

De Grote Inflatie van 2021 en 2022: structureel of incidenteel?

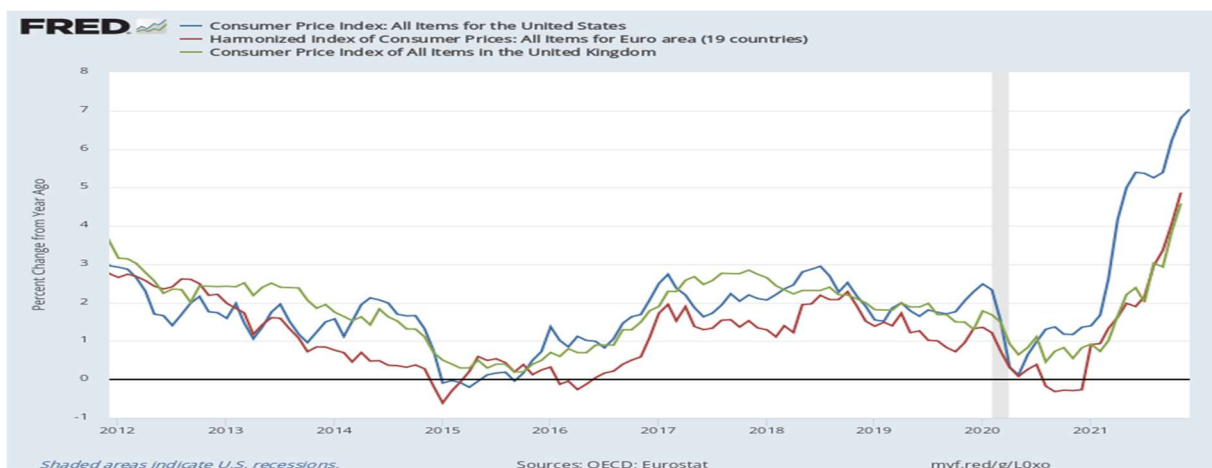
Paper geschreven in opdracht van de Commissie Financiën van de Tweede Kamer der Staten-Generaal,
januari 2022

Auteur: Edin Mujagic, monetair econoom

Belangrijkste stuwende krachten achter de huidige inflatie

Nadat een te lage inflatie jarenlang hét probleem was in de ogen van de centrale banken wereldwijd, is de geldontwaarding sinds de zomer van vorig jaar duidelijk aan het stijgen. Bedroeg de inflatie in de eurozone en de VS in 2020 en het eerste deel van 2021 iets meer dan 0 procent, inmiddels liggen inflatiepercentages (gemeten t.o.v. een jaar eerder) aanmerkelijk boven de streefpercentages van de centrale banken. In de VS bedroeg de jaarlijkse inflatie in december 2021 7 procent, terwijl de Fed, de Amerikaanse centrale bank, ongeveer 2 procent inflatie per jaar nastreeft. In de eurozone lagen de prijzen in de laatste maand van 2021 5 procent hoger dan een jaar eerder. De ECB heeft als taak prijsstabiliteit in de muntunie te waarborgen, wat de bank omschrijft als een inflatiepercentage van 2 procent per jaar, op middellange termijn. In Groot-Brittannië bedraagt de inflatie 5,4 procent waar de Britse centrale bank eveneens 2 procent per jaar als doelstelling heeft. De snelle en sterke stijging van de inflatie beperkt zich niet tot Europa en Amerika maar is een mondiaal fenomeen.

Grafiek 1: Jaarlijkse inflatie in eurozone, het VK en de VS



Deze snelle en sterke stijging van de prijzen, valt samen met de opleving – en dus heropening – van de economieën na de recessie veroorzaakt door de coronapandemie in 2020. In de kern is dat niet bijzonder; prijzen hebben de neiging sneller te stijgen wanneer een economie begint aan een herstel na een periode van zeer lage groei of krimp. Wat anno 2021 en 2022 bijzonder is, is vooral de omvang van de stijging van de inflatie. De huidige inflatiecijfers zijn veelal drie of meer decennia geleden voor het laatst gemeten.

Een van de factoren achter die stijging, is de statistische factor, inherent aan de manier waarop de jaarlijkse inflatie wordt berekend.

