

Monetair verkrappen gaat voor Nederland niet hard genoeg

Atradius Economisch Onderzoek – januari 2023

Samenvatting

- Met een nieuwe rentestap van 0,5% en de aankondiging van de afbouw van het opkoopprogramma op 15 December jl. heeft de ECB aangegeven dat monetair verkrappen nog even doorgaat. De (HICP) inflatie en de kerninflatie in de eurozone blijven naar het oordeel van de ECB te hoog.
- Ook in Nederland is de (HICP) inflatie hoog en deze bevindt zich ver boven het eurozone gemiddelde. Dit komt vooral door de component energie, die in de Nederlandse inflatie zwaar weegt. Energie werkt ook nog eens door in andere inflatiecomponenten, waardoor ook de kerninflatie (inflatie exclusief voedsel en energie) zich boven het eurozone gemiddelde bevindt.
- In 2023 gaan de Nederlandse inflatie en energie-inflatie naar verwachting sterker teruglopen dan het eurozone gemiddelde, mede door het prijsplafond voor energie. Maar de Nederlandse kerninflatie blijft significant hoger in vergelijking met het eurogebied. Monetair verkrappen gaat vanuit Nederlands perspectief niet hard genoeg.

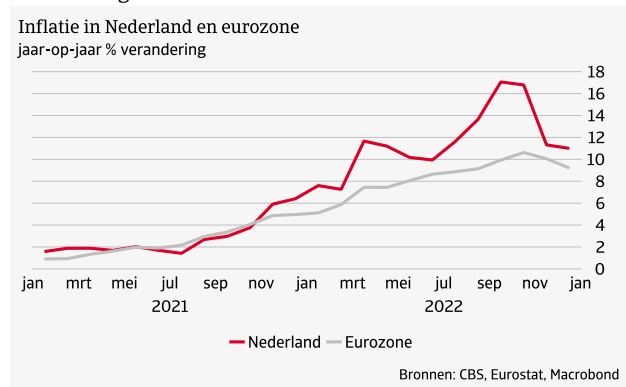
De ECB verkrapt verder

De ECB verhoogde in december 2022 de rente voor de vierde keer dat jaar. De verhoging met 0,5%-punt is wel lager dan de vorige twee rentestappen van ieder 0,75%-punt. De depositorente komt hiermee uit op 2,0%. Tevens is aangekondigd dat met ingang van maart 2023 de portefeuille die is opgebouwd onder het opkoopprogramma met EUR 15 miljard per maand zal worden teruggebracht, tot het einde van het tweede kwartaal van 2023. Daarna zal de snelheid van de afbouw opnieuw worden beoordeeld. De ECB gaf tevens aan dat het waarschijnlijk nodig zal zijn de rente nog significant verder te verhogen. [Inkomende data over de inflatie](#) zullen daarbij leidend zijn.

Het verder verkrappen van het monetaire beleid, zij het in iets lager tempo, komt niet uit de lucht vallen. De inflatie in de eurozone is in 2022 in rap tempo van 5,1%

in januari tot 9,2% jaar-op-jaar opgelopen in december. Dat laatste cijfer mag dan iets lager zijn dan de piek van 10,6% in oktober, het is volgens de ECB duidelijk dat de inflatie nog voor een langere periode boven de doelstelling van 2% zal liggen. De ECB heeft haar inflatieverwachtingen daarbij opwaarts bijgesteld, naar 8,4% voor 2022 en 6,3% in 2023. Dat onderstreept nog eens dat monetair verkrappen onontkoombaar is.

Figuur 1: Inflatie in Nederland en eurozone, jaar-op-jaar % verandering



De inflatie in de eurozone blijft dus, ondanks de eerste signalen van afvlakken, nog steeds erg hoog. Maar toch ligt de inflatie in de eurozone nog altijd lager dan in Nederland. Aan het begin van het jaar stond de Nederlandse inflatie reeds op 7,6%. Dat liep vervolgens op naar 17,1% in september, om in de drie maanden erna weer te dalen, naar 11,0% in december. Daarmee is de Nederlands inflatie in de meest recente maanden iets dichterbij het eurozone gemiddelde gekropen.

De vraag die wij ons in deze bijdrage stellen is hoe de nu nog veel hogere Nederlandse inflatie zich in vergelijking met die van de eurozone gaat ontwikkelen. En daarmee of het tempo van monetair verkrappen, zoals dat zich nu aftekent, aansluit bij de Nederlandse situatie.

Energie stuwt de inflatie

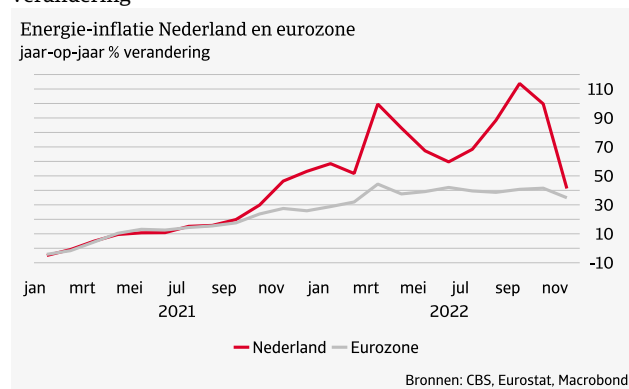
Kijken we naar de inflatiecomponenten, dan zien we dat de relatief hoge Nederlandse inflatie wordt veroorzaakt door zowel energie als de componenten die in de kerninflatie zitten (dat zijn industriële goederen en daarnaast diensten). We bezien eerst nader de component energie.

De energie-inflatie is in de eurozone met 25,7% jaar-op-jaar (december 2022) al hoog, maar in Nederland zien we dat dit cijfer met 30,0% nog hoger ligt. De energie-inflatie in Nederland begon sinds de zomer van 2021 steeds meer uit de pas te lopen ten opzichte van de eurozone, hoewel de verschillen in de meer recente maanden kleiner zijn geworden (zie figuur 2). Het inflatieverschil van de andere volatiele inflatiecomponent, voedsel, is daarentegen relatief beperkt gebleven in 2022. De voedselinflatie komt uit op 13,8% voor de eurozone en 14,0% voor Nederland

Wat zit er achter de relatief hoge Nederlandse energie-inflatie? Hier speelt de gasprijs [een belangrijke rol](#). Alle landen in de eurozone hebben te maken met de door het Rusland-Oekraïne conflict explosief gestegen gasprijs, maar die werkt sterk verschillend door in de inflatie per land. Die doorwerking hangt ten eerste af van de mate waarin gas wordt gebruikt in de energievoorziening. In Nederland is dat zeer ruim; in een land als Frankrijk veel

minder, daar speelt nucleaire energie een belangrijkere rol. De gasprijsstijging heeft daardoor in Nederland meer gewicht in de totale prijsstijging van energie. Meer specifiek, de gasconsumptie beslaat hier 3,7% van het totale consumptiemandje waar de inflatie uit is afgeleid, tegenover 2,2% in de eurozone.

Figuur 2: Energie-inflatie Nederland en eurozone, jaar-op-jaar % verandering



Voorts speelt een rol in welke mate de gasprijsstijging op de markt doorwerkt in de prijs van elektriciteit. Nederland hanteert een specifieke berekeningsmethode voor de energie-inflatie. Daarbij wordt ervan uitgegaan dat marktprijsveranderingen van gas vrijwel direct zichtbaar zijn in de elektriciteitsprijzen, omdat de contracten van huishoudens verondersteld worden variabel te zijn.¹ Maar dat is niet het enige verschil. Frankrijk bijvoorbeeld had in 2022 al een gasprijsplafond ingesteld. Daar komen gasprijsstijgingen maar tot op zekere hoogte tot uitdrukking in de elektriciteitsrekening voor huishoudens. Dit in tegenstelling tot Nederland, waar ieder huishouden in november en december 2022 een bedrag van EUR 190 heeft ontvangen ter compensatie van de hoge gasprijs. De Franse inflatie wordt gedrukt door het prijsplafond, de Nederlandse inflatie in 2022 niet.² Sinds begin dit jaar is dit veranderd aangezien er inmiddels ook in Nederland een prijsplafond is voor energie. Deze factoren worden zichtbaar in de prijsverhoging van elektriciteit sinds begin 2022 in Nederland in vergelijking met die van Frankrijk. Voor het Nederlands huishouden berekenen we die op ruim 200%; voor Frankrijk op slechts ongeveer 15%.³

Ook de kerninflatie is in Nederland relatief hoog

Ook voor de kerninflatie zien we een behoorlijk verschil tussen Nederland en de eurozone: 5,2% voor de eurozone in december 2022 en 7,1% voor Nederland. Het kerninflatieverschil werd begin 2022 zichtbaar en is sindsdien gegroeid (zie figuur 3).

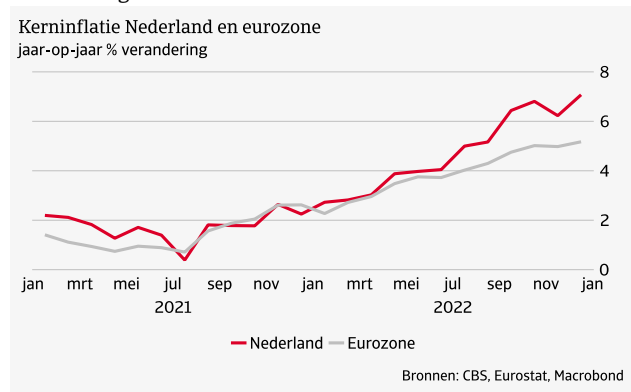
¹ Het CBS doet momenteel onderzoek naar de berekeningswijze van de inflatie van energieprijzen.

² Wel had de verhoging van de heffingskorting (vermindering energiebelasting) op energie en de verlaging van het btw-tarief in

2022 een drukkend effect op de Nederlandse inflatie. Frankrijk had zelf ook een (tijdelijke) verlaging van de btw op energie. Hoe deze maatregelen precies tegen elkaar uitwerken, is moeilijk na te gaan.

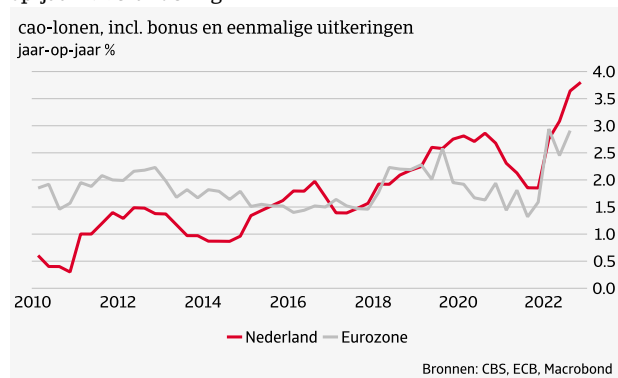
³ Geschatte cijfers op basis van [dit artikel](#).

Figuur 3: Kerninflatie Nederland en eurozone, jaar-op-jaar % verandering



De relatief sterke stijging van de Nederlandse kerninflatie heeft sinds de zomer van vorig jaar een impuls gekregen door de sterk opgelopen inflatie van diensten in Nederland. Tot juli 2022 was de diensteninflatie in Nederland lager dan in de eurozone, maar daarna kwam de omslag, waarbij de diensteninflatie in Nederland een stuk hoger kwam te liggen; in december was het verschil met de eurozone 1,4%-punt. Daarnaast was de inflatie van industriële goederen, de andere component van de kerninflatie, in Nederland de afgelopen anderhalf jaar structureel hoger dan in de eurozone.⁴

Figuur 4: Cao-lonen, incl. bonus en eenmalige uitkeringen, jaar-op-jaar % verandering



Het ligt voor de hand dat de hogere energie-inflatie, en vooral de gasprijsontwikkeling, doorwerkt in de kerninflatie. Voor de productie van goederen en diensten, de twee componenten van de kerninflatie, is immers energie nodig. Verder kunnen in de kerninflatie hogere loonkosten een rol spelen. De eerste indruk is dat dit weleens het geval zou kunnen zijn. De Nederlandse arbeidsmarkt is al enige tijd zeer gespannen; er staat een recordaantal vacatures open en het laatste werkloosheidscijfer bedraagt slechts 3,6% (november 2022). Daarmee heeft Nederland een van de laagste werkloosheidscijfers in de eurozone. Voor de eurozone als geheel ligt de werkloosheid, ondanks een dalende trend, op een aanzienlijk hoger niveau van 6,5%.

⁴ Data van prijsniveaus voor Nederland en de eurozone suggereren niet dat er sprake is van een onderliggende inhaalslag van prijzen voor industriële goederen.

⁵ Die verwachting is met de nodige onzekerheid omgeven. Zoals blijkt uit een analyse van The Economist heeft Rusland nog de

De nominale loongroei lijkt in Nederland iets sterker toe te nemen dan in de eurozone als geheel. Dit blijkt bijvoorbeeld uit de ontwikkeling van cao-lonen (zie figuur 4). De cao-loonstijging bedroeg in Nederland 3,8% in het vierde kwartaal van 2022. Het laatste eurozone cijfer is van een kwartaal eerder en bedroeg 2,9%.

Vershil kerninflatie blijft hardnekkig

We zagen eerder dat de inflatie in Nederland hoger ligt dan in de eurozone, wat verklaarbaar is vanuit de hogere energie-inflatie en de kerninflatie. Voor het monetaire beleid is niet alleen de huidige inflatie van belang, maar ook de verwachte inflatie. En voor de beoordeling van het monetaire beleid vanuit Nederlands perspectief gaat het dan vooral om de verwachte inflatieontwikkeling in Nederland.

In [een eerdere research note](#) hebben wij betoogd, en met berekeningen ondersteund, dat de inflatie in de loop van 2023 gaat teruglopen. Daarbij gaat het om (i) structurele factoren zoals globalisering, digitalisering, migratie en vergrijzing die de onderliggende inflatie drukken; (ii) de verschuiving van de geaggregeerde vraag van goederen naar diensten, die de druk op de internationale productieketens verlaagt; (iii) de relatief beperkte loonontwikkeling; en (iv) de beperkte inflatieverwachtingen. En het verkrappende monetaire beleid draagt uiteraard ook een steentje bij. Voor het hoog blijven van de inflatie zou een nieuwe energieschok nodig zijn, en dat is niet onze verwachting. Overigens gaan wij er wel vanuit dat de huidige energieprijzen hoog en volatiel blijven.⁵

Deze inflatie mitigerende factoren gelden voor de situatie in de eurozone als geheel. Maar zij gelden ook voor Nederland. En voor zover dat in min of meer gelijke mate is, kan de Nederlandse inflatie eveneens teruglopen en wel sterker (zoals ze ook in sterkere mate is opgelopen) dan de Europese. Zeker nu Nederland een prijsplafond heeft ingevoerd. De vraag is of dat ook kan worden beargumenteerd.

De eerste twee factoren die de inflatie gaan terugdringen zijn de structurele en de verschuiving van de vraag naar diensten. Daarvan kan niet worden beargumenteerd dat de situatie in Nederland afwijkt van die van de eurozone; het betreffen hier internationale factoren. Voor de loonontwikkeling ligt dat anders, die is lokaal. We hebben gezien dat de loongroei in Nederland boven die van de eurozone ligt, maar deze wel onvoldoende is om de Nederlandse inflatie bij te houden. Is er een kans dat Nederland een periode van sterke loongroei tegemoet gaat? Gezien de krappe arbeidsmarkt en de hoge inflatie is dit zeker niet uit te sluiten. Wij verwachten echter geen langdurige, zichzelf versterkende loon-prijsspiraal

nodige kaarten achter de hand in het geopolitieke energiespel. De essentie ervan is dat er nu nog voldoende gas van Rusland naar Europa stroomt om het aanbod te beperken en prijzen op te drijven. Zie "The West versus Russia. From crisis to catastrophe", The Economist, 5 november 2022.

ontstaat. Internationaal vergelijkend onderzoek⁶ laat zien dat bij historische inflatie-episodes die lijken op de huidige ontwikkelingen, er slechts in een klein aantal gevallen een zichzelf versterkende loon-prijsspiraal ontstaat.

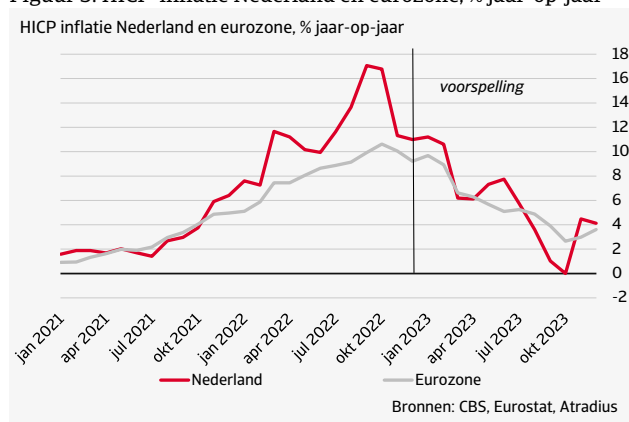
Aannemelijker is dat de nominale lonen de komende tijd zullen stijgen, ter compensatie van de initiële prijsschok, en dat dit effect naar verloop van tijd uitdooft wanneer de inflatie weer gaat dalen. In hoeverre werknemers erin slagen hogere lonen af te dwingen, hangt af van een aantal factoren, waaronder de arbeidsmarktkrapte en de onderhandelingsmacht van vakbonden.

Arbeidsmarktkrapte is in Nederland zeker aanwezig, maar de onderhandelingsmacht van vakbonden is wel verzwakt ten opzichte van een aantal decennia geleden.⁷ Tot dusver stijgen de lonen nog onvoldoende om de hoge inflatie volledig te compenseren. De verwachting is desalniettemin dat we een periode in zullen gaan van relatief hoge loonstijgingen. Dit geldt voor de eurozone als geheel, maar gezien relatief sterke arbeidsmarktkrapte voor Nederland in sterkere mate.

De laatste factor die van belang is, zijn de energieprijzen. We nemen aan dat de energieprijzen weliswaar hoog blijven, maar dat de inflatie-impuls vanuit die bron uitdooft, ook voor Nederland. Dat toonden we al eerder rekenkundig aan.⁸ En daar komt dan nog het effect van het prijsplafond voor Nederland bovenop. Het prijsplafond, dat de gas- en elektriciteitsprijs voor een bepaald verbruik maximeert – werkt als een (tijdelijke) negatieve energieprijsschok, die wij inschatten op 17,3% (zie berekeningen in de appendix). Dat heeft een effect van 1,9%-punt op de totale inflatie.

Het beeld dat vervolgens oprijst is van een dalende inflatie, ook in Nederland. En wel een die sneller daalt dan in de eurozone. Inderdaad, door het onderliggende rekenkundige effect van niet verder (of nog maar zeer beperkt) stijgende energiekosten en de negatieve energieprijsschok vanuit het prijsplafond. De HICP inflatie komt volgens onze verwachting in de loop van 2023 onder die van de eurozone uit (zie figuur 5).

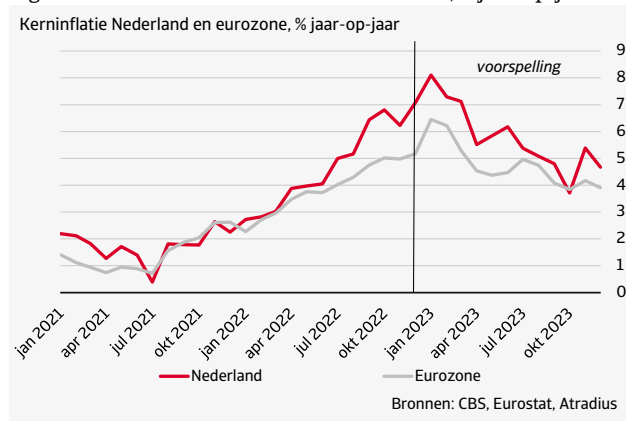
Figuur 5: HICP-inflatie Nederland en eurozone, % jaar-op-jaar



⁶ IMF (2022), Wage-Price Spirals: What is the Historical Evidence?, IMF Working Paper, WP/22/221

⁷ Werkgevers zullen er daarbij op wijzen dat de prijzen van in

Figuur 6: Kerninflatie Nederland en eurozone, % jaar-op-jaar



Daarmee is de kous niet af. Het gaat bij het monetaire beleid ook om de kerninflatie, en die is en blijft hoger in Nederland (zie figuur 6). Dat komt vooral doordat energieprijsstijgingen voor de producenten nog met vertraging doorwerken in de prijzen voor de industriële goederen en diensten en ook de loonkosten in Nederland iets sneller toenemen dan in de eurozone. Daarbij zal de negatieve energieprijsschok door het prijsplafond niet of nauwelijks doorwerken in de Nederlandse kerninflatie; het prijsplafond slaat neer bij consumenten, en niet bij producenten. Daarbij is het een tijdelijke maatregel, die alleen voor 2023 geldt. Met die persistent hogere kerninflatie in het achterhoofd mag de monetaire rem door de ECB, vanuit Nederlands perspectief, inderdaad wel wat harder worden aangetrokken.

John Lorie, Chief Economist
john.lorie@atradius.com
 +31 20 553 3079

Theo Smid, Senior Economist
theo.smid@atradius.com
 +31 20 553 2169

Nederland geproduceerde goederen niet zo hard zijn gestegen. De inflatie komt met name door import (van energie).

⁸ In [dit artikel](#), zie noot 6.

Hebt u dit rapport met interesse gelezen? Kijkt u dan ook eens op onze website www.atradius.nl. U vindt hier nog meer Atradiuspublicaties die zich richten op de mondiale economie, waaronder landenrapporten, sectoranalyses, advies over creditmanagement en artikelen over actuele business topics.

Actief op Twitter? Volg [@atradiusNL](https://twitter.com/atradiusNL) om up to date te blijven met de nieuwste versies van onze rapporten.

Volg Atradius op
sociale media



@atradiusNL Atradius-Nederland atradiusNL

Disclaimer

Deze publicatie wordt louter ter informatie verstrekt en is niet bedoeld als beleggingsadvies, juridisch advies of enige aanbeveling aan de lezer(s) met betrekking tot specifieke transacties, investeringen of strategieën. Lezers zijn zelf verantwoordelijk voor het nemen van commerciële en andere beslissingen omtrent de verstrekte informatie. Hoewel Atradius al het noodzakelijke heeft gedaan om te verzekeren dat de informatie in deze publicatie verkregen is van betrouwbare bronnen, kan Atradius niet verantwoordelijk gesteld worden voor fouten of omissies, of voor de resultaten verkregen door gebruik van deze informatie. Alle informatie in deze publicatie wordt gegeven 'zoals ze is', zonder garantie op volledigheid, accuraatheid, tijdsgebondenheid, of op de resultaten verkregen door gebruik van de publicatie, en zonder garantie van enige soort, uitdrukkelijk of geïmpliceerd. In geen geval zal Atradius, haar gerelateerde partners of corporaties, of de partners, agenten of werknemers hiervan verantwoordelijk gesteld kunnen worden voor enige genomen beslissing of actie die zij zouden nemen op basis van de in deze publicatie verstrekte informatie, of voor enig verlies van kansen, winstderving, productieverlies, omzetverlies of gevolgschade, speciale of soortgelijke schade van welke aard dan ook, zelfs wanneer de lezer in kennis is gesteld van de mogelijkheid van dergelijke verliezen of schade.

Copyright Atradius N.V. 2023

Atradius
David Ricardostraat 1 – 1066 JS Amsterdam
Postbus 8982 – 1006 JD Amsterdam
Nederland
Tel.: +31 20 553 9111
info@atradius.nl
www.atradius.nl