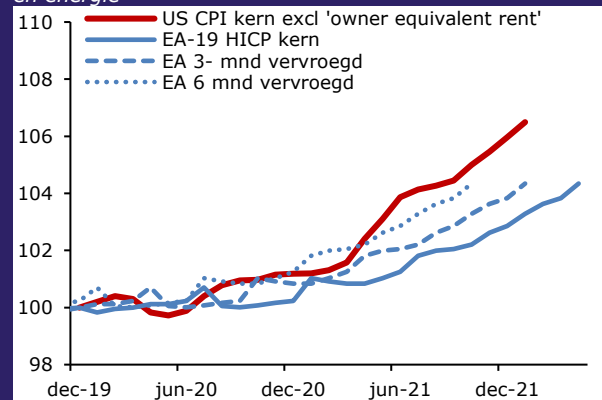
*Seasonally adjusted indices. Dec 2019 = 100*



*Bron: Eurostat, BLS, owner equivalent rent is de toegerekende huur voor eigenwoningbezitters*

**Figuur B – Kerninflatie EA versus VS**

*Seasonally adjusted indices. Dec 2019 = 100, excl voedsel en energie*



*Bron: Eurostat, BLS, owner equivalent rent is de toegerekende huur voor eigenwoningbezitters*

Een mogelijke verklaring voor de sterkere stijging van de kerninflatie in de VS is het snellere economische herstel. Ook reageren lonen in de VS sterker op de conjunctuur en de krapte op de arbeidsmarkt dan in het eurogebied waar arbeidsrelaties en lonen wat meer rigide zijn. Bovendien is de coronasteun in de VS, meer dan in het eurogebied, rechtstreeks aan huishoudens uitgekeerd. Deze werkt daardoor sterker door in de consumptie, en uiteindelijk ook in consumentenprijzen.

## 3 Wat is de rol van monetair beleid?

De gestegen inflatie roept de vraag op wat de rol is van centrale banken en wat monetair beleid kan doen om inflatie te beteugelen. Monetair beleid heeft geen directe invloed op alle prijsontwikkelingen en werkt door met vertraging. De centrale bank richt zich daarom op prijsstabiliteit op de middellange termijn, waarbij de ECB streeft naar 2% inflatie. Afwijkingen op korte termijn zijn onvermijdelijk, bijvoorbeeld bij economische schokken. Om een beeld te vormen van de inflatie op middellange termijn, wordt de Governing Council van de ECB geholpen met onder andere ramingen die het Eurosysteem iedere drie maanden maakt. De volgende ramingen voor het eurogebied worden gepubliceerd op 9 juni. In deze ramingen worden alle laatste cijfers over de economie en financiële markten meegenomen. De ramingen zijn een belangrijke input voor de verdere discussie over de vormgeving en kalibratie van het monetair beleid.

De ECB heeft op dit te maken met zeer hoge huidige inflatie, maar ook met onder druk staande economische groei, die de inflatie op termijn waarschijnlijk zal doen vertragen. Beide zijn in belangrijke mate het gevolg van de oorlog in Oekraïne. Op het moment dat hoge inflatie gaat doorwerken in lonen en in inflatieverwachtingen, neemt het risico toe dat verwachtingen ontankerd raken en inflatie langdurig hoog blijft; en uiteindelijk ook de groei structureel negatief zal beïnvloeden. De rol van centrale banken is daarom om de hoge inflatie niet permanent te laten nestelen in het gedrag van burgers en bedrijven. Daarnaast kunnen overheden met gerichte compensatiemaatregelen voor kwetsbare huishoudens de negatieve gevolgen van de hoge inflatie verzachten.

### 3.1 Doorwerking van inflatie naar lonen en inflatieverwachtingen

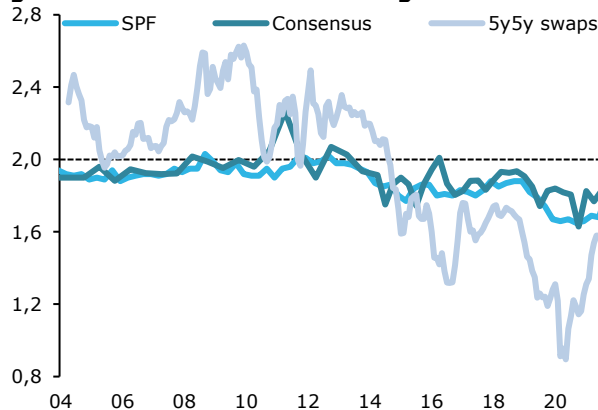
In Nederland is de CAO-loonstijging de afgelopen maanden toegenomen tot 2,8% in april volgens het CBS. Volgens de AWWN-maatstaf, gebaseerd op de ongewogen contracten afgesloten in mei en een indicator die meer vooruitblikkend is, komt de contractloonstijging uit op 3,7%. Voor het eurogebied blijft de loongroei nog verder achter bij de inflatie met 1,8% hogere contractlonen in maart ten opzichte van een jaar eerder (zonder eenmalige uitkeringen)<sup>3</sup>. De stijging van de Nederlandse contractlonen is goed te begrijpen, gegeven de huidige inflatie en de zeer krappe arbeidsmarkt. De reële lonen zijn scherp gedaald en werknemers en vakbonden proberen dit verlies aan de CAO-onderhandelingstafel goed te maken. Dit is een normaal economisch fenomeen waarbij onevenwichtigheden die zijn ontstaan door de hoge inflatie, worden rechtgetrokken. Hierbij komt de onderliggende inflatie in de regel met enkele kwartalen vertraging tot uitdrukking in de contractlonen. De dynamiek tussen lonen en prijzen wordt pas problematisch op het moment dat een haasje-over effect ontstaat tussen prijzen en lonen, een loon-prijsspiraal.

<sup>3</sup> Inclusief eenmalige uitkeringen zijn de contractlonen in het eurogebied in maart met 3,7% gestegen, vooral door uitbetaling van corona-gerelateerde uitkeringen in Duitsland. Eenmalige uitkeringen laten een versnelling zien, maar zijn erg volatiel.

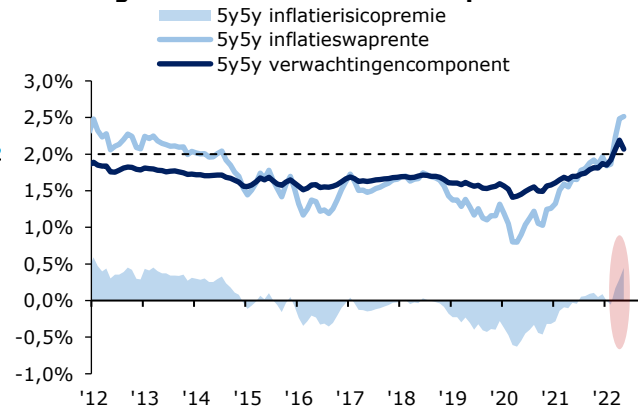
De aanhoudend hoge inflatie heeft geleid tot bezorgdheid over de verankering van de inflatieverwachtingen. Deze zorgen worden versterkt door de aanhoudend opwaartse verrassingen van de inflatierealisaties en aanwijzingen uit sectorgegevens dat de hoge inflatie een bredere basis heeft gekregen. De inflatieverwachtingen van professionele voorspellers voor de langere termijn (5 jaar) zijn dan ook opgelopen tot boven de 2% (figuur 5; SPF), en zelfs 2,4% voor de jongste Consensus verwachting voor 10 jaar vooruit. De inflatieverwachtingen voor 5 tot 10 jaar, die worden afgeleid uit financiële instrumenten, zijn snel gestegen tot rond 2,4% en de laatste weken weer iets gedaald tot ca. 2,2%.

Een modelgebaseerde decompositie van de inflatieswapcurve suggereert dat de toename vooral wordt gedreven door de inflatierisicopremie (figuur 6). De geobserveerde inflatieswaprente is namelijk geen schone maatstaf voor inflatieverwachtingen, en bevat een inflatierisicopremie. De inflatierisicopremie is de additionele compensatie die een belegger vraagt om inflatierisico te dragen en is een indicatie voor de risicobalans die financiële markten toedichten aan toekomstige inflatieontwikkelingen. Die risicobalans is verschoven in de richting van hoge inflatie. Al met al lijken professionele voorspellers en financiële markten er (nog) vanuit te gaan dat inflatie stabiliseert aan de bovenkant van het inflatiedoel van 2%, waarbij overigens ook al rekening is gehouden met een aantal renteverhogingen door de ECB dit jaar (zie hoofdstuk 4).

**Figuur 5 - Surveygebaseerde en marktgebaseerde inflatieverwachtingen nemen toe**



**Figuur 6 - toename inflatieswaprentes lijkt sterker gedreven door inflatierisicopremie**



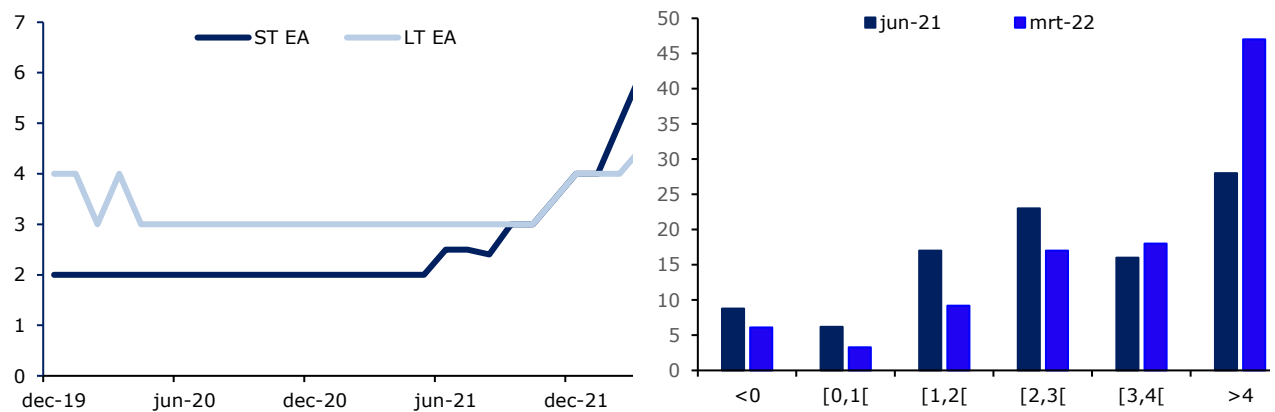
Source: SPF, consensus, Bloomberg. The decomposition of the 5y5y ILS is based on estimated model that follows the methodology outlined in Camba-Mendez and Werner (2017). Last observation: 25-05-2022.

Uit een maandelijks representatief onderzoek onder circa 2400 Nederlandse gezinnen blijkt ook dat inflatieverwachtingen onder huishoudens sinds medio 2021 minder goed verankerd raken (zie [Galati et al. 2022](#)). In dit onderzoek krijgt de helft van de respondenten informatie over de ECB inflatiedoelstelling en de werkelijke inflatie. Verwachtingen voor de korte termijn verwijzen naar een horizon van een jaar, verwachtingen voor de lange termijn naar een horizon van tien jaar. De mediane korte- en langetermijnverwachtingen van huishoudens van eurozone inflatie zijn sinds vorig jaar zomer sterk gestegen (figuur 7). Bovendien zijn de verwachte kansen van huishoudens op een hoge inflatie – d.w.z. 4% of hoger – toegenomen in de periode van hoge inflatie, zowel voor de korte als voor de lange termijn (figuur 8). Dit patroon van de



langetermijnverwachtingen van huishoudens suggereert dat deze in het eurogebied dreigen te ontankeren doordat de inflatie in de nasleep van de pandemie ver boven de doelstelling is gestegen. Dit is sterker het geval voor de langetermijnverwachtingen van huishoudens die minder informatie ontvingen. Uit deze resultaten blijkt dat inflatieverwachtingen reageren op de gerealiseerde inflatie, en de verwachtingen van huishoudens dus voor een belangrijk deel terugkijkend zijn. Dit is ongunstig voor de effectiviteit van monetair beleid en vergroot de kans dat inflatie langdurig hoog blijft.

**Figuur 7 – Mediane inflatieverwachtingen huishoudens**      **Figuur 8 – kansverdeling langetermijn inflatie**



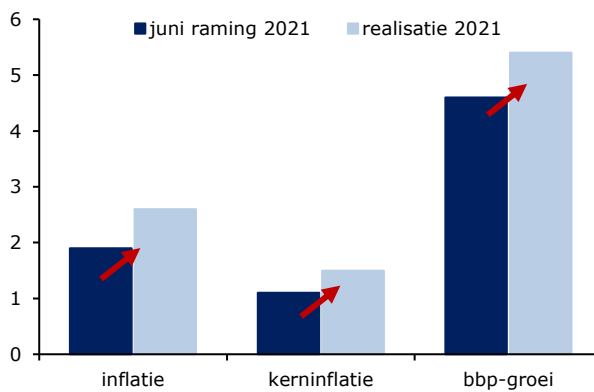
### 3.2 Vraag- én aanbodfactoren stuwen inflatie

Voor het bepalen van de monetaire beleidskoers is ook de vraag relevant in hoeverre inflatie wordt gedreven door vraagschokken, die een centrale bank kan stabiliseren, of door ontwikkelingen aan de aanbodzijde waar een centrale bank geen directe invloed op heeft, bijv. de hoge energieprijzen. Zo kan hoger dan verwachte inflatie zowel liggen aan tegenvallend aanbod (negatieve aanbodschokken) als positieve vraagschokken. De verbreding van de inflatie (zie hoofdstuk 2) wijst op een rol voor vraagschokken, immers hoe meer goederen in het inflatiemandje stijgen, hoe groter de kans dat dit gedreven wordt door toegenomen vraag en niet door aanbodproblemen voor specifieke goederen. Intuïtief gezien lijkt ook het feit dat zowel economische groei als inflatie in de tweede helft van 2021 positief verrassen erop te wijzen dat vraagschokken een rol spelen (figuur 9). Zo gaan aanbodschokken eerder gepaard met tegenvallende groeiprognoses en hogere inflatie.

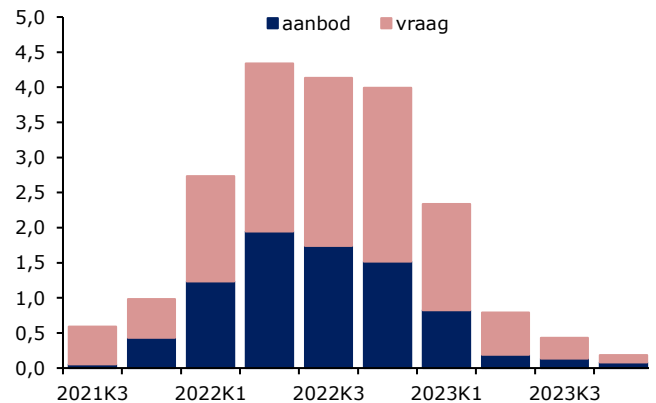
Een nadere analyse, gebaseerd op het al dan niet samen bewegen van verrassingen in bbp-output en inflatie, bevestigt inderdaad dat vraag- en aanbodschokken beide een rol hebben gespeeld. Zo laat een decompositie van recente inflatieramingen op middellange termijn zien dat hoge inflatie, met name in de tweede helft van 2021, niet uitsluitend wordt gedreven door negatieve aanbodschokken, maar dat positieve vraagschokken ook een rol spelen (figuur 10). Ongeveer 60% van de aanpassing van de inflatievooruitzichten wordt verklaard door vraagschokken en 40% door aanbodschokken. In de eerste maanden van 2022 kent het beeld enigszins, doordat de Oekraïne-crisis de facto een verdere aanbodschock is voor de economie van het eurogebied. Voorbeelden van negatieve aanbodschokken zijn de

beheersmaatregelen rondom Covid-19, de verstoringen in de toeleveringsketen en de problemen en de gestegen prijzen van energie en andere grondstoffen, onder meer door de oorlog in Oekraïne. De positieve vraagschok hangt samen met het sterk aantrekken van de vraag toen Covid-maatregelen werden versoepeld, in combinatie met bijzonder ruim begrotingsbeleid en monetair beleid.

**Figuur 9 – EA inflatie en groei 2021 hoger dan verwacht**



**Figuur 10 – Decompositie van voorspelfouten inflatie toont ook rol positieve vraagschokken**

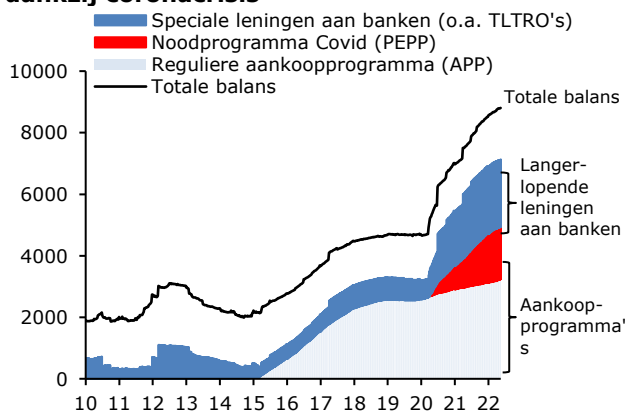


Bron: DNB o.b.v. ECB/SDW. De rechterfiguur is gebaseerd op een VAR-analyse voor inflatie, de energiegcomponent van inflatie, de industriële productie index en de nominale rente. De y-as toont per kwartaal de voorspelfouten van de juni 2021 raming voor inflatie in het eurogebied, opgedeeld in de rol voor vraag- en aanbodschokken. Vanaf 2022K2 worden bijstelling van de inflatieraming gebruikt ipv voorspelfouten. Aanbod- en vraagschokken worden geïdentificeerd middels 'sign restrictions': voor vraagschokken bewegen inflatie en industriële productie dezelfde kant op, terwijl voor aanbodschokken ze in de tegenovergestelde richting bewegen. In de vraagschokken zitten ook monetaire beleidsschokken verwerkt.

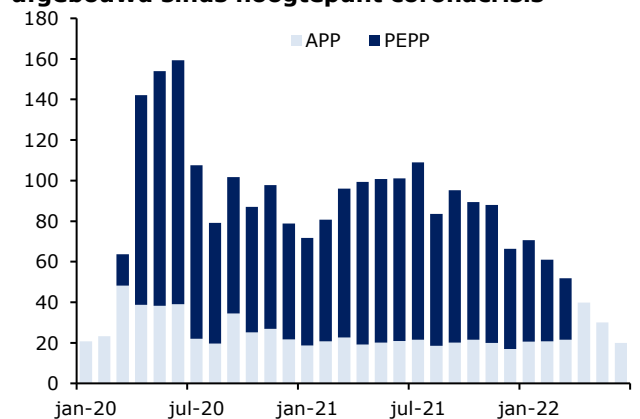
## 4 Wat is de monetaire beleidskoers?

Tegen de achtergrond van hoge inflatie, die dus niet alleen wordt gedreven door een aanbodschok, heeft de Raad van Bestuur van de ECB in december 2021 besloten het monetaire beleid geleidelijk te normaliseren. Centrale banken beïnvloeden inflatie in de eerste plaats via het wijzigen van de beleidsrente. Maar de afgelopen jaren hebben centrale banken ook andere instrumenten ingezet om de prijzen te beïnvloeden, omdat de rente al heel laag was. Voor de ECB specifiek zijn dit het verstrekken van gerichte langerlopende leningen aan banken (*targeted longer-term refinancing operations*, TLTRO<sup>4</sup>) en de aankoopprogramma's van obligaties (APP, PEPP). De centrale bankbalans is hierdoor de afgelopen jaren sterk gegroeid (figuur 11), om de economie te stimuleren, de inflatie – die lang ruim onder de ECB-doelstelling lag – te doen stijgen en permanente schade als gevolg van onrust op financiële markten na de uitbraak van de coronapandemie te voorkomen. Normalisatie van monetair beleid heeft dus betrekking op de verschillende instrumenten. Dit afsluitende hoofdstuk gaat hierop in.

**Figuur 11 – Toename ECB balans vooral ook dankzij coronacrisis**



**Figuur 12 – Aankoopprogramma's fors afgebouwd sinds hoogtepunt coronacrisis**



Bron: DNB o.b.v. ECB-data. Verschil tussen balanstotaal en de rest van de posten is o.a. vreemde valuta, de normale monetaire operaties (MRO, MLF), goudreserves en CBPP1 en 2 (covered bond aankoopprogramma's). Balansdata tot 13 mei 2022. M.b.t. de rechterfiguur: PEPP en APP cijfers bevatten ook aankopen van o.a. bedrijfsobligaties.

### 4.1 Aankoopprogramma's

In december 2021 is besloten het pandemie-aankoopprogramma ("PEPP") te beëindigen per 31 maart 2022, wat inmiddels zonder veel fricties is gelukt.<sup>5</sup> De aankopen onder het reguliere aankoopprogramma ("het APP") worden op dit moment afgebouwd en eindigen naar verwachting aan het begin van het derde kwartaal (zie ook de recente [blog](#) van ECB-president Lagarde). Hiermee zijn maandelijkse totale aankopen van een piek van EUR 160 mrd tijdens het hoogtepunt in de coronacrisis in een vrij snel tempo afgebouwd (figuur 12). Deze afbouw van de aankoopprogramma's vindt hiermee overigens fors sneller plaats dan de ECB in

<sup>4</sup> De derde operatie van de TLTRO eindigt in juni 2023. Tijdens de coronacrisis heeft de ECB de voorwaarden tijdelijk versoepeld evenals de tarieven die banken betalen op de geleende TLTRO-bedragen. Deze speciale voorwaarden eindigen in juni 2022.

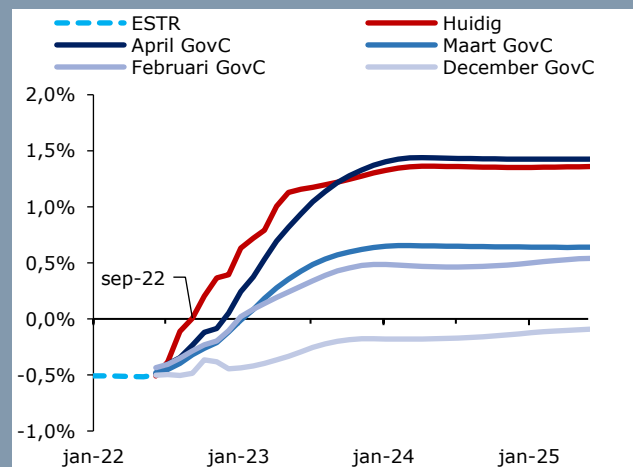
<sup>5</sup> [Monetair beleidsbesluit december 2021](#)

december had voorzien: destijds verwachtte de Raad van Bestuur pas in het vierde kwartaal van dit jaar op hetzelfde aankooptempo te zitten als voor de pandemie en was er nog geen einde aangekondigd.<sup>6</sup> Overigens blijft de ECB voorlopig via herinvesteringen aanwezig in de markt: de ECB is voornemens de aflossingen op aflopende obligaties aangekocht in het kader van het APP, volledig te blijven herinvesteren, geruime tijd voorbij de eerste renteverhoging. Aflopende obligaties onder het PEPP worden tot minimaal eind 2024 geheinvesteerd. Dit is relevant omdat het kan bijdragen aan de normalisatie van monetair beleid, omdat de aanwezigheid van de ECB een soepelere transitie waarborgt waardoor financiële markten hogere rentes beter kunnen absorberen.

### Box 2: Verwachtingen rentepad door financiële markten

De €STR forward curve geeft een indicatie van de ontwikkeling van de beleidsrente die financiële markten verwachten. Een forward curve bestaat uit 'forward rate agreements' voor verschillende looptijden. Marktpartijen gebruiken deze contracten om zich in te dekken voor verwachte beleidsrenteveranderingen. Door forward guidance pogen centrale banken het ingeprijsde rentepad te beïnvloeden, omdat dit doorwerkt op bredere financiële condities. De €STR forward curve is recent sterk naar voren geschoven (zie figuur c), wat impliceert dat markten een snellere stijging van de beleidsrente verwachten. Momenteel wordt een eerste renteverhoging deels in juli ingeprijsd en verwachten markten dat de beleidsrente in september naar 0% is verhoogd (zie figuur c). Hiermee is de marktprijzing voor het beleidsrentepad agressiever dan in december en beweegt deze duidelijk mee met inkomende data.

**Figuur C – Markten prijzen agressiever rentepad**



Bron: Bloomberg. De GovC's vonden resp. plaats op 16 dec 2021, 3 februari 2022, 10 maart 2022 en 14 april 2022. De huidige curve is geplott op 29 mei 2022.

## 4.2 Beleidsrente

Het naar voren halen van de beoogde einddatum van het APP maakt een eerste renteverhoging mogelijk vanaf juli. De ECB heeft namelijk tot nu toe gecommuniceerd dat een eerste renteverhoging enige tijd na het einde van netto-aankopen plaatsvindt en hiervoor aan drie voorwaarden voldaan moet zijn.<sup>7</sup> Zo dient inflatie ruim vóór het einde van de projectieperiode de 2% te bereiken, duurzaam voor de rest van de ramingshorizon op 2% te blijven én moet de ECB Governing Council van oordeel zijn dat bij onderliggende inflatie (geschoond voor meer

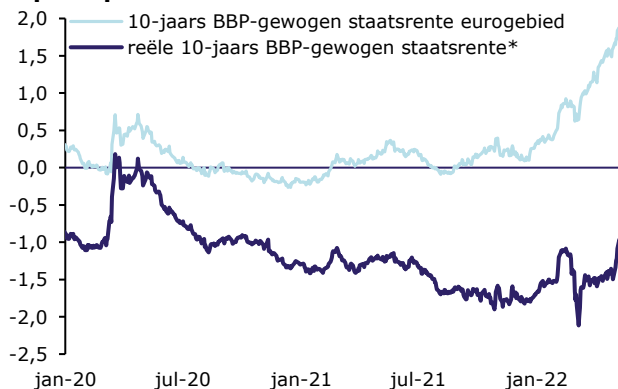
<sup>6</sup> De ECB was voornemens het APP voort te zetten zolang als vanuit de inflatievooruitzichten nodig was, er was zodoende een open einde aan het APP. Aankopen stoppen vlak voor de eerste renteverhoging.

<sup>7</sup> Dat beëindiging van netto-aankopen vooraf gaat aan een renteverhoging, is geen economische wetmatigheid. Deze keuze is door de ECB gemaakt om schokken bij de absorptie van een rentestijging in de economie te voorkomen en omdat de ECB ervoor heeft gekozen de meest onconventionele monetaire maatregelen het eerst uit te faseren alvorens de rente te verhogen.

volatiele inflatiecomponenten, zie hoofdstuk 2) voldoende vooruitgang is geboekt die in overeenstemming is met stabilisering van inflatie op 2% op middellange termijn. Met de huidige vooruitzichten en ontwikkelingen op inflatievlak is het aannemelijk dat hieraan op korte termijn is voldaan en de beleidsrente in juli inderdaad voor het eerst wordt verhoogd (zie ook recente [blog](#) van ECB-president Lagarde).

De (aanstaande) beleidsnormalisatie is al zichtbaar in marktrentes en werkt daarmee al door op de economie in de komende kwartalen. Zo beïnvloedt de centrale bank de economie niet alleen via het verhogen van de beleidsrente of het afbouwen van de aankoopprogramma's, maar ook door middel van communicatie (i.e. forward guidance) over toekomstige veranderingen in obligatieaankopen en beleidsrentes. Door middel van deze communicatie beïnvloeden centrale banken de verwachtingen over de inzet van de verschillende beleidsinstrumenten wat weer doorwerkt op de vorm van de rentecurve, en daarmee de financieringskosten van burgers en bedrijven. Met sterk opwaarts verschoven inflatievooruitzichten, vergeleken met de pre-corona periode, is het ook logisch dat nominale variabelen waaronder kapitaalmarktrentes meebewegen, omdat laatstgenoemde ook een vergoeding betreffen voor het aanhouden van activa die inflatierisico herbergen.

**Figuur 13 – staatsrentes in het eurogebied lopen op in nominale en reële termen**



**Figuur 14 – ook financieringsrentes voor bedrijven en huishoudens stijgen (fors) mee**



Bron: DNB o.b.v. ECB-data, Bloomberg, [actuelerentestanden.nl](#) en SDW – reële rente is gecorrigeerd d.m.v. 10-jaars inflatieswaps. Laatste observatie: 25 mei 2022

Momenteel zijn kapitaalmarktrentes, ook wanneer we corrigeren voor verwachte inflatie (i.e. in reële termen), nog laag maar hier is wel een opwaartse beweging te zien (figuur 13). Dit betekent dat het monetaire beleid in het eurogebied nog ruim is, maar dat de verkrapping is ingezet. Dit is nog sterker te zien in figuur 14 waarin de stijging van rentes op financieringsinstrumenten voor bedrijven (bedrijfsobligaties) en huishoudens (hypotheekrentes) evident is. Dit is dus deels het gevolg van de communicatie over het versneld afbouwen van de ECB aankoopprogramma's. Hiermee samenhangend hebben markten verwachtingen over eerste renteverhogingen naar voren gehaald (zie box 2) en verwachten zij in totaal een hoger aantal renteverhogingen. Het totaal ingeprijsde pad en schattingen waar monetaire normalisatie deze economische cyclus ongeveer neutraal zou zijn is daarbij ook

relevant voor financiële condities (zie box 3). Inprijzing van ECB-renteverhogingen tezamen met oplopende reële rentes op het lange eind van de curve laat zien dat markten rekening houden met de beleidsintenties van de ECB. Daarmee heeft de ECB de normalisatiekoers de facto al ingezet, al is dit nog niet direct terug te zien in de beleidsrente.

### Box 3 – De ‘neutrale’ monetaire stance

Om een idee te krijgen van waar de rente op langere termijn heen zal bewegen kan het nuttig zijn te kijken naar schattingen van de neutrale beleidsrente, oftewel de rente die de economie noch stimuleert noch afremt. Naar deze rente wordt vaak verwezen als “ $r^*$ ”, oftewel de reële rente die zou ontstaan zonder ingrijpen van de centrale bank. Deze  $r^*$  is niet observeerbaar en moet dus via modellen worden geschat. De som van  $r^*$  en de inflatiedoelstelling van 2% levert een schatting op van de nominale neutrale rente en kan daarmee een idee geven van het eindpunt voor beleidsrentes in een economische cyclus. Daarbij moet gezegd worden dat het soms nodig is de rente tot boven  $r^*$  te verhogen om inflatie voldoende af te remmen, bijvoorbeeld bij een oververhittende economie of ontankerende inflatieverwachtingen. Hoewel het basisscenario is dat de ECB de rente zal verhogen tot rond een neutraal niveau, is het dus niet gezegd dat de beleidsrente niet tot boven  $r^*$  kan of moet stijgen. De ECB zal immers blijven verkrappen tot voldoende duidelijk is dat inflatie op de middellange termijn rond de 2% beweegt.

Hier komt bij dat de huidige schattingen van de neutrale reële rente zeer onzeker zijn. Voor het eurogebied liggen deze in een bandbreedte tussen de -1% en 0%. Gegeven het inflatiedoel van 2%, suggereert dit een nominale neutrale rente van om en nabij de 1,5%. De brede range aan schattingen geeft al aan dat de onzekerheid rondom  $r^*$  groot is en daarbij variëren de schattingen tussen gehanteerde modellen. De pandemie heeft de problemen met de modellen vergroot, die gebruikt worden om  $r^*$  te schatten. Omdat het model leunt op geschatte trendgroei en de modellen mogelijk de impact van de coronacrisis hierop overschatten, vormen de schattingen een ondergrens voor de neutrale rente. Niettemin komen de schattingen grofweg overeen met de inschatting die financiële markten maken van de langere-termijn beleidsrente (zie box 2, figuur c).

## 5 Tot slot

De ECB is sinds eind 2021 in een nieuwe omgeving met hoge inflatie terecht gekomen. De inflatie wordt steeds breder gedragen, wat impliceert dat de prijs van steeds meer goederen stijgt. Die veranderde omgeving, na een lange periode met inflatie beneden de doelstelling, vraagt om een aanpassing van het monetaire beleid. Stimulerend beleid is niet langer gepast, en de ECB beweegt daarom al richting een neutraal beleid. De snelheid van deze normalisatie blijft echter afhangen van inkomende cijfers en inzichten over de ontwikkeling van inflatie en de economie in bredere zin. Deze data-afhankelijkheid geldt ook voor het eindpunt van de normalisatie. In eerste instantie worden netto-aankopen van activa afgebouwd en wordt een begin gemaakt met een stijging van de beleidsrente van negatief naar positief terrein. Hoe ver de rente zal moeten doorstijgen om inflatie te doen stabiliseren zal afhangen van de economische situatie en de mate waarin inflatieverwachtingen verankerd blijven.

## Referenties

- Ascari, G., Bonomolo, P., and Q. Haque (2022), [The Long-Run Phillips Curve is... a Curve](#), mimeo
- Camba-Méndez, G., en T. Werner (2017). *The inflation risk premium in the post-Lehman period* (No. 2033). ECB working paper No 2033
- CBS (2022), "[CBS onderzoekt verfijning methode voor berekening energieprijzen](#)"
- DNB (2022), [Economische gevolgen van de oorlog in Oekraïne](#), DNB Analyse maart 2022
- ECB (2006), [Inflation Persistence Network \(IPN\): Brief summary: Inflation Persistence and Price Setting Behaviour in the Euro Area](#)
- ECB (2018), [Measures of underlying inflation for the euro area](#), ECB Economic Bulletin, Issue 4/2018
- ECB (2021), [Monetary policy decisions](#), 16 December 2021
- ECB (2022), [Monetary policy normalisation in the euro area](#), Blog post by Christine Lagarde, President of the ECB, Frankfurt am Main, 23 May 2022
- Galati, G., Moessner, R. and M. van Rooij (2022), [Reactions of household inflation expectations to a symmetric inflation target and high inflation](#), DNB Working Paper No. 743