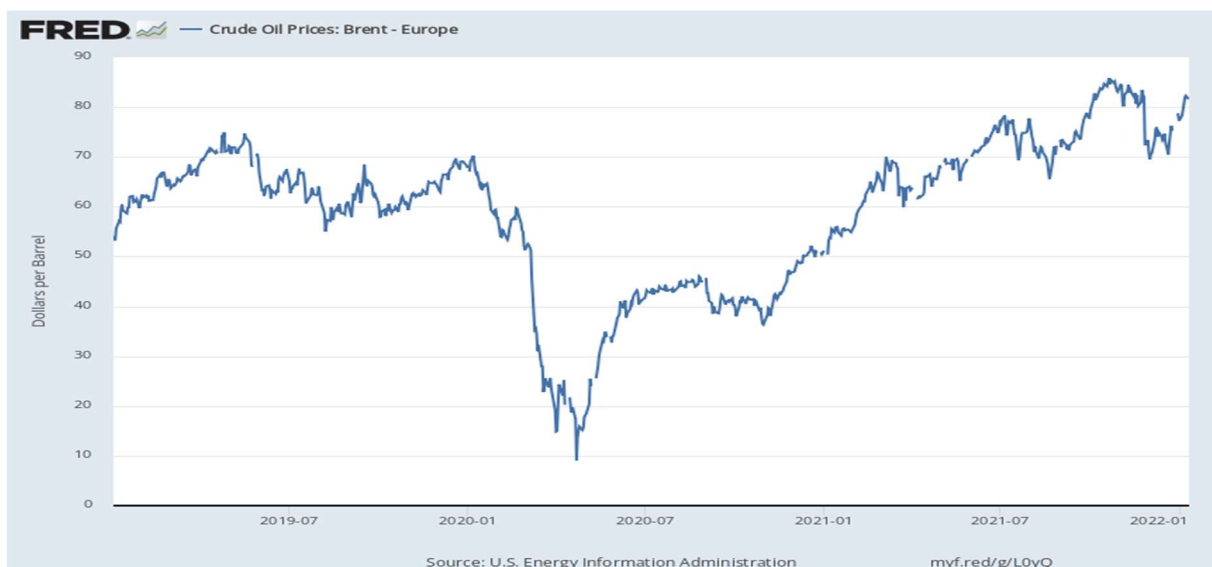
Inflatie is de verandering van de prijzen vergeleken met de prijzen 12 maanden daarvoor. Dat betekent dat naarmate de prijsindex in de maand die als vergelijking dient, in december 2021 bijvoorbeeld was december 2020 de vergelijkingsmaand, lager is, des te hoger de inflatie zal zijn, wiskundig gezien. Een goed voorbeeld is de ontwikkeling van de olieprijs sinds begin 2020.

Als gevolg van de coronapandemie (die begon eind februari 2020), kromp zo goed als elke belangrijke economie in de wereld in dat jaar. Aangezien minder economische activiteit onder meer ook minder vraag naar olie betekent, raakte de verhouding tussen de vraag naar en het aanbod van olie volledig uit balans, met het aanbod dat ruimschoots groter was dan de vraag. Een vat olie (Brent crude) zakte van circa 60 dollar in februari 2020 naar onder 10 dollar in het voorjaar. Op de financiële markten werd de prijs voor oliecontracten met levering in de nabije toekomst zelfs negatief (een vat West

Texas Intermediate olie kostte - \$ 37,63 in april 2020), de eerste keer dat dat is gebeurd. De vraag naar olie was zodanig laag dat er in de wereld nauwelijks voldoende opslagcapaciteit aanwezig was voor de opgepompte olie. Op 's werelds oceanen dreven tankers vol met olie bijvoorbeeld. In april 2020 bestond de vrees dat er in mei geen opslagcapaciteit zou zijn of zeer duur zou worden, waardoor olieproducenten afnemers van hun olie betaalden vaten af te nemen.

In de tweede helft van 2020 steeg de olieprijs weer, tot circa 55 dollar per vat in januari 2021. Die stijging had echter geen opwaartse druk op de inflatie tot gevolg. Sterker, vanuit de olieprijshoek werd de jaarlijkse inflatie juist omlaagedrukt. De reden is dat de olieprijs in 2019 tussen circa 50 en 75 dollar schommelde. De verandering van de olieprijs ten opzichte van 12 maanden eerder, was daarom in de tweede helft van 2020 of nihil of negatief, in de zin dan de prijs lager lag dan in de corresponderende periode in 2019.

Grafiek 2: Olieprijs behoorlijk volatiel



In 2021 hield de ingezette stijging van de olieprijs aan en lag de prijs van een vat olie tussen februari en december 2021 tussen circa 60 en 85 dollar.

Het verschil met de olieprijs in dezelfde periode in 2020 was behoorlijk – in april 2021 was de prijs ruim 600 procent hoger dan in april 2020! – wat het totale inflatiecijfer omhoogstuwde. De reden is dat energie een belangrijke sub component is van het mandje goederen en diensten waarmee inflatie wordt berekend. De invloed van de olieprijs op het inflatiecijfer is nog groter aangezien energieprijzen, die gekoppeld zijn aan de olieprijs, indirect ook de prijzen van andere componenten van het inflatiemandje hoger drukken, zoals transport of (het verbouwen van) voedsel.

Naast deze statistische effecten, waren er ook logistieke knelpunten die de verhouding tussen vraag naar goederen en het aanbod ervan danig verstoorden. Het krachtige herstel van de economieën na de recessie van 2020, betekende dat de vraag naar goederen en diensten rap aantrok. Het aanbod kon die stijging om verschillende redenen niet bijhouden. Zo waren er veel fabrieken in China die niet op volle capaciteit draaiden, te maken hadden met regionale lockdownmaatregelen of energie op rantsoen kregen door het energietekort in het land. De prijs om producten te verschepen van China en andere landen in de regio naar Europa en Amerika spoot omhoog doordat er in een korte tijd veel vraag naar containers en ruimte op schepen kwam terwijl het aanbod ervan onveranderd bleef. In oktober 2020 kostte het 2.119 dollar één container per schip van China naar Europa te sturen. In december 2021 was de prijs opgelopen naar 14.368 dollar. Eenmaal aangekomen op hun

eindbestemming, moesten schepen veelal dagenlang wachten om aan te kunnen leggen in havens in Europa en de VS omdat de havens de toeloop niet aankonden. En wanneer de producten op de kade kwamen te liggen, bleven ze er veel langer dan normaal liggen omdat er een tekort aan vrachtwagenchauffeurs was. Volgens schattingen van de International Road Transport Union had Frankrijk een tekort van tussen 40.000 en 50.000 vrachtwagenchauffeurs en Duitsland zelfs 65.000. Daardoor stegen de transportkosten ook behoorlijk, wat uiteindelijk werd doorberekend in de prijs van producten wanneer die in de winkels kwamen te liggen.

Inflatie loopt altijd op als economie herstelt na een recessie omdat de vraag naar goederen en diensten in die fase doorgaans sneller stijgt dan het aanbod. Tijdens het herstel van de recessie in 2020, stegen de prijzen in 2021 echter aanmerkelijk sneller omdat de vraagtoename uitgesprokener was dan na een 'normale' recessie. Dat is voor een belangrijk deel een gevolg van de steunmaatregelen getroffen in 2020 ¹.

Het omschreven statistisch effect is per definitie een incidentele oorzaak, dat effect valt na enige tijd uit de cijfers. Om bij het olieprijsvoorbeeld te blijven: als de olieprijs in loop van 2022 naar 100 dollar per vat stijgt, zal dat de jaarlijkse inflatie dit jaar omláág drukken. De bijdrage van de stijging van de olieprijs van 80 dollar naar 100 dollar (+ 25 procent) is namelijk kleiner dan de bijdrage van de stijging van de olieprijs van 35 dollar naar 80 dollar (+128,5 procent). Voor het berekenen van inflatie is niet zozeer het niveau van de olieprijs van belang als de mate van de verandering ervan. Hetzelfde kan gezegd worden over logistieke knelpunten. Die zijn veroorzaakt doordat de vraag naar goederen veel sneller is toegenomen dan het aanbod kon stijgen, bijvoorbeeld omdat bedrijven moeite hadden met het vinden van voldoende werknemers. De problemen waarmee bedrijven te maken hebben, zullen zich in de loop der tijd oplossen. Datzelfde geldt voor knelpunten in de transportsector. Aangetrokken door de hoge prijzen respectievelijk lonen, worden er nieuwe schepen in gebruik genomen en melden zich meer vrachtwagenchauffeurs aan, al dan niet inmiddels omgeschoold voor dat werk. En het tempo waarmee de vraag naar goederen en diensten stijgt, vakt ook af.

Zo bