



Inflatiescenario's

De inflatie is op dit moment in veel landen heel hoog, maar daalt naar verwachting in 2023. De ECB kan er door geloofwaardig beleid voor zorgen dat de inflatieverwachtingen in de eurozone voor de middellange termijn (drie tot vijf jaar) stabiel rond de 2% zijn. Het risico op een instabiele en hoge inflatie met een loonprijs-spiraal is klein.

In Nederland is de collectieve verarming als gevolg van de verslechtering van de ruilvoet tot nu toe beperkt. De verdeling van de lasten en baten is echter scheef. Een eenmalige loongolf kan voor een gelijkmatiger verdeling van de lasten zorgen.

CPB - juni 2022

Yvonne Adema, Adam Elbourne,
Matthijs Katz, Sonny Kuijpers,
Marco Ligthart, Beau Soederhuizen,
Rixt Swierstra, Eva van der Wal

Inflatiescenario's middellange termijn

De inflatie is op dit moment in veel landen heel hoog, maar daalt naar verwachting in 2023. De ECB kan er door geloofwaardig beleid voor zorgen dat de inflatieverwachtingen in de eurozone voor de middellange termijn (drie tot vijf jaar) stabiel rond de 2% zijn. Het risico op een instabiele en hoge inflatie met een loonprijsstijging is klein.



COVID19

Na de coronacrisis, met extra vraag naar goederen en diensten



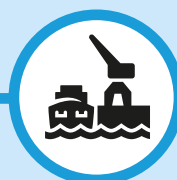
Oekraïne

... en nu de oorlog in Oekraïne



energie

... zijn de energieprijzen verder gestegen



waardeketens

... en zijn de internationale aanvoerketens verstoord.

scenario

1 stabiel op circa 2%



schokken



- Eenmalige schokken doven uit, **aanbod** herstelt zich maar **niet volledig**

inflatieverwachtingen



- **Stabiele** inflatieverwachtingen **rond** inflatiedoelstelling centrale bank

monetair beleid



- **Afbouw monetair beleid** totdat inflatiedoelstelling is bereikt
- **Vertrouwen** in centrale bank
- Heldere **communicatie**

lonen



- Beperkte doorwerking inflatie in lonen
- **Geen loonprijsstijging**
- Looneisen conform **stabiele inflatieverwachtingen**

2 stabiel maar laag



- Eenmalige schokken doven uit, **aanbod** herstelt zich

- **Stabiele** inflatieverwachtingen
- Risico op **deflatie**

- Afbouw monetair beleid, bij voorbijschieten inflatiedoelstelling weer enige mate van **stimulering**

3 instabiel en hoog



- Opeenvolging van schokken
- **Langdurige** volatiliteit

- **Instabiele** inflatieverwachtingen
- Herhaaldelijk **opwaarts bijstellen** inflatie, waardoor bestedingen naar voren worden gehaald

- **Geen vertrouwen** in centrale bank
- Mogelijk abrupt **bijsturen**
- Vertrouwen in euro neemt af, met risico's voor **staatsschulden** eurolanden

- Volledige doorwerking van:
 - inflatie op lonen
 - lonen op inflatie
- Ontstaan **loonprijsstijging**

Ruimte voor loonstijgingen

In Nederland is de collectieve verarming als gevolg van de verslechtering van de ruilvoet tot nu toe beperkt. De verdeling van de lasten en baten is echter scheef. Een eenmalige loongolf kan voor een gelijkmatiger verdeling van de lasten zorgen.



Samenvatting

De inflatie is in veel landen als gevolg van de coronapandemie en de oorlog in Oekraïne tot recordhoogtes gestegen. De coronagolven in 2020 en 2021 hebben een prijsopdrijvend effect in 2022. Dit komt door de naweeën in de verstoring van wereldwijde productie- en logistieke ketens. Tegelijkertijd gaat het economisch herstel gepaard met een aantrekkende vraag. Door deze stijging van de vraag naar goederen en diensten en een achterblijvend aanbod, stegen de prijzen. De oorlog in Oekraïne heeft de prijzen verder verhoogd. De energieprijs nam sterk toe en inmiddels stijgen ook de prijzen in andere categorieën, waaronder voedsel, meer dan normaal. Het grootste deel van de inflatie in Nederland komt door stijgende importprijzen.

De verwachting is dat de inflatie in 2023 zal dalen. De gemeten jaar-op-jaar-inflatie blijft in 2022 hoog. Zelfs als alle prijzen niet meer stijgen vanaf mei 2022, komt de gemeten inflatie op basis van de geharmoniseerde index van consumentenprijzen (hicp) voor 2022 gemiddeld uit op 8,7%. Voor 2023 zal dit zogenoemde basiseffect veel geringer zijn. Voor het verdere verloop van de inflatie spelen zowel inflatoire als deflatoire effecten. Oplossing van de problematiek in de aanvoerketens en een einde aan de oorlog in Oekraïne werken deflatoir. Zolang het gasaanbod niet verder afneemt is er geen reden om te verwachten dat energieprijzen nog meer gaan stijgen, al zullen die naar verwachting niet meer terugkeren naar het niveau van voor 2020. Dit zal de inflatie ook drukken. Doorwerking van de hogere energieprijzen in de prijzen van consumptiegoederen en -diensten heeft juist een inflatoir effect. Lonen zullen naar verwachting stijgen gegeven de krappe arbeidsmarkt en de gematigde ontwikkeling van de lonen in het afgelopen decennium. Dit heeft ook een opwaarts effect op de inflatie.

We schetsen drie scenario's voor de ontwikkeling van de inflatie over drie tot vijf jaar. Om de inflatie op middellange termijn op een stabiel niveau van rond de 2% te houden is het vertrouwen in de centrale bank cruciaal. De ECB kan er door geloofwaardig beleid voor zorgen dat de inflatieverwachtingen in de eurozone van huishoudens, bedrijven en financiële instellingen voor de middellange termijn stabiel zijn. Het is echter ook mogelijk dat we terugkeren in de situatie van een stabiel lage inflatie onder de 2%, als bijvoorbeeld huishoudens en bedrijven de verwachting hebben dat het negatieve economische vooruitzicht op de middellange termijn aanhoudt en ze daarom hun bestedingen beperken of uitstellen. Een derde mogelijkheid is een situatie van een instabiel en hoge inflatie als er een loonprijspiraal ontstaat, bijvoorbeeld door automatische prijscompensatie in lonen, of als het vertrouwen in de ECB wordt verloren. Dit scenario achten we onwaarschijnlijk en kan voorkomen worden door prudent gedrag bij cao-onderhandelingen en rolvastheid van de ECB.

Inflatie door importen verlaagt in eerste instantie de koopkracht, dat geldt niet voor looninflatie.

Loonstijgingen kunnen inflatoir werken als deze worden doorberekend in productprijzen door de binnenlandse producenten. Stijgende prijzen ten gevolge van loonsverhogingen hollen de koopkracht niet uit: huishoudens betalen meer maar krijgen ook een hoger loon. Stijgende importprijzen maken ons echter collectief armer, doordat er meer betaald moet worden aan het buitenland. Dit geld komt niet terug bij de huishoudens en verlaagt hun koopkracht.

Er is ruimte voor loonstijgingen. Stijgende importprijzen van met name energie hebben ons collectief armer gemaakt. Tegelijkertijd zijn de prijzen van de Nederlandse export ook hard gestegen. De collectieve verarming als gevolg van veranderende handelsprijzen is in 2021 daardoor maar 0,5 procentpunt van het bbp. De verdeling van de lasten en baten is echter scheef. De bedrijfswinsten nemen al een paar jaar toe, terwijl huishoudens te maken hebben met hogere energielasten. Een eenmalige loongolf kan voor een gelijkmatiger verdeling van de lasten zorgen. Het voorkomen van een loonprijspiraal (die bijvoorbeeld zou kunnen ontstaan door introductie van automatische prijscompensatie) is daarbij wel cruciaal.

1 Inleiding

In deze publicatie beschrijven we de huidige inflatieontwikkelingen en geven we een doorkijk naar de rest van dit jaar en komend jaar. Als gevolg van de coronapandemie en de oorlog in Oekraïne is de inflatie in veel landen tot recordhoogtes gestegen. Sinds maart 2022 is de Nederlandse consumentenprijsinflatie rond de 10%. Dit hebben we sinds de eerste energiecrisis in de jaren 70 niet meer gezien. De stijging van de inflatie komt vooral door de stijging van de energieprijzen, maar verbreedt zich inmiddels ook. De kerninflatie (inflatie exclusief voedsel en energie) is in mei 2022 gestegen naar 4%. De producentenprijzen zijn ook sterk gestegen. De vraag is of en wanneer de hogere productiekosten worden doorberekend in de consumentenprijzen.

Daarnaast beschrijft deze publicatie een drietal scenario's voor de ontwikkeling van de inflatie over drie tot vijf jaar. In deze scenario's wordt geschetst waar de inflatie voor Nederland naar toe kan bewegen en wat het pad is van economische factoren die daaraan bijdragen. De scenario's zijn: 1) een stabiele inflatie rond de 2%, 2) een stabiel lage inflatie onder de 2%, en 3) een instabiele en hoge inflatie. Om de inflatie op middellange termijn op een stabiel niveau van rond de 2% te houden is het vertrouwen in de centrale bank cruciaal. De Europese Centrale Bank (ECB) kan er door geloofwaardig beleid voor zorgen dat de inflatieverwachtingen in de eurozone voor de middellange termijn stabiel zijn.

Ten slotte analyseren we in hoeverre de verslechtering van de ruilvoet Nederland collectief armer heeft gemaakt. Dit hangt niet alleen af van de importprijzen, maar ook van de exportprijzen en het handelssaldo. We concluderen dat in Nederland de collectieve verarming door de verslechtering van de ruilvoet tot nu toe beperkt is, terwijl de verdeling van de lasten en baten scheef is. Een eenmalige loongolf kan voor een gelijkmatiger verdeling van de lasten zorgen.

2 Definities

Inflatie is een stijging van het algemene prijspeil en betekent dat geld in waarde vermindert. Het is een term die veel wordt gebruikt onder economen, in het nieuws en in de volksmond, maar de definitie kan verschillen. Verschillende definities ontstaan doordat verschillende prijzen worden toegerekend aan het 'algemene prijspeil'. Wanneer er over 'inflatie' wordt gesproken als de 'prijs van alle bestedingen' (dus prijzen voor consumenten, producenten, investeringen, arbeid, etc.), wordt er vaak gebruikgemaakt van de bbp-deflator¹ als inflatie-indicator. Maar wanneer er wordt gesproken over 'inflatie' als de 'prijs voor consumenten', wordt de geharmoniseerde index van consumentenprijzen (hicp) of de consumentenprijsindex (cpi) als inflatie-indicator gebruikt.

In deze publicatie focussen we op de consumentenprijsinflatie en gebruiken we de hicp als primaire indicator. We kiezen voor de consumentenprijsinflatie omdat deze ook als inflatie-indicator wordt gebruikt in CPB-ramingen en bij de ECB.² De hicp-inflatie meet de jaar-op-jaarprijsstijging van het consumptiemandje van huishoudens. De hicp is op Europese standaarden geharmoniseerd³, terwijl de cpi de Nederlandse

¹ De bbp-deflator geeft de prijsstijging weer van het bruto binnenlands product (bbp) en is daarmee een indicator van prijsveranderingen in de economie.

² Zie [\(link\)](#) en [\(link\)](#).

³ Er kunnen echter wel verschillen zijn in de manier waarop prijsontwikkelingen worden gemeten. Zo zijn er bijvoorbeeld verschillen tussen sommige landen met betrekking tot het meten van energiecontractprijzen. Zie [\(link\)](#)

berekeningswijze volgt. Verschillen tussen de hicp en de cpi zijn te vinden in de samenstelling van het consumptiemandje, waarbij het grootste verschil is dat de hicp niet de kosten van wonen in een eigen woning meeneemt en de cpi wel. Verder kijkt de cpi naar de consumptie *van Nederlanders*, terwijl de hicp kijkt naar de consumptie *in Nederland*.⁴

Een algemene prijsstijging kan eenmalig of langdurig van aard zijn. Inflatie neemt toe als één of een aantal prijzen sterk oplopen (geconcentreerde inflatie), maar de inflatie kan ook stijgen als over de hele breedte componenten in prijs stijgen. Prijsstijgingen van enkele componenten kunnen via de kostenstructuur van bedrijven doorwerken op andere producten en diensten en zo bijdragen aan een breed gedragen inflatie. Zo hebben ook bedrijven met hoge energieprijzen te maken, waardoor in de cpi/hicp meerdere producten en diensten in prijs stijgen. Dit effect op inflatie is eenmalig als de prijsschokken eenmalig zijn en verwachtingen onveranderd blijven. In dat geval is de hogere inflatie tijdelijk. Het effect op inflatie is echter structureel wanneer ook de inflatieverwachtingen en/of het beleid structureel veranderen, en kan dan gepaard gaan met een langdurig hogere inflatie. Een prijsschok kan een permanent effect hebben op prijzen en een tijdelijk effect op inflatie; minder gasaanbod kan bijvoorbeeld zorgen voor permanent hogere energieprijzen maar zal een tijdelijk effect hebben op inflatie wanneer de energieprijzen zich stabiliseren.

3 Huidige situatie

3.1 Inflatie-ontwikkelingen

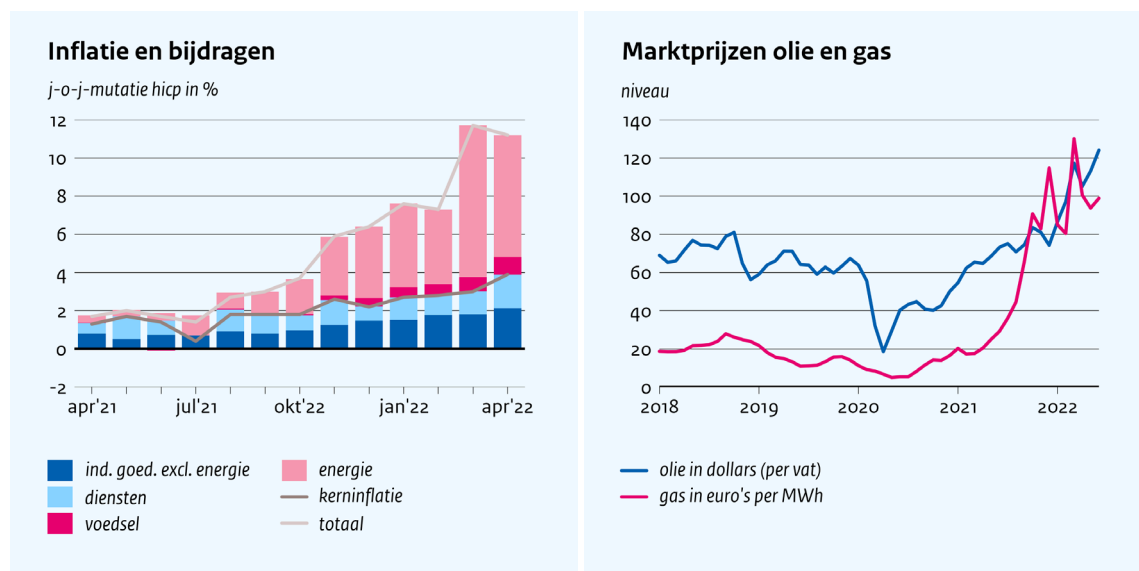
Het afgelopen jaar is de consumentenprijsinflatie steeds verder toegenomen. Sinds maart 2022 ligt de Nederlandse consumentenprijsinflatie rond de 10%. Dat is in historisch perspectief erg hoog: alleen ten tijde van de eerste energiecrisis in de jaren 70 was de inflatie meerdere maanden zo hoog. Vanaf halverwege 2021 laat de inflatie een behoorlijke versnelling zien. De stijging van de kerninflatie (inflatie exclusief voedsel en energie) bedraagt in mei 2022 4% en blijft daarmee fors lager dan de totale inflatie. Het is dan ook vooral de stijging van de energieprijzen die de totale inflatie opstuwt. De bijdrage van energie aan het inflatiecijfer voor mei bedraagt ongeveer 6%-punt. Binnen de kerninflatie zorgt met name de prijsontwikkeling van industriële goederen uitgezonderd energie voor een toename (zie figuur 3.1 links). De hogere energieprijzen leiden tot hogere kosten en worden waarschijnlijk met name in dit type goederen doorberekend in de afzetprijs. Diensten hebben minder te lijden onder de hoge energieprijzen en laten een kleinere versnelling zien. In de VS zijn consumentenprijzen nog harder gestegen (zie kader op pagina 8).

De hoge inflatie is vooral het gevolg van het uitdoven van de coronapandemie en het uitbreken van de oorlog in Oekraïne. Het sterke herstel van de economie in 2021 ging gepaard met een stijgende vraag naar goederen en diensten. Het aanbod bleef echter achter, waardoor grondstoffenprijzen stegen, met name de prijzen van energie (zie figuur 3.1 rechts). Tegelijkertijd was er door de vele lockdowns sprake van een vraagverschuiving van diensten naar (duurzame) consumptiegoederen. Dat leidde, in combinatie met het sterke economische herstel, tot een forse toename van de mondiale handel in goederen waardoor de logistieke ketens verstoord raakten. Daardoor namen naast de prijzen voor grondstoffen ook de vervoerstarieven sterk toe. Als gevolg van de oorlog in Oekraïne zijn de energieprijzen nog verder gestegen. De EU is sterk afhankelijk van gas en olie uit Rusland, en onzekerheid over de levering leidt tot hogere prijzen. Daarnaast zijn de prijzen van metalen en voedselproducten door de oorlog verder toegenomen door een beperktere export daarvan vanuit Rusland en Oekraïne. Ook zijn internationale aanvoerketens verder

⁴ Zie [\(link\)](#).

verstoord omdat Rusland en Oekraïne vermeden worden; hierdoor wordt ook transport uit andere landen duurder.

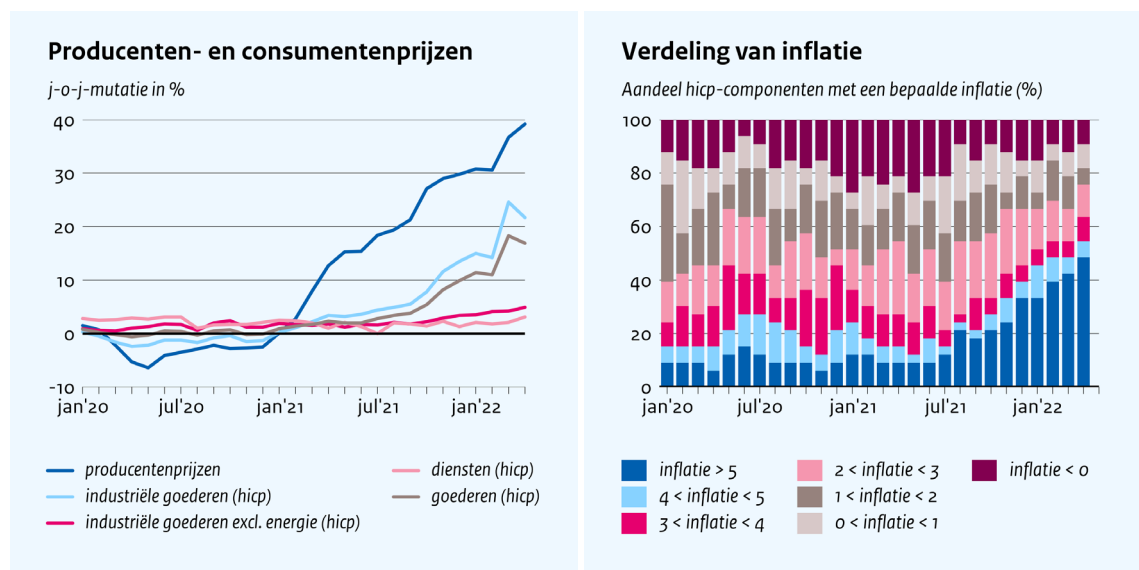
Figuur 3.1 Jaar-op-jaar-inflatie en bijdragen in Nederland (links) en energieprijzen (rechts)



Bron: Eurostat en Datastream

De inflatie heeft zich sinds halverwege 2021 geleidelijk verbreed. Vanaf halverwege 2021 nam vooral de energiecomponent van de inflatie in Nederland sterk toe, maar ook andere componenten in de hici laten steeds vaker een grote prijsstijging zien. Het aandeel componenten in de hici met een inflatie van meer dan 5% is sinds afgelopen zomer toegenomen van ruim 10% naar bijna 50% in april 2022 (zie figuur 3.2 rechts). Deels is dat het gevolg van de stijging van de producentenprijzen: Nederlandse producenten die worden geconfronteerd met hogere kosten voor energie, (geïmporteerde) halffabricaten en vervoerskosten verhogen hun afzetprijzen en dragen daarmee bij aan de verbreding van de inflatie. Ook de inflatie voor diensten neemt recent toe en bedraagt 2,9% in mei (zie figuur 3.2 links). Dat ligt boven het historisch gemiddelde voor de afgelopen jaren, maar is ten opzichte van de stijging bij goederen nog relatief beperkt.

Figuur 3.2 Producentenprijzen en onderdelen consumenteninflatie (links) en verdeling inflatie (rechts) in Nederland



Bron: Eurostat

De omvang en intensiteit van de inflatieverbreding is afhankelijk van wanneer de productiekosten worden doorberekend aan consumenten en van de economische situatie. Volgens de ECB duurt het meestal meer dan een jaar voordat producentenprijzen (uitgezonderd energie) zich vertalen in consumentenprijzen.⁵ Maar de mate waarin kosten worden doorberekend varieert over de tijd en is afhankelijk van de economische situatie. Het sterke economische herstel na corona, waarbij het aanbod de gestegen vraag moeilijk kon bijbenen, kan tot een sterkere doorberekening hebben geleid.

3.2 Monetair beleid, inflatieverwachtingen en lonen

De ECB heeft lange tijd geprobeerd de inflatie te verhogen naar ongeveer 2%. Al sinds 2014 hanteert de ECB daartoe zelfs een negatieve beleidsrente. Banken hebben hierdoor ook een lage rente doorberekend aan schuldenaars, waaronder huishoudens en bedrijven. Daarnaast heeft de ECB andere maatregelen genomen om de inflatie te laten toenemen, zoals gerichte langlopende leningen aan banken en de aankoopprogramma's van obligaties in het kader van het *Asset Purchase Programme* (APP) en het *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP). Door het opkopen van staats- en bedrijfsobligaties drukt de ECB de kosten van (her)financiering van schuld voor zowel bedrijven als overheden in de eurozone. Doordat de ECB een grote koper is op de markt voor bedrijfs- en overheidsschuld heeft dit bijgedragen aan een daling van kapitaalmarkrentes op die schulden.

Desondanks bleef de Europese inflatie lange tijd onder de ECB-doelstelling. Het ruime monetaire beleid van de afgelopen jaren zou de economie hebben moeten stimuleren en daarmee de inflatie verhogen. Tot 2021 lag de inflatie in de eurozone echter onder de ECB-doelstelling van 2%. Pas in 2021 is de inflatie in de eurozone opgelopen, grotendeels door de stijging van energieprijzen, tot 8,1% in mei 2022 (zie figuur 3.3 rechts). Om de oplopende inflatie af te remmen, heeft de ECB recent besloten de monetaire steunpakketten af te bouwen en de rente te verhogen. De (netto) aankopen in het kader van het PEPP waren al gestopt per eind maart; de aankopen onder het APP zullen worden stopgezet in juli. In die maand zal de ECB ook de beleidsrente met 25 basispunten verhogen. Dit wordt vermoedelijk herhaald in september.

De inflatieverwachtingen waren de afgelopen jaren relatief stabiel, maar zijn recent toegenomen.

Inflatieverwachtingen van met name huishoudens en bedrijven kunnen indicatief zijn voor ontwikkelingen in inflatie. De bestedingen en investeringen van bijvoorbeeld huishoudens, bedrijven en de overheid worden gedreven door de verwachtingen voor de toekomst. Zo ook met betrekking tot inflatie.⁶ De marktgebaseerde Europese inflatieverwachtingen voor vijf tot tien jaar vooruit, gemeten met 5y/5y swaps, zijn recent gestegen tot iets meer dan 2%. Ook de inflatieverwachtingen van professionele voorspellers (SPF) voor een termijn van vijf jaar zijn de afgelopen tijd toegenomen tot vlak boven de 2% (zie figuur 3.3 links). De inflatieverwachtingen van huishoudens zijn de laatste tijd ook gestegen. Uit de *Business and consumer survey* van de Europese Commissie blijkt dat het aantal huishoudens dat een toename van de inflatie verwacht nu hoger is dan het langjarig gemiddelde voor zowel de eurozone als Nederland. Ook uit onderzoek van DNB blijkt dat de inflatieverwachtingen voor Nederland van Nederlandse huishoudens in de loop van 2021 zijn toegenomen voor zowel de korte termijn (een jaar vooruit) als de lange termijn (tien jaar vooruit).⁷

⁵ Zie [\(link\)](#).

⁶ De relatie tussen verwachte inflatie en uitgaven van huishoudens wordt bijvoorbeeld onderzocht in Burke, M. A., & Ozdagli, A. (2021). Household inflation expectations and consumer spending: evidence from panel data. *The Review of Economics and Statistics*, 1-45. [\(link\)](#) Zij vinden voor de Verenigde Staten dat hogere inflatie leidt tot hogere uitgaven aan duurzame goederen, terwijl dit niet het geval is voor niet-duurzame goederen.

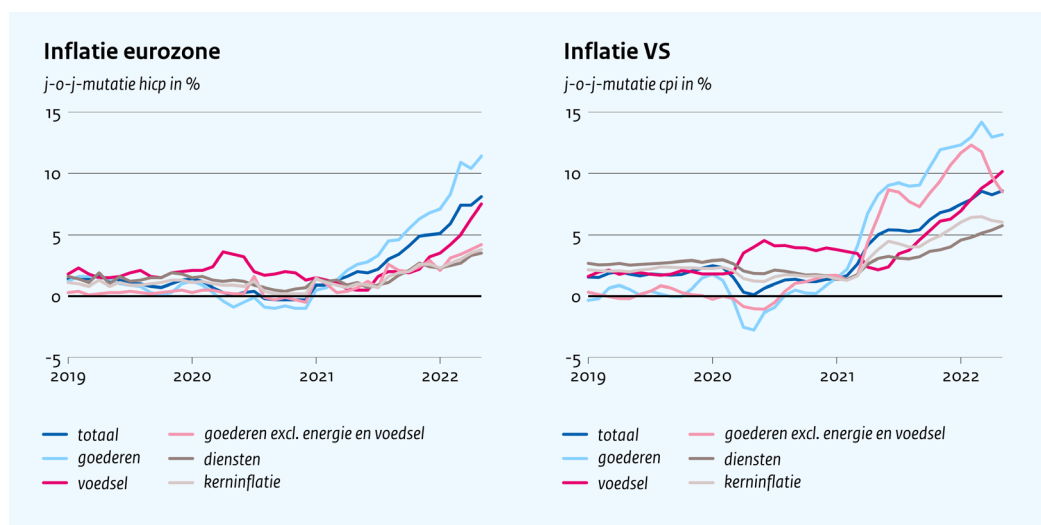
⁷ Zie [\(link\)](#).

Vergelijking inflatie-ontwikkelingen eurozone en VS

In de VS stegen de consumentenprijzen sinds begin 2021 meer dan in het eurogebied. De headline-inflatie komt in de VS op 8,6% voor mei 2022 en 8,1% voor de eurozone. Maar het zijn met name de prijzen voor de totale bestedingen zonder energie en voedsel (kerninflatie) die in het eurogebied minder hard zijn gestegen. Voor de VS komt de kerninflatie op 6,0% voor mei 2022; in de eurozone is dit 3,8%. Zowel de prijzen van diensten als die van goederen (uitgezonderd energie) zijn in de VS sterker gestegen dan in de eurozone. Vanaf april 2021 versnelt de kerninflatie voor de VS, terwijl die voor de eurozone pas ongeveer een half jaar later begon te versnellen. Die vertraging heeft mogelijk te maken met het relatief latere herstel van de economie voor de eurozone.

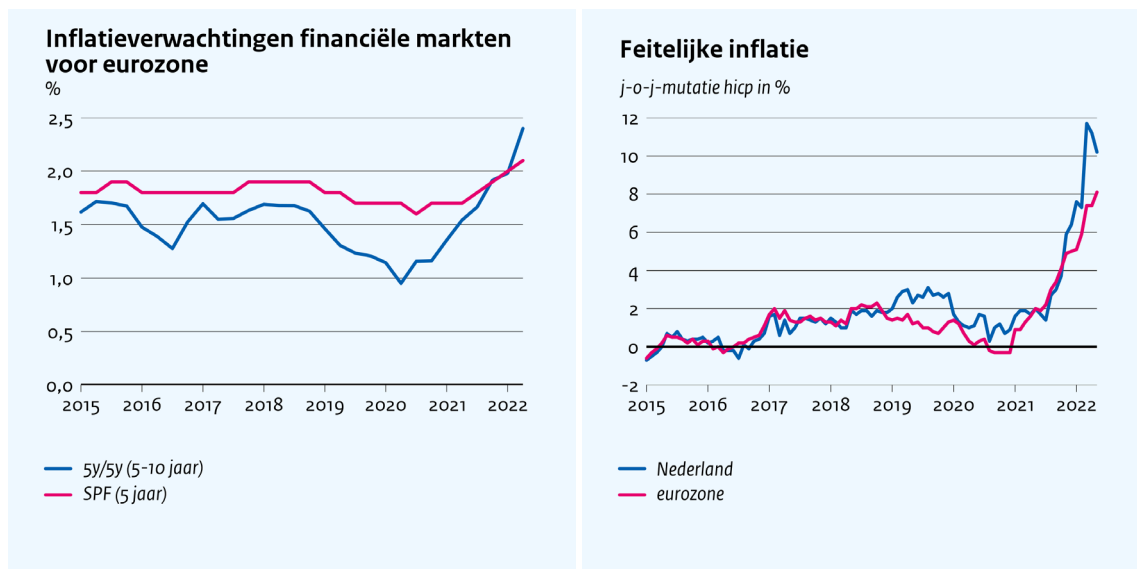
De verschillen bij diensten worden vooral veroorzaakt door een verschil in prijsontwikkeling voor de uitgaven aan wonen (huur, en in de VS ook toegerekende huur eigenwoningbezitters) en zorgdiensten. In de eurozone blijven die behoorlijk achter. Zorgdiensten zijn arbeidsintensief en kennen daarmee een significante looncomponent. Maar ook bij andere categorieën van diensten blijft de prijsontwikkeling gemiddeld genomen enigszins achter. Daarnaast stijgen de lonen in de VS beduidend sneller dan in de eurozone, wat ook de verschillen kan verklaren.

Verder nam het beschikbaar inkomen in de VS tijdens de coronacrisis toe, terwijl dat voor de eurozone min of meer op het niveau van voor de coronacrisis bleef. Enerzijds was de beleidsimpuls in de VS groter dan in de eurozone. Anderzijds werd de coronagerelateerde inkomensondersteuning in de VS veelal rechtstreeks uitgekeerd aan de huishoudens zelf. In de eurozone was de steun veel meer gericht op baanbehoud en werd die deels ook aan de werkgevers uitgekeerd bij werktijdverkorting. Daarentegen was de ondersteuning in de VS directer en werd die ook sneller besteed. Daardoor nam ook de vraag naar goederen en diensten in de VS sneller en meer toe dan in de eurozone, met mogelijk meer opwaartse druk op consumentenprijzen en meer problemen in de logistieke ketens.



Bron: Eurostat en BLS

Figuur 3.3 Verwachtingen financiële markten voor Europese hcp-inflatie (links) en feitelijke inflatie in Nederland en eurozone (rechts)



Bron: Datastream en CBS

Inflatieverwachtingen zijn onderdeel van de loononderhandelingen. In Nederland wordt het grootste gedeelte van de loonontwikkeling voor werknemers vastgelegd in cao's.⁸ De afspraken die worden gemaakt binnen een cao zijn bindend voor alle bedrijven die onder de cao vallen. Bij de loonafspraken houden werknemers en werkgevers rekening met de huidige en de toekomstige situatie: cao's liggen immers voor een langere periode vast. Inflatieverwachtingen spelen daarbij dus een belangrijke rol. Voor koopkrachtbehoud zou de ontwikkeling van nominale lonen en prijzen vergelijkbaar moeten zijn. Bij het bepalen van de prijzen houden werkgevers op hun beurt ook rekening met de afgesproken lonen, waardoor hogere lonen weer kunnen resulteren in hogere prijzen. Hoeveel hoger de prijzen worden gezet, is afhankelijk van de mate van doorwerking. De afgelopen jaren was de relatie tussen inflatie en loongroei beperkt.⁹

De nominale loonontwikkeling in Nederland was de afgelopen jaren gematigd, maar loopt nu wat op. De gematigde loongroei van de afgelopen jaren ging gepaard met een lagere groei van de arbeidsproductiviteit en een lagere inflatie. De cao-loonontwikkeling was de afgelopen jaren gemiddeld genomen redelijk in lijn met de inflatie (zie figuur 3.4 links).¹⁰ Cijfers van werkgeversorganisatie AWWN laten zien dat de afgelopen maanden een steeds hogere cao-loonstijging wordt afgesproken, met in mei een gemiddelde 12-maandstijging van 3,75%.¹¹ Hoewel de nominale loonstijging de laatste tijd oploopt, blijft de stijging achter bij die van de consumenteninflatie (cpi). Het kan zijn dat het voor sommige bedrijven moeilijk is om de kostenstijgingen door te berekenen in hun afzetprijzen, waardoor ze terughoudend zijn met het afspreken van hoge nominale lonen. Daarnaast ervaart elke consument (op enig moment) de hoge energieprijzen, maar is er heterogeniteit in de middelen en omvang van middelen om dit te compenseren tussen bedrijven. Zoals te zien in figuur 3.4 (rechts) varieert de cao-ontwikkeling momenteel sterk tussen sectoren. Desalniettemin is in de macro-cijfers te zien dat het collectieve verlies als gevolg de verslechtering van de ruilvoet tot nu toe beperkt is. Terwijl de arbeidsinkomensquote is gedaald en de winstquote van bedrijven is gestegen. Er is dus ruimte voor

⁸ Ongeveer driekwart van alle werknemers valt onder een cao; zie [\(link\)](#).

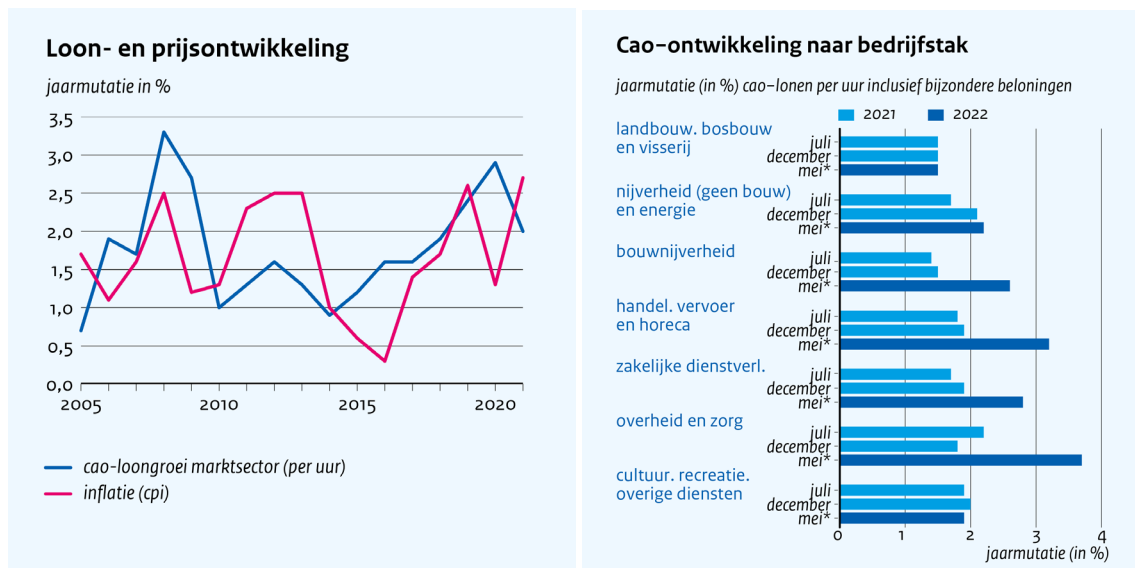
⁹ Boranova, V., Huidrom, R., Nowak, S., Topalova, P., Tulin, V., & Varghese, R. (2021). Wage growth and inflation in Europe: a puzzle?. *Oxford Economic Papers*, 73(4), 1427-1453 [\(link\)](#).

¹⁰ Voor de vergelijking tussen loonontwikkeling en inflatie wordt gebruikgemaakt van de cao-loongroei en de cpi-inflatie. Dit is omdat in Nederland vakbonden onderhandelen over het contractloon waarbij rekening wordt gehouden met reëel koopkrachtbehoud. Hiervoor wordt de cpi-inflatie-indicator gebruikt.

¹¹ Zie [\(link\)](#).

loonstijgingen (zie ook hoofdstuk 6). Het feit dat de stijging van de nominale lonen momenteel achterblijft bij de inflatie, betekent onder de streep dat het reële loon van huishoudens er nu op achteruitgaat.

Figuur 3.4 Loonontwikkeling en inflatie (links) en heterogeniteit loonontwikkeling (rechts) in Nederland



Bron: CBS

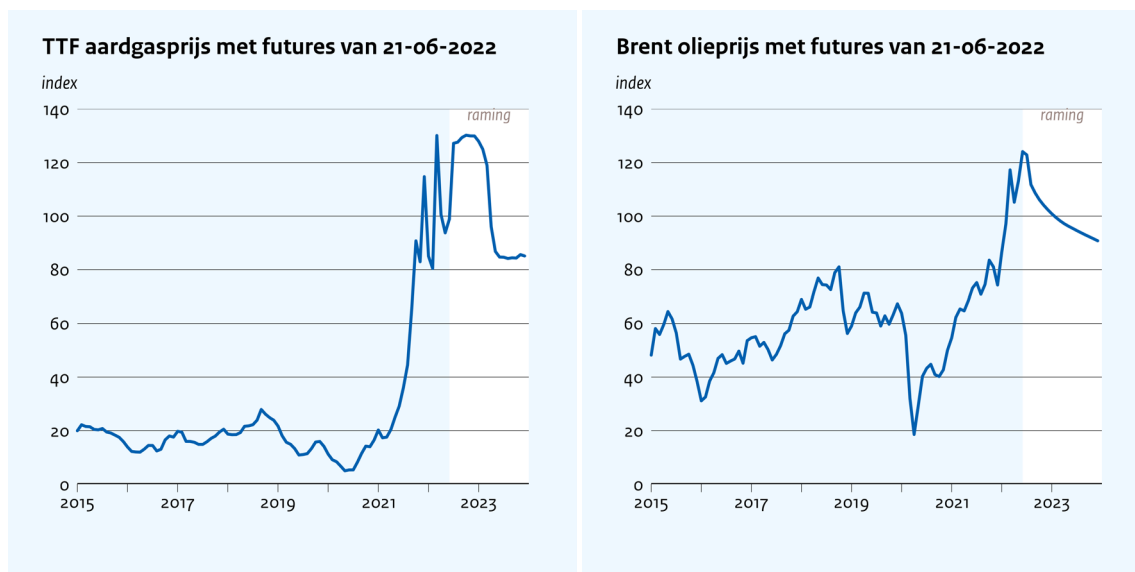
4 Doorkijk naar rest van dit jaar en komend jaar

Sinds de CEP-raming van 16 maart jl. zijn de marktprijzen en *futures* voor gas, en daarmee ook de energieprijzen voor consumenten, verder gestegen. De marktprijs van gas steeg in maart naar het hoogste niveau ooit gemeten (figuur 4.1 links). Op basis van *futures* is de verwachting dat de marktprijzen van zowel gas (figuur 4.1 links) als olie (figuur 4.1 rechts) weliswaar lager zullen worden, maar dat de gasprijs in ieder geval tot en met het eerste kwartaal van 2023 nog wel op het huidige hoge niveau blijft. Ook daarna laten de *futures* zien dat prijzen voor olie en gas zich op een hoger niveau zullen bevinden dan in de vijf pre-coronajaren. De *futures* zijn erg gevoelig voor de huidige ontwikkelingen en stijgen bijvoorbeeld sterk bij (het toenemend risico op) een stop op gasleveranties.

Als alle prijzen in de Nederlandse cpi/hicp constant blijven op het prijsniveau van mei 2022, zal de cpi-inflatie in 2022 uitkomen op 7,3% en de hicp-inflatie op 8,7%. In de kader 'Het basiseffect in inflatie' wordt uitgelegd hoe de recente prijsstijgingen nog een jaar na dato zichtbaar zijn in de maandelijks gepubliceerde inflatiecijfers. De cpi-inflatie bij constante prijzen op het niveau van mei 2022 is hoger dan de basisraming (5,2% cpi) en het hoge inflatiescenario (6% cpi) bij het CEP en grofweg vergelijkbaar met het oorlogsscenario (7,9% cpi).¹² Recente gasfutures laten zien dat verwacht wordt dat de energieprijzen gedurende 2022 hoog blijven en pas in 2023 zullen dalen (zie figuur 4.1). Daarnaast is de oorlog nog niet voorbij. Het is moeilijk in te schatten wanneer de doorwerking van hogere energie- en grondstofprijzen in zijn totaliteit zichtbaar wordt in de consumentenprijzen, maar zowel in 2022 als in 2023 zullen de inflatiecijfers hier nog opwaarts door beïnvloed worden.

¹² In de scenario's bij het CEP zijn alleen cpi-cijfers gepubliceerd. Aangezien energie in de hicp een groter gewicht heeft dan in de cpi, ligt de hicp in zowel de basisraming als in het hoge- en oorlogsscenario hoger dan de cpi.

Figuur 4.1 Gasprijzen en futures (links) en olieprijsen en futures (rechts)



Bron: Datastream

De hoge prijzen zullen in 2023 aanhouden, maar indicatoren wijzen op lagere inflatiecijfers dan in 2022.

De inflatie in 2023 is erg afhankelijk van het verloop van de oorlog in Oekraïne, energieprijzontwikkelingen, *supply chain*-problematiek en de gedragsreactie van consumenten en bedrijven op de hoge inflatie. Het aflopen van de tijdelijke verlaging van de energiebelasting en -btw zal een inflatoir effect hebben. Daarnaast zal de doorwerking van de huidige hoge productieprijzen voor een gedeelte ook in 2023 te zien zijn (inflatoir effect), maar laten de *futures* tegelijkertijd een daling zien van de energieprijzen in 2023 (deflatoir effect). Er zijn ook andere deflatoire effecten denkbaar voor in 2023. Zo is het mogelijk dat de consumptie daalt door meer onzekerheid en minder vertrouwen.¹³ Daarnaast kan de *supply chain*-problematiek (gedeeltelijk) oplossen, bijvoorbeeld als er weer geoogst kan worden in Oekraïne waardoor voedselprijzen gaan dalen. Een afname van *bottlenecks* kan hieraan ook bijdragen; echter zijn momenteel nog geen aanwijzingen hiervoor.¹⁴

Of de koopkracht over drie jaar weer op peil is, is afhankelijk van het verloop van de inflatie en lonen.

Veel huishoudens zullen dit jaar aan koopkracht verliezen, met name als ze geconfronteerd worden met de hogere energieprijzen. Of dit in 2023 en 2024 wordt 'goedgemaakt' is afhankelijk van hoeveel de lonen van huishoudens stijgen ten opzichte van de prijzen. De winsten van bedrijven zijn het afgelopen jaar, ondanks de gestegen energieprijzen, nog niet gedaald.¹⁵ Als de winsten gebruikt worden om werknemers te compenseren, wordt de pijn van hogere prijzen gedeeld tussen werknemers en werkgevers (zie ook hoofdstuk 6).

¹³ In juni 2022 bereikte het consumentenvertrouwen bijvoorbeeld de laagste stand ooit, zie ([link](#)).

¹⁴ Zie bijvoorbeeld ([link](#)).

¹⁵ Zo laat het exploitatieoverschot een nominale groei zien in alle kwartalen vanaf maart 2020. Ook als percentage van het bbp is dit in 2021 duidelijk hoger dan 2020 en 2019.

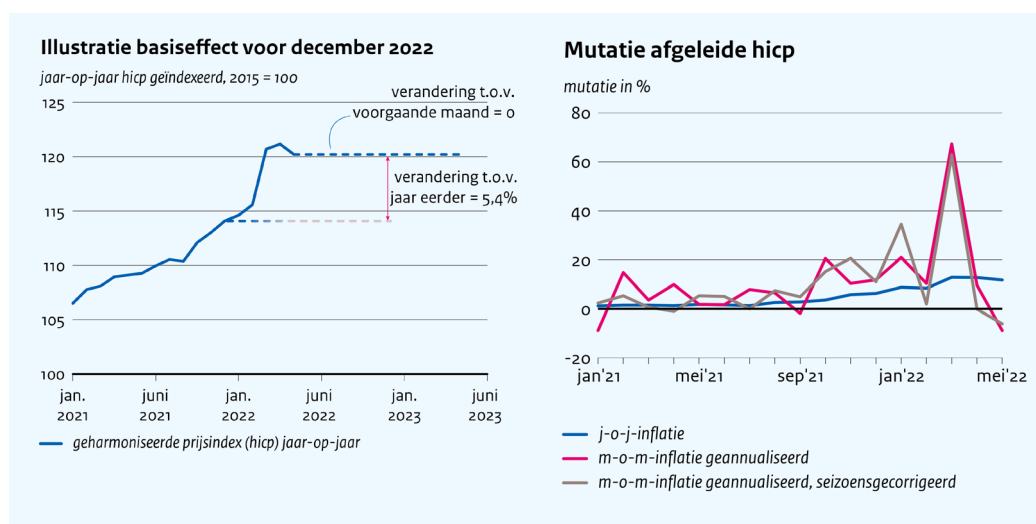
Het basiseffect in inflatie

Een veelgebruikte indicator voor inflatie is de jaar-op-jaarmutatie van de geharmoniseerde index van consumentenprijzen (hicp). De hicp meet de prijsontwikkeling van (bijna) alle goederen en diensten die de consument aanschafft. Het CBS rapporteert maandelijks de jaar-op-jaarmutatie (j-o-j) van de hicp: de procentuele stijging van de hicp van die maand ten opzichte van dezelfde maand een jaar eerder. Zo publiceerde het CBS onlangs dat consumentenproducten volgens de hicp in mei 2022 10,2% duurder waren dan in mei 2021.

De daadwerkelijke stijging van de consumentenprijzen in een bepaalde maand wordt gegeven door de maand-op-maandmutatie. Waar de jaar-op-jaarmutatie prijzen vergelijkt met een jaar eerder, vergelijkt de maand-op-maandmutatie (m-o-m) de prijzen met een maand eerder. Zo daalde de Nederlandse hicp tussen april en mei 2022 met 0,8% voor het eerst sinds september 2021. Standaard krijgt deze m-o-m-inflatie echter minder aandacht dan de j-o-j-inflatie, omdat er gedurende het jaar een duidelijk seizoenspatroon is.

Prijzen kunnen zich stabiliseren terwijl de gebruikelijke j-o-j inflatie-indicator hoog blijft. De focus op de j-o-j-inflatie heeft een nadeel bij een snelle prijsstijging: er kan een situatie ontstaan waarin de prijzen stabiliseren of dalen terwijl de j-o-j-inflatie hoog blijft of zelfs stijgt. Dit noemen we het 'basiseffect'. Neem als voorbeeld de huidige situatie en veronderstel dat het prijspeil vanaf mei 2022 niet meer wijzigt. In dit geval zal de j-o-j-inflatie voor december 2022 5,4% zijn, terwijl de prijsstijgingen al zijn gestopt: de m-o-m-inflatie is dan al sinds mei 0,0% (zie de linker figuurlinkerfiguur hieronder).

Bij grote basiseffecten kan de m-o-m-hicp meer inzicht geven in de daadwerkelijke ontwikkeling van consumentenprijzen. De m-o-m-inflatie in de rechterfiguur laat namelijk meteen zien dat de prijzen tussen april en mei 2022 zijn gedaald, terwijl de j-o-j-inflatie nog fors hoog uitslaat. De m-o-m-inflatie is echter ook een stuk volatieler, zelfs na seizoenscorrectie.



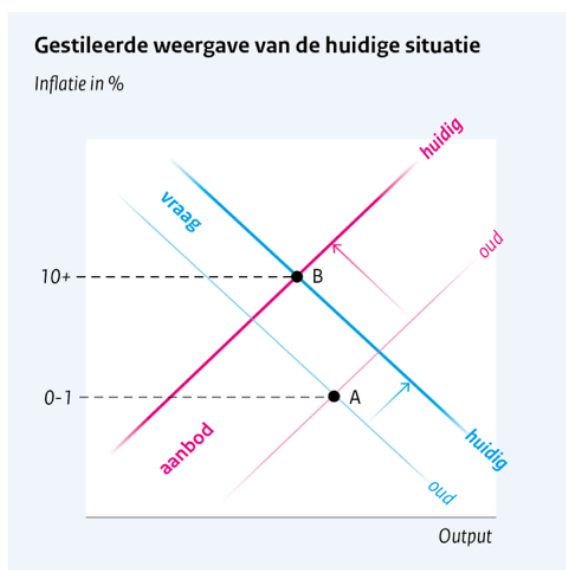
Bron: CBS en CPB

5 Inflatiescenario's voor de middellange termijn

Dit hoofdstuk beschrijft de economische omstandigheden van drie verschillende scenario's voor de ontwikkelingen in inflatie. In deze scenario's wordt geschetst waar de inflatie voor Nederland naar toe kan bewegen. Deze scenario's schetsen wij voor de middellange termijn (drie tot vijf jaar). In de beschrijving richten wij ons op algemene economische factoren en omstandigheden die kunnen bijdragen aan de inflatie in het desbetreffende scenario. De drie scenario's zijn 1) een stabiele inflatie rond de 2%, 2) een stabiel lage inflatie onder de 2%, en 3) instabiele en hoge inflatie.

De scenario's bespreken wij aan de hand van omstandigheden die de vraag- en aanbodkant van de economie in Nederland kunnen beïnvloeden. Hiervoor maken wij gebruik van het economische standaardmodel voor vraag- en aanbodontwikkelingen. Enerzijds bestrijkt dit model de vraagcurve naar goederen en diensten. Bij gelijkblijvende preferenties zal een hogere inflatie leiden tot minder vraag, bestedingen worden immers duurder. Voorkeuren kunnen echter ook veranderen, waardoor de vraagcurve kan verschuiven. Anderzijds toont het model de aanbodcurve. Bij gelijkblijvende voorkeuren van en omstandigheden bij bedrijven, zal een hogere inflatie tot meer productie leiden. Als deze preferenties of omstandigheden veranderen verschuift de aanbodcurve.

Figuur 5.1 Zowel vraag- als aanbodschokken hebben tot hogere inflatie geleid



Aan de hand van dit model bespreken wij welke omstandigheden kunnen bijdragen aan de drie inflatiescenario's, en via welk mechanisme dit gaat (vraag of aanbod). Figuur 5.1 is een gestileerde weergave van de huidige situatie zoals beschreven in hoofdstuk 3, ten opzichte van de situatie vóór de oplopende inflatie (punt A). De huidige hogere inflatie komt door gelijktijdige aanbodbeperkingen gecombineerd met prijsschokken en toegenomen vraag (uitkomst is punt B). De opwaartse druk op inflatie wordt momenteel met name gedreven door de beperkingen aan de aanbodkant van goederen en diensten en de prijsschokken door energie. Hierdoor verschuift de aanbodcurve sterk naar links/omhoog. De gestileerde weergave van de nieuwe situatie is voor de korte termijn. De figuur laat geen nieuwe situatie voor de middellange termijn zien als er verder niets gebeurt met vraag en aanbod. De tijdelijke prijsschokken kunnen

dan uitdoven en weer tot lagere inflatie leiden. In de scenario's zullen wij aan de hand van de figuur de verschillende mogelijke uitkomsten voor inflatie beschrijven.

In de scenario's in deze publicatie is het uitgangspunt dat inflatie op middellange termijn Europees bepaald wordt.¹⁶ Door verschillende economische structuren tussen landen binnen de Europese Unie (EU) kan de inflatie tussen landen ook verschillen. Dit betekent dat het beleid van de Europese Centrale Bank (ECB), dat gericht is op de gemiddelde Europese inflatie van 2%, verschillend kan uitpakken voor individuele landen. Op de middellange termijn betekent een hogere (lagere) inflatie in Nederland ten opzichte van het Europees gemiddelde dat de concurrentiepositie negatief (positief) wordt aangetast. Immers, als prijzen meer (minder) stijgen in Nederland dan in de rest van Europa, dan zijn producten die in Nederland worden geproduceerd minder (meer) aantrekkelijk ten opzichte van producten in de rest van Europa. Om de scenario's niet te compliceren met dit soort effecten van generiek ECB-beleid op de Nederlandse inflatie en concurrentiepositie, nemen we aan dat inflatie op de middellange termijn Europees behaald wordt. We gaan er dus van uit dat de inflatie in Nederland vergelijkbaar is met het Europees gemiddelde doordat ontwikkelingen in Nederland en andere Europese landen gelijksoortig zijn.

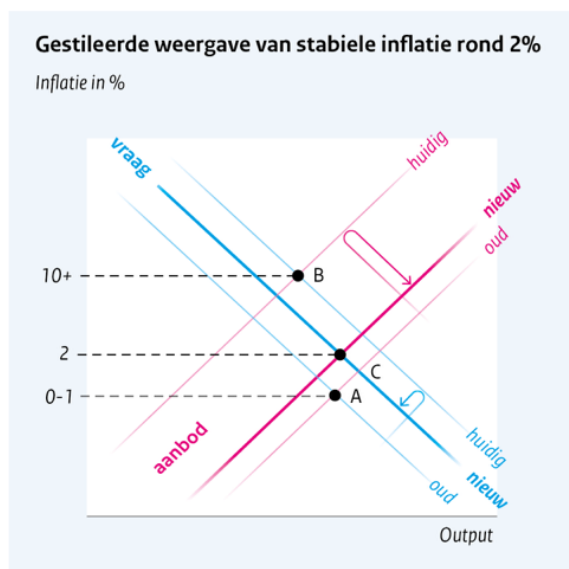
De effecten van ontwikkelingen buiten de eurozone, zoals handel en wisselkoersen, worden in de scenario's grotendeels buiten beschouwing gelaten. Ontwikkelingen buiten de eurozone hebben ook invloed op de inflatie. Dit kan lopen via de handel, wisselkoersen of andere ontwikkelingen in het buitenland die de inflatie in Europa en Nederland beïnvloeden. Deze factoren dragen bij aan inflatie, bijvoorbeeld in het geval inflatie in andere landen oploopt en deze naar Europa wordt geïmporteerd. Daardoor kan ook inflatie in Nederland hoger uitpakken. Aangezien deze factoren sterk afhangen van ontwikkelingen buiten Europa, en deze de dimensies van de scenario's compliceren, laten wij deze in de scenario's buiten beschouwing.

5.1 Stabiele inflatie rond de 2%

Bij een stabiele inflatie rond de 2% keren vraag en aanbod tot op zekere hoogte terug naar het oude niveau, maar blijft de inflatie hoger liggen dan in het afgelopen decennium. In figuur 5.2 betreft deze uitkomst punt C, met inflatie op een langdurig niveau rond de 2% inflatiedoelstelling van de ECB. Ten opzichte van de huidige situatie zijn de prijsschokken eenmalig of tijdelijk en neemt het aanbod van goederen en diensten toe, en/of daalt de geaggregeerde vraag. Deze vraag- en aanbodontwikkelingen kunnen tegelijkertijd optreden. De inflatie is wel hoger dan wat we de afgelopen jaren gezien hebben. Dit kan komen doordat de trend van structurele factoren die eerder tot lagere inflatie hebben geleid, zoals globalisering, afneemt. Dit geeft een opwaartse druk op inflatie, doordat bedrijven hogere productiekosten ervaren. Tegelijkertijd kan ook het consumentengedrag voor een langere tijd zijn veranderd, mede als gevolg van de coronapandemie, waardoor de vraag naar goederen en diensten hoger is komen te liggen.

¹⁶ Dit betekent dat inflatieverwachtingen door de ECB bepaald worden en de evenwichtswaarde van inflatie bereikt wordt, tenzij er schokken zijn.

Figuur 5.2 Ontwikkelingen in vraag en aanbod die inflatie tot 2% kunnen brengen



Als de schokken eenmalig zijn, kan inflatie terugkeren naar een stabiel niveau van rond de 2%

Wanneer de huidige schokken eenmalig zijn, is het effect op de inflatie ook eenmalig; de prijsschokken doven uit en het aanbod van goederen en diensten neemt weer toe. Enerzijds kan de huidige prijsschok door energie zich stabiliseren, waardoor inflatie weer afneemt. Anderzijds is het mogelijk dat de aanbodbeperkingen zich herstellen, waardoor het aanbod van goederen en diensten toeneemt richting het oude niveau. De duur van het eenmalige effect is afhankelijk van de mate van doorwerking op de prijzen van goederen en diensten. Producenten in de hele productieketen krijgen te maken met hoge productiekosten, door de huidige aanbodbeperkingen. Zij kunnen deze kostenstijgingen niet direct doorberekenen aan afnemers, bijvoorbeeld vanwege contracten die vastliggen voor een bepaalde tijd. De mate van doorwerking verschilt per type product, zo zijn goederen gevoeliger voor aanbodschokken dan diensten.¹⁷ Onderzoek laat zien dat de effecten van een aanbodschock twee tot drie jaar na een eenmalige schok nog zichtbaar kunnen zijn in de inflatiecijfers.¹⁸ Dit zou betekenen dat wanneer de huidige aanbodschock (energie) eenmalig is, het effect op inflatie over 3-5 jaar niet meer zichtbaar is in de inflatiecijfers.

Het pad naar een stabiel inflatiescenario over 3-5 jaar is mede afhankelijk van het verloop van de huidige schokken. Gegeven de huidige marktverwachtingen rond het verloop van gas- en olieprijsen, is het aannemelijk dat de huidige inflatoire schokken inderdaad eenmalig zijn. Daarnaast zal het afnemen van contactbeperkende maatregelen en lockdowns in andere landen het logistieke herstel bevorderen. Of dit ook betekent dat het effect van de huidige aanbodschokken over 3-5 jaar niet meer zichtbaar zal zijn in de inflatiecijfers, is afhankelijk van wanneer de huidige schok voorbij is. Ondanks dat een lichte afvlakking is ingezet, is van prijsstabilisatie nog geen sprake. Zo is de oorlog in Oekraïne nog gaande, zijn de ontwikkelingen op de energiemarkt nog erg onzeker, past de economie zich nog steeds aan, en ook corona is nog niet verdwenen.

Het uitblijven van nieuwe schokken draagt bij aan een stabiele inflatie. Transitie die voor schokken kunnen zorgen zijn bijvoorbeeld de geopolitieke transitie, klimaatverandering en de energietransitie. Verder

¹⁷ In de IMF-blog, Supply Disruptions Add to Inflation, Undermine Recovery in Europe, wordt het effect van aanbodschokken op goederen en diensten beschreven ([link](#)).

¹⁸ Zie bijvoorbeeld de ECB working paper, Assessing the sensitivity of inflation to economic activity, van juni 2011 ([link](#)) en Bąk, H., & Maciejewski, S. (2017). The symmetry of demand and supply shocks in the European Monetary Union. *Bank i Kredyt*, 48(1), 1-44. ([link](#))

zijn over de jaren heen de waardenketens meer afhankelijk geworden van wereldwijde ontwikkelingen.¹⁹ Zolang er in deze kanalen geen nieuwe schokken optreden, draagt dit bij aan een stabiel inflatiescenario. Als een deel van de aanbodbeperkingen niet herstelt, bijvoorbeeld vanwege toenemende de-globalisering, is het mogelijk dat het aanbod niet volledig terugveert en daardoor prijzen langdurig stijgen. Hierdoor kan de inflatie over 3-5 jaar ook hoger uitpakken.

Inflatieverwachtingen kunnen ook bijdragen aan de neerwaartse druk op inflatie

Als de schokken tijdelijk zijn en inflatieverwachtingen daardoor neerwaarts worden aangepast, zal dit bijdragen aan een neerwaartse druk op inflatie. Wanneer de aanbodbeperkingen afnemen, en bedrijven geen last meer hebben van vertraagde leveringen van goederen en diensten, kan de productie weer toenemen. Gedeeltelijke de-globalisering kan echter leiden tot nieuwe aanbodbeperkingen, waardoor inflatieverwachtingen van bedrijven zich mogelijk op een hoger niveau stabiliseren. Hierdoor komt het aanbod, en daarmee de inflatie, mogelijk ook op een structureel hoger niveau te liggen dan voor COVID-19.

Als de vraag van huishoudens afneemt, neemt de inflatie ook af. Lagere inflatieverwachtingen kunnen leiden tot het terugschroeven van de consumptie, vooral als er verwacht wordt dat de huidige situatie wordt gedreven door tijdelijke schokken. Er is dan minder druk om op korte termijn te consumeren, omdat de verwachting is dat prijzen in de toekomst lager zullen liggen. De afname in vraag naar goederen en diensten heeft een drukkende werking op inflatie. Onderzoek uit de VS laat zien dat inflatieverwachtingen vooral een effect hebben op uitgaven aan bepaalde duurzame goederen, en de uitgaven aan niet-duurzame goederen niet reageren op inflatieverwachtingen.²⁰ Zodra de verwachting van huishoudens in lijn is met het uitdoven van de schokken, zal de vraag naar goederen en diensten zich stabiliseren.

Voor stabiele inflatie dienen ook inflatieverwachtingen stabiel te zijn. Bij hogere inflatieverwachtingen is het mogelijk dat bestedingen en investeringen naar voren worden gehaald, waardoor prijzen op de korte termijn verder kunnen stijgen. Voor stabiele inflatie is het daarom van belang dat inflatieverwachtingen ook stabiel zijn. Stabiele inflatieverwachtingen van huishoudens en bedrijven kunnen tot stand komen doordat er naar een langere horizon wordt gekeken, bijvoorbeeld aan de hand van de doelstelling van de ECB (rond de 2%). Onderzoek toont ook aan dat tijdelijke (handels)schokken een beperkt effect hebben op inflatie, als inflatieverwachtingen sterk verankerd zijn.²¹

Inflatie kan ook stabiel zijn door gelijkblijvend gedrag van huishoudens en bedrijven, terwijl inflatieverwachtingen uit de pas lopen. Als huishoudens en bedrijven hun bestedingen niet of beperkt aanpassen, al verwachten zij hogere (of lagere) inflatie, dan kan inflatie alsnog stabiel zijn. Onderzoek toont bijvoorbeeld aan dat inflatieverwachtingen geregeld afwijken van de daadwerkelijke inflatie, en zich sterker richten naar nationale inflatieontwikkelingen dan naar de 2% inflatiedoelstelling van de ECB.²²

Om de huidige hoge inflatie te beteugelen, zal monetaire stimulering verder worden afgebouwd. Het pad naar stabiele inflatie zal samengaan met een verdere afbouw van monetaire steunprogramma's, waardoor de vraag naar goederen en diensten zal afnemen. De afbouw van de monetaire stimulering dient de inflatie tegen te gaan door de ruime financiële condities af te schalen. De ECB zal hiervoor de opkoopprogramma's verder afbouwen, en mogelijk verdere verhogingen in de beleidsrente doorvoeren, tot

¹⁹ Zie het artikel in de Harvard Business Review, Are the Risks of Global Supply Chains Starting to Outweigh the Rewards?, van maart 2022 ([link](#)).

²⁰ Burke, M. A., & Ozdagli, A. (2021). Household inflation expectations and consumer spending: evidence from panel data. *The Review of Economics and Statistics*, 1-45. ([link](#))

²¹ Bems, R., Caselli, F., Grigoli, F., & Gruss, B. (2021). Expectations' anchoring and inflation persistence. *Journal of International Economics*, 132, 103516.

²² Van der Cruysen, C., & Demertzis, M. (2011). How anchored are inflation expectations in EMU countries?. *Economic Modelling*, 28(1-2), 281-298. ([link](#))

het moment dat inflatie richting de 2% inflatiedoelstelling beweegt. Dit verhoogt de kosten van (her)financiering voor huishoudens en bedrijven. Hierdoor nemen bijvoorbeeld hypotheeklasten toe. Een gevolg hiervan is dat de vraag naar goederen en diensten afneemt, omdat het duurder wordt om leningen af te sluiten. Daarnaast kan het ook aantrekkelijker worden om te sparen, wanneer de spaarrente ook meestijgt met de afbouw van monetair beleid, waardoor de vraag naar goederen en diensten afneemt. Als dit beleid effectief de inflatie terugbrengt, zal er een nieuwe monetaire balans gezocht kunnen worden om de inflatie stabiel te houden.

Vertrouwen in het vermogen van de ECB om inflatie naar een stabiel pad te brengen is hiervoor van belang; duidelijkheid over het toekomstige monetaire beleid kan daarbij helpen. De ECB kan er door geloofwaardig beleid voor zorgen dat de inflatieverwachtingen in de eurozone van huishoudens, bedrijven en financiële instellingen voor de middellange termijn stabiel rond de 2% zijn. Als dit niet het geval is, kunnen bestedingen en investeringen voornamelijk worden gedreven door kortetermijntontwikkelingen, waardoor de inflatie mogelijk instabiel zal zijn. De ECB moet in dit scenario ook in staat zijn de verwachtingen vast te houden op een niveau rond de 2%. Hierbij kan duidelijkheid van de ECB over het toekomstige monetaire beleid (*forward-guidance*) helpen. Hiermee wordt beoogd om verwachtingen naar de inflatiedoelstelling te sturen, door aan te geven welke middelen worden ingezet om naar een stabiel inflatiepad te gaan.

Er treedt geen loonprijsspiraal op bij een stabiele inflatie rond de 2%

Om in een scenario van stabiele inflatie rond de 2% terecht te komen, dient de doorwerking van inflatie op lonen en van lonen op inflatie niet volledig te zijn.²³ Deze onvolledige doorwerking van inflatie komt doordat er geen automatische prijscompensatie is en/of dat bedrijven de loonstijging niet altijd volledig doorberekenen aan consumenten. De loonstijging dit en volgend jaar kan best hoger dan gemiddeld zijn, zeker gezien de krapte op de arbeidsmarkt, maar blijft naar verwachting onder de inflatie. Gegeven de loonstijgingen die we nu waarnemen en de afnemende werknemersmacht zoals we die de afgelopen decennia hebben gezien is dit een waarschijnlijke aanname. Het percentage werknemers dat lid is van de vakbond neemt al decennialang af. Dit wordt ook genoemd als een verklaring voor de lagere loongroei afgelopen decennia die ook de inflatie heeft gedrukt.²⁴ Wel past de kanttekening dat werknemers zich in onderhandelingen misschien minder op prijscompensatie hebben gericht, omdat de inflatie gedurende een langere periode laag was.²⁵ Met de huidige hogere inflatie zal dit aan belang toenemen.

In dit scenario, waarin er geen loonprijsspiraal ontstaat, keren de looneisen na 2023 terug naar lagere niveaus, conform de stabiele inflatieverwachtingen. Dit betekent dat de loon- en daaruit volgende prijsontwikkeling normaliseert op de middellange termijn. Werknemers zullen in hun looneisen rekening houden met stabiele inflatie. Ook als de lonen een aantal jaren meer dan gemiddeld toenemen, hoeft er geen loonprijsspiraal te ontstaan. De relatie tussen prijzen en lonen is namelijk verzwakt ten opzichte van de jaren 70, omdat er geen automatische prijsaanpassing meer wordt nagestreefd.²⁶ En bedrijven kunnen loonstijgingen via winstmarges opvangen en zijn eerder geneigd dit te doen als ze meer blootstaan aan internationale prijsconcurrentie.

²³ Zie het FD artikel, Bang voor een loon-prijsspiraal? Zover zijn we in Nederland nog lang niet, van 6 mei 2022 ([link](#)).

²⁴ Volgens Ratner en Sim (2022) is afnemende vakbondsmacht de belangrijkste oorzaak van de zwakkere Phillips curve. Ratner, David, and Jae Sim (2022). "Who Killed the Phillips Curve? A Murder Mystery," Finance and Economics Discussion Series 2022-028. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System ([link](#)).

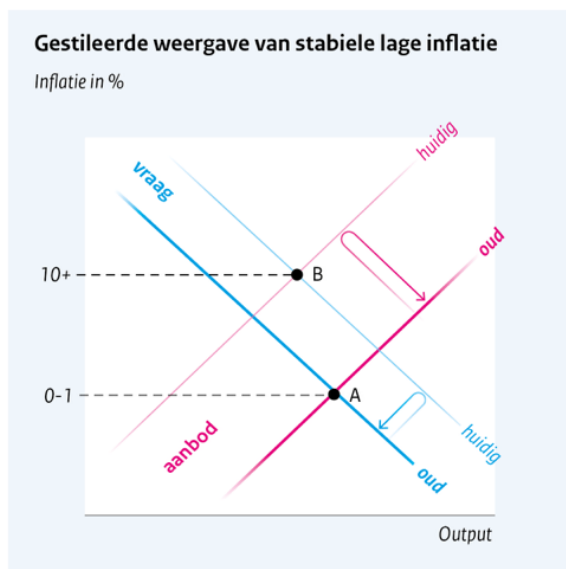
²⁵ Zie de working paper van de ECB, The link between labor cost and price inflation in the euro area, februari 2019 ([link](#)).

²⁶ Boranova, V., Huidrom, R., Nowak, S., Topalova, P., Tulin, V., & Varghese, R. (2021). Wage growth and inflation in Europe: a puzzle?. *Oxford Economic Papers*, 73(4), 1427-1453 ([link](#)).

5.2 Lage inflatie

Bij een stabiel lage inflatie rond de 0-1% keren vraag en aanbod terug naar het oude niveau. In figuur 5.3 betreft deze uitkomst punt A, inflatie langdurig rond de 0-1%. Deze situatie is vergelijkbaar met het afgelopen decennium, en kan met name door structurele factoren als vergrijzing en globalisering worden gedreven. In dit geval neemt het aanbod weer toe, en herstelt zich op het niveau van vóór de problematiek op de energiemarkten en aanvoerketens. Er zal dan ook geen de-globalisering plaatsvinden. Daarnaast keert de vraag naar goederen en diensten terug naar het oude niveau, waarbij de gestegen vraag mede door ingehaalde aankopen na de coronacrisis uitdooft. De economische omstandigheden komen voor een groot deel overeen met het voorgaande scenario met inflatie rond de 2%. Daarom richten wij ons in dit scenario met name op de omstandigheden die anders zijn dan het voorgaande scenario.

Figuur 5.3 Ontwikkelingen in vraag en aanbod die inflatie tot 0-1% kunnen brengen



Als inflatieverwachtingen neerwaarts worden bijgesteld, kan inflatie weer op het oude niveau uitkomen

Neerwaartse druk op inflatieverwachtingen door kortetermijnontwikkelingen kan tot een stabiel lage inflatie leiden. Er kan een neerwaartse druk op inflatieverwachtingen ontstaan door negatieve economische vooruitzichten, bijvoorbeeld bij de kans op een recessie. Belangrijk hiervoor is dat bijvoorbeeld huishoudens en bedrijven ook de verwachting hebben dat het negatieve economische toekomstbeeld op de middellange termijn aanhoudt. Dan kunnen er gedragseffecten optreden die tot een langdurigere lage inflatie leiden, bijvoorbeeld via het gedeeltelijk beperken of uitstellen van bestedingen.

Het verleden laat zien dat bij stabiel lage inflatie, inflatieverwachtingen alsnog verankerd kunnen zijn.

Deze inflatieverwachtingen van zowel huishoudens en bedrijven als marktpartijen zijn dan ook vaak stabiel.²⁷ Marktverwachtingen hebben lang stabiel rond de 2% gelegen (zie figuur 3.3 links), terwijl inflatieverwachtingen van huishoudens en bedrijven vaak stabiel op een hoger niveau liggen. Inflatie kan langdurig laag uitvallen, zodra de vraagimpuls van tijdelijke aard is. In deze omgeving bestaat er echter een

²⁷ Zie bijvoorbeeld Choi, S., Furceri, D., Loungani, P., & Shim, M. (2022). Inflation anchoring and growth: The role of credit constraints. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 134, 104279 ([link](#)) en Ball, L. (1992). Why does high inflation raise inflation uncertainty?. *Journal of Monetary Economics*, 29(3), 371-388. ([link](#))

dreiging van deflatie. Zodra bestedingen en investeringen verder worden uitgesteld, kunnen prijzen en daarmee inflatie op een dalend pad terechtkomen en een neerwaartse spiraal in gang zetten. Dat kan ook komen doordat er weinig vertrouwen is in de centrale bank om inflatie omhoog te krijgen. In een omgeving van steeds dalende prijzen zijn verwachtingen mogelijk lastig te sturen.²⁸

Ook in dit scenario zal monetaire stimulering verder worden afgebouwd

Om inflatie te beteugelen zal de monetaire stimulering verder worden afgebouwd, bij het naderen van de doelstelling zal een nieuwe monetaire balans worden gezocht. Het afbouwen van monetair stimuleringsbeleid kan mogelijk tot lagere inflatie leiden, doordat nieuwe bestedingen en investeringen worden afgeremd. Het is mogelijk dat monetair beleid te snel of langdurig wordt afgebouwd, waardoor de inflatie onder de doelstelling van 2% zakt.

De periode sinds de financiële crisis heeft aangetoond dat een lage inflatie langdurig kan aanhouden, ongeacht stimulering vanuit monetair beleid. In een omgeving van lage inflatie zullen centrale banken ruimer monetair beleid gaan voeren om de financiële condities gunstig te houden. Hiervoor kan bijvoorbeeld de beleidsrente uiteindelijk weer worden verlaagd of de opkoopprogramma's toch worden voortgezet en eventueel weer worden uitgebreid. Dit dient een opwaartse druk op inflatie te genereren richting de inflatiedoelstelling van 2%. In het afgelopen decennium bleek het echter lastig voor centrale banken om via deze instrumenten de inflatie naar de 2% te krijgen.

En voor een stabiel lage inflatie mag er geen loonprijspiraal te ontstaan

Ook in dit scenario zal de doorwerking van inflatie op lonen en/of van lonen op inflatie niet volledig zijn.

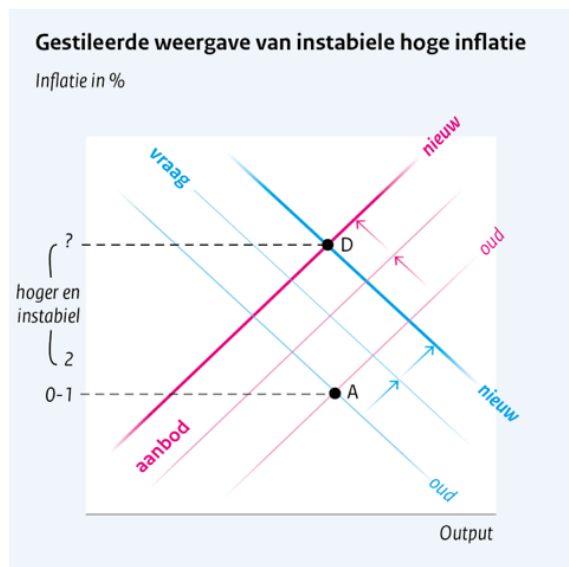
Om binnen afzienbare tijd op een stabiele, lage inflatie uit te komen zou de doorwerking van de huidige inflatie naar de lonen (en vice versa) zelfs nog beperkter kunnen zijn. Er ontstaat ook in dit geval dus geen loonprijspiraal. Op termijn kunnen inflatieverwachtingen zich stabiliseren en zullen de looneisen zich hiernaar vormen.

5.3 Instabiele en hoge inflatie

Een mogelijk scenario is een instabiele en hoge inflatie, door verdere aanbodbeperkingen of steeds verder toenemende vraag. Figuur 5.4 schetst dit scenario. Deze instabiele en hoge inflatie is ten opzichte van de oude situatie, waarin inflatie rond de 0-1% lag. In dit geval ontstaat er een inflatiepad richting punt D, waarbij het aanbod van goederen en diensten steeds verder daalt. Dit kan bijvoorbeeld komen door meer geopolitieke spanningen, de-globalisering of andere economische onzekerheden. Daarnaast kan tegelijkertijd de vraag toenemen, als bijvoorbeeld de verwachting is dat inflatie langdurig hoog zal uitpakken en mensen daardoor hun bestedingen naar voren halen. Daarnaast draagt ook een loonprijspiraal bij aan een instabiel hoge inflatie op de middellange termijn. In dit scenario blijft inflatie op de middellange termijn dus boven de 2%, waarbij vraag- en aanbodschokken zich vaker en blijvend voordoen. De huidige situatie, met een inflatie van rond de 10%, is een weerspiegeling van economische omstandigheden die kunnen optreden om tot een hogere inflatie te komen. Hoewel deze omstandigheden ook in een instabiel hoog inflatiescenario kunnen optreden, hoeft dit niet dezelfde orde van grootte voor de inflatiecijfers te betekenen omdat het startpunt de oude situatie is (inflatie rond de 0-1%).

²⁸ Zie bijvoorbeeld Buseti, F., Ferrero, G., Gerali, A., & Locarno, A. (2014). Deflationary shocks and de-anchoring of inflation expectations. *Bank of Italy Occasional Paper*, (252) ([link](#)) en de ECB Monthly Bulletin, Risk of Deflation?, juni 2014 ([link](#)).

Figuur 5.4 Een pad naar een hogere inflatie



Er kunnen langdurige aanbodschokken plaatsvinden, waardoor inflatie langdurig hoog uitvalt

De huidige inflatoire schokken kunnen zorgen voor hogere inflatie als verbreding langer duurt en/of als er een structureel hoger (inflatie)risico wordt waargenomen. Indicatoren voor inflatiepersistentie laten de afgelopen maanden een stijging zien, terwijl ze de afgelopen jaren juist stabiel waren.²⁹ Als de huidige schokken nog niet in alle consumptiecategorieën zijn doorberekend door bedrijven, is het goed mogelijk dat deze inflatie-indicatoren nog enige tijd doorstijgen. Zo is de huidige schok nog niet ten einde en verschilt de frequentie van prijsaanpassing tussen consumptiecategorieën,³⁰ waardoor het effect van de huidige schokken nog ver in de toekomst in de prijzen teruggezien zou kunnen worden. Daarnaast kunnen de huidige hoge inflatiecijfers ervoor zorgen dat huishoudens en bedrijven hogere risicopremies en/of grotere buffers aanleggen om zich te verzekeren tegen grotere risico's en meer onzekerheid. Onderzoek toont aan dat onzekerheidsindicatoren indicatief zijn voor economische omstandigheden, waarbij groeiende onzekerheid vaak voorafgaat aan recessies en positief gecorreleerd is met inflatiemaatstaven.³¹

Langdurige volatiliteit in inflatiecomponenten draagt bij aan een instabiel en hoog inflatiescenario, met meer aanbodbeperkingen op de middellange termijn. Ten eerste zorgen geopolitieke onzekerheden naar verwachting voor meer volatiliteit op bijvoorbeeld energiemarkten, ook op de lange termijn.³² Dit betekent dat energieprijzen volatieler kunnen worden en daarmee bijdragen aan instabiele inflatie. Ook beargumenteren sommige economen dat de energietransitie zal zorgen voor hogere inflatie.³³ Wanneer deze transitie elk jaar steeds iets méér vraagt dan het jaar ervoor, is het mogelijk dat de inflatie over 3-5 jaar steeds hoger wordt. Ten tweede kan ook de-globalisering bijdragen aan een steeds hoger wordende inflatie.³⁴ Automatisering en de handel in diensten (in plaats van goederen) kan het inflatoire effect van de-globalisering

²⁹ Zie bijvoorbeeld de DNB analyse, Inflatie en monetair beleid, van 31 mei 2022 ([link](#)) en het artikel in Intereconomic, How Large is the Risk of Stagflation in the Eurozone, 2022 ([link](#)).

³⁰ Gautier, E. e.a. (2022). *New Facts on Consumer Price Rigidity in the Euro Area*. ECB Discussion Paper, te verschijnen.

³¹ Mumtaz, H., & Musso, A. (2021). The evolving impact of global, region-specific, and country-specific uncertainty. *Journal of Business & Economic Statistics*, 39(2), 466-481. ([link](#))

³² Liu, Y., Han, L., & Xu, Y. (2021). The impact of geopolitical uncertainty on energy volatility. *International Review of Financial Analysis*, 75, 101743. ([link](#))

³³ Zie het artikel in Epoch Perspectives, Greenflation: The Energy Transition Will Prove Inflationary, van 31 maart 2022 ([link](#)).

³⁴ Zie het artikel in Global Europea, Deglobalization, Digitalization & Demographics – Competing forces on inflation, van 8 december 2021 ([link](#)).

in goederen echter dempen en/of tenietdoen.³⁵ Ten derde kan een opeenvolging van schokken een groot en breed effect op de prijzen hebben, wat daardoor langere tijd in de inflatiecijfers zichtbaar is. Denk bij dergelijke schokken bijvoorbeeld aan voortdurende geopolitieke spanningen, klimaatverandering, toenemende schaarste van energie, en handelsconflicten met als gevolg een toename van tarieven. Tot slot kan deze instabiliteit er eveneens voor zorgen dat huishoudens en bedrijven hogere risicopremies en/of grotere buffers aanleggen om zich te verzekeren, iets wat extra bijdraagt aan hogere inflatie.

Inflatieverwachtingen die opwaarts bijgesteld worden kunnen bijdragen aan instabiel hoge inflatie

Bij een regelmatige opwaartse bijstelling van inflatieverwachtingen door kortetermijnontwikkelingen, kan inflatie op een instabiel en hoog pad komen. In dit geval is er nauwelijks of geen verankering van inflatieverwachtingen, maar passen huishoudens en bedrijven hun verwachtingen voortdurend aan. Dit kan bijvoorbeeld ontstaan door zorgen over een situatie waarin geopolitieke spanningen of aanbodbeperkingen langdurig aanhouden. In reactie hierop kunnen prijzen stijgen. Als de verwachting is dat deze prijzen langdurig blijven stijgen, kunnen uitgaven naar voren worden gehaald. Hierdoor neemt de vraag naar goederen en diensten verder toe. Inflatie kan op een stijgend pad terechtkomen als deze gedragsaanpassing langer aanhoudt. Een dergelijke situatie heeft zich alleen in beperkte mate voorgedaan in periodes van veel onrust en weinig vertrouwen in zowel monetair- als overheidsbeleid, bijvoorbeeld bij de hyperinflatie in de Weimarrepubliek in de jaren 20.³⁶

In dit scenario is er weinig vertrouwen in monetair beleid om inflatie tegen te gaan

Instabiele inflatieverwachtingen kunnen ook ontstaan door weinig tot geen vertrouwen in het vermogen van de centrale bank om de inflatie te beteugelen. Als een externe schok (zoals energieprijzen) de inflatie opdrijft, maar huishoudens en bedrijven hebben geen vertrouwen in de centrale bank, kunnen gedragsreacties plaatsvinden. Dit kan bijvoorbeeld komen doordat de centrale bank herhaaldelijk te laat op de rem trapt. Om de instabiele en hoge inflatie tegen te gaan, moet de ECB mogelijk abrupt bijsturen met verdere monetaire verkrapping, wat rentes op financiële markten doet stijgen. Dit heeft bijvoorbeeld in de jaren 70 plaatsgevonden, waarbij de Amerikaanse centrale bank abrupt het monetaire beleid heeft moeten verkrappen. Dit heeft de inflatie uiteindelijk teruggebracht naar een stabiel laag niveau.³⁷

Bij toenemende zorgen over inflatie is het ook mogelijk dat het vertrouwen in de euro afneemt, waardoor de centrale bank in een lastig parket kan komen. De reële wisselkoers van de euro neemt namelijk sterk af bij instabiel stijgende inflatie. Door sterk stijgende prijzen kan er minder vraag zijn uit het buitenland naar producten die in Europa (en Nederland) worden geproduceerd. Als inflatie elders in de wereld niet plaatsvindt, neemt de waarde van de euro af. Hierdoor kunnen speculaties ontstaan over het opbreken van de eurozone, wat druk zet op de terugbetaalcapaciteit van overheden door stijgende rentes. Deze combinatie is zorgelijk voor een centrale bank. De centrale bank kan de oplopende inflatie bestrijden met hogere beleidsrentes en het opschorten van de opkoopprogramma's, terwijl dit juist meer druk zet op de terugbetaalcapaciteit van overheden in de monetaire unie.

In dit scenario kan een loonprijsspiraal ontstaan, met steeds hogere inflatie tot gevolg

Een loonprijsspiraal kan een steeds hoger wordende inflatie veroorzaken. In het geval van een loonprijsspiraal worden werknemers de komende jaren volledig voor inflatie gecompenseerd en zal de inflatie verder stijgen omdat ook de hogere lonen weer tot inflatie leiden. Wanneer werknemers dit meenemen in hun

³⁵ Zie het artikel van project syndicate, Will Deglobalization Fuel Inflation?, van 2 november 2021 ([link](#)) en het artikel van het Italian Institute for International Political Studies, Deglobalization: The New Normal?, van 22 december 2021 ([link](#)).

³⁶ Zie bijvoorbeeld Laidler, D. E., & Stadler, G. W. (1998). Monetary explanations of the Weimar Republic's hyperinflation: Some neglected contributions in contemporary German literature. *Journal of Money, Credit and Banking*, 816-831. ([link](#))

³⁷ Zie het artikel van Federal Reserve Bank of St. Louis Review, Managing a New Policy Framework: Paul Volcker, the St. Louis Fed, and the 1979-82 War on Inflation, First Quarter 2021 ([link](#)).

verwachtingen leidt dit ieder jaar tot een grotere loonstijging en daardoor een loonprijsspiraal. Enerzijds leidt dit tot een verdere opwaartse verschuiving van de aanbodcurve. Anderzijds kan dit tot een hogere vraag leiden, omdat consumenten een hoger loon hebben.

Op dit moment is automatische prijscompensatie niet tot nauwelijks in cao's opgenomen. Lonen volgen uit onderhandelingen tussen werkgevers en werknemers en volgen niet automatisch de inflatie, zoals in de jaren 70 wel het geval was. Werknemersmacht zou dus moeten toenemen om te realiseren dat lonen structureel volledig voor inflatie worden gecompenseerd. Ondanks dat het onwaarschijnlijk is dat automatische prijscompensatie afgesproken gaat worden, is het wel aannemelijk dat nominale lonen meer zullen stijgen dan dat ze de afgelopen jaren hebben gedaan. De huidige arbeidsmarktkrapte en maatschappelijke discussie over loongroei en arbeidsvoorwaarden kunnen hieraan bijdragen. Bovendien is het mogelijk dat er meer aandacht komt voor inflatie bij een hoger niveau van inflatie.

Ook moeten de hogere lonen volledig in prijzen doorberekend worden om in deze situatie te belanden. Als bedrijven de loonkosten niet (volledig) doorberekenen, gaat dit ten koste van hun winstgevendheid. Dit kan tot faillissementen leiden, tenzij bedrijven in staat zijn kapitaalintensiever te produceren, bijvoorbeeld door te automatiseren. Bij volledige doorberekening zullen Europese bedrijven echter aan concurrentiekracht moeten inleveren als er geconcentreerd wordt op prijzen. In alle gevallen zal het werkgelegenheidsargument daarom waarschijnlijk zwaarder gaan wegen tijdens de loononderhandelingen en lijkt de kans op een echte loonprijsspiraal op dit moment beperkt.

Tabel 5.1 Overzicht scenario's en economische omstandigheden

Scenario	Schokken en componenten	Inflatieverwachtingen	Monetair beleid	Lonen
Stabiel rond de 2%	• Eenmalige schokken doven uit, aanbod herstelt zich maar niet volledig • Prijsontwikkeling componenten stabiel, wellicht enige verbreding	• Neerwaartse bijstelling inflatieverwachtingen • Stabiele inflatieverwachtingen	• Afbouw monetair beleid totdat inflatiedoelstelling bereikt is • Vertrouwen in centrale bank • Heldere communicatie	• Beperkte doorwerking inflatie in lonen • Geen loonprijsspiraal • Looneisen conform stabiele inflatieverwachtingen
Stabiel laag rond oude niveau (0-1%)	• Eenmalige schokken doven uit, aanbod herstelt zich • Prijsontwikkeling componenten stabiel	• Neerwaartse bijstelling inflatieverwachtingen • Inflatieverwachtingen kunnen verankerd zijn • Risico op deflatie	• Initiële afbouw monetair beleid • Bij voorbijschieten inflatiedoelstelling weer enige mate van stimulering	• Beperkte of geen doorwerking inflatie in lonen • Geen loonprijsspiraal • Looneisen conform stabiele inflatieverwachtingen
Instabiel en hoge inflatie	• Opeenvolging van schokken • Langdurige volatiliteit • Verbreding van inflatie in consumptie categorieën	• Geen verankering van verwachtingen • Herhaaldelijk opwaarts bijstellen inflatie, waardoor bestedingen naar voren worden gehaald	• Geen vertrouwen in centrale bank • Mogelijk abrupt bijsturen • Vertrouwen in euro neemt af, met risico's voor staatsschulden eurolanden	• Er ontstaat een loonprijsspiraal • Volledige doorwerking van inflatie op lonen • Volledige doorwerking van lonen op inflatie

6 Ruilvoet en collectieve verarming

Door stijgende importprijzen van energie daalt de ruilvoet voor de Nederlandse handel. Mede door het dichtdraaien van de Groningse gaskraan zijn we sinds 2018 een netto importeur van energie geworden. Door de snel gestegen energieprijzen krijgt Nederland minder waar voor zijn geld op de internationale markt. Dit komt tot uitdrukking in de zogeheten ruilvoet: de prijs van exporten relatief tot de prijs van importen in een land. Een verslechtering van de ruilvoet betekent dat we met eenzelfde productie toch minder kunnen doen: voor eenzelfde hoeveelheid import moeten we immers een grotere hoeveelheid export betalen. De prijzen van importen stegen hard in 2021, met 10,1%, met name door de prijsstijgingen van grondstoffen op de wereldmarkt.³⁸ Energieprijzen bleven doorstijgen in het eerste kwartaal van 2022.

Tegelijkertijd zijn prijzen van Nederlandse export ook hard gestegen. De prijzen van onze exportproducten zijn óók hard gestegen: met 8,4 %, met name voor chemische producten en voeding. De Nederlandse exportsector als geheel is vooralsnog prima in staat om de stijgende grondstofprijzen door te berekenen aan de buitenlandse afnemers.

De daling van de ruilvoet in 2021 is niet uitzonderlijk. De stijging van de importprijzen was groter dan de exportprijsstijging en de ruilvoet daalde als gevolg, met 1,6%. Dit volgde op een jaar (2020) waarin de ruilvoet was gestegen met 1,0%. De daling in 2021 is historisch gezien niet uitzonderlijk groot. In 2011 daalde de ruilvoet bijvoorbeeld met eenzelfde orde (1,5%). (zie figuur 6.1 links)

Het positieve handelssaldo dempt de gevolgen van de dalende ruilvoet voor de Nederlandse economie. Een dalende ruilvoet betekent dat consumenten en overheid, gegeven een bepaald productieniveau, minder kunnen consumeren. Immers, een gedeelte van de productie wordt verhandeld met het buitenland. Het verschil tussen wat we met elkaar produceren en wat we ermee kunnen doen na internationale handel wordt aangeduid met de zogenoemde *trading gains index* (TGI)³⁹. Een daling van de TGI geeft aan dat we collectief armer zijn geworden. De verandering in de TGI hangt niet alleen af van de grootte van de ruilvoetverandering, maar ook van het handelssaldo (de exportwaarde minus importwaarde). Nederland heeft traditioneel een groot handelsoverschot: 11,0% van bbp in 2021. De TGI daalt door de ruilvoetverslechtering, maar deze daling wordt gedempt door dit handelsoverschot.⁴⁰

In 2021 zijn we collectief 0,5 procentpunt van het bbp armer geworden als gevolg van de dalende ruilvoet. Met behulp van de TGI kan berekend worden hoeveel de huishoudens en de overheid minder kunnen consumeren als gevolg van de dalende ruilvoet. In 2021 steeg het volume van de productie (het reële bbp) met 5,0%. Het verlies door de dalende ruilvoet bedroeg slechts 0,5%-punt van deze bbp- groei.⁴¹ Ook dit verlies is niet uitzonderlijk in het licht van de afgelopen tien jaar, zie figuur 6.1 rechts. Het beperkte verlies zet zich door in het eerste kwartaal van 2022: de invoerprijzen stijgen iets sneller dan de exportprijzen en het verlies is 0,16%-punt van de bbp-groei (vergeleken met het laatste kwartaal van 2021 en seizoensgecorrigeerd).

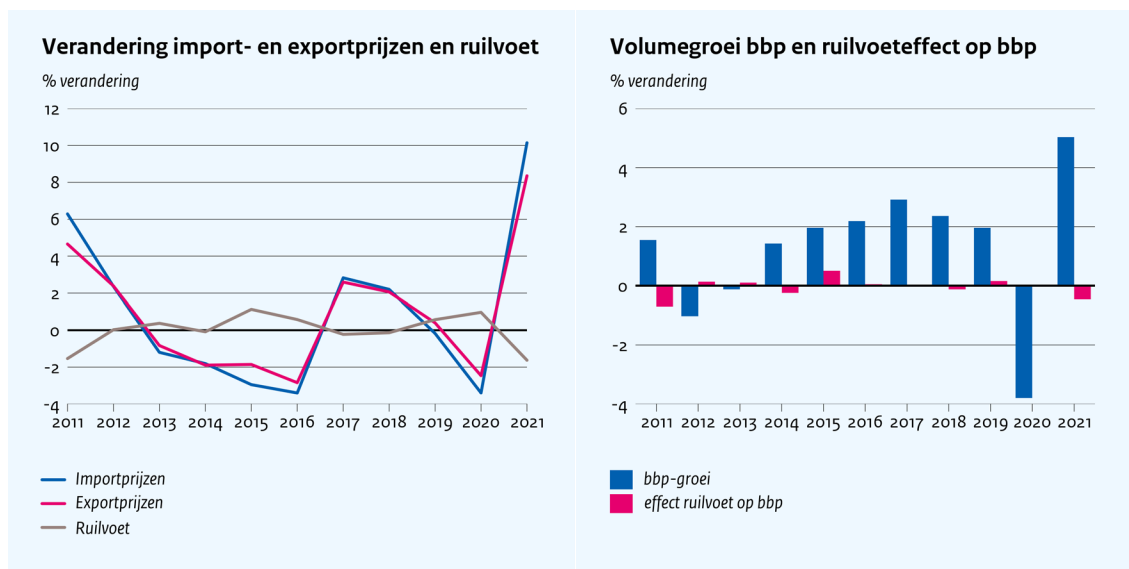
³⁸ De berekeningen in deze sectie zijn gebaseerd op data van het CBS ([link](#)) en zijn op aanvraag beschikbaar bij de auteurs.

³⁹ Reinsdorf, M. B. (2010). Terms of trade effects: Theory and measurement. *Review of Income and Wealth*, 56, S177-S205. ([link](#)).

⁴⁰ Dit komt doordat de export-prijsstijging over een groter bedrag aan producten is dan de import-prijsstijging. Het is dan ook mogelijk dat de TGI stijgt terwijl de ruilvoet verslechtert. Dat is nu niet het geval.

⁴¹ We volgen de methode zoals beschreven in Reinsdorf (2010). Hierbij wordt de TGI bepaald door de veranderingen in de exportprijzen en importprijzen, elk relatief tot de bbp-prijs, en gewogen met hun nominale aandeel in bbp. Reinsdorf duidt het product van de TGI en bbp-groei aan als reële bbi (bruto binnenlands inkomen)-groei. We nemen deze terminologie niet over vanwege het mogelijke verwarrende effect van het gebruik van een inkomensconcept in deze discussie.

Figuur 6.1 Verandering van de import- en exportprijzen en ruilvoet (links) en bbp-groei met effect ruilvoet (rechts)



Bron: CBS en CPB

Het ruilvoetverlies in 2022 hangt onder andere af van de ontwikkeling van de energie-importen en de wereldhandel. Het collectieve verlies als gevolg van de prijsontwikkelingen in internationale markten is tot nu toe beperkt. Dat komt vooral door de sterk aantrekkende wereldhandel waar Nederland als exportland van heeft geprofiteerd. Maar de onzekerheden in de wereldeconomie zijn groot mede als gevolg van de ontwikkelingen in het Oekraïne-conflict, de perikelen in China rond het coronabeleid en snelle renteverhogingen in het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten. Hierdoor kan de exportvraag worden gedempt. Tevens is het aannemelijk dat dit jaar een grotere hoeveelheid energie geïmporteerd zal moeten worden dan vorig jaar. De gasimporten in 2021 en het eerste kwartaal van 2022 zijn relatief klein, omdat we flink konden interen op onze voorraden.⁴² Het weer op peil brengen van de voorraden zal waarschijnlijk tegen aanzienlijk hogere prijzen moeten geschieden dan toen de voorraden gevuld werden.

Inflatie door importen verlaagt in eerste instantie de koopkracht, dat geldt niet voor looninflatie.

Loonstijgingen kunnen inflatoir werken als deze worden doorberekend in productprijzen door de binnenlandse producenten. Stijgende prijzen ten gevolge van loonsverhogingen hollen de koopkracht niet uit: huishoudens betalen meer maar krijgen ook een hoger loon. Stijgende importprijzen maken ons collectief armer omdat er meer betaald moet worden aan het buitenland. Dit geld komt niet terug bij de huishoudens en verlaagt hun koopkracht.

Er is ruimte voor loonstijgingen. Collectief zijn we beperkt armer geworden door de ruilvoetverslechtering in 2021, maar de verdeling van de lasten en baten is scheef. Stijgende energieprijzen kunnen tot problemen leiden bij bedrijven die moeilijker in staat zijn deze door te berekenen aan hun klanten. Maar we concluderen ook dat de Nederlandse exportsector als geheel vooralsnog goed in staat is om de stijgende grondstofprijzen te verrekenen. Gecombineerd met een aantrekkende wereldvraag naar Nederlandse exportproducten zorgt dit al een paar jaar voor toenemende winsten bij het bedrijfsleven.⁴³ Aan de andere kant zijn er de toegenomen lasten bij huishoudens die energie consumeren. Zij zijn niet in staat om hun koopkracht op peil te houden, anders dan door het eisen van een hoger loon. Ook is de arbeidsinkomensquote gedaald en de winstquote van bedrijven gestegen, wat ook een indicatie is dat er ruimte is voor loonstijging. In de verwachting dat de inflatie

⁴² Zie [link](#).

⁴³ Het exploitatieoverschot laat een nominale groei zien in alle kwartalen vanaf maart 2020. Ook als percentage van het bbp is dit in 2021 hoger dan 2020 en 2019.

weer terugkeert naar gematigde niveaus zou een eenmalige loongolf kunnen zorgen voor een gelijkmatiger verdeling van de lasten. Het voorkomen van een loonprijs-spiraal (die bijvoorbeeld zou kunnen ontstaan door introductie van automatische prijscompensatie) is daarbij wel cruciaal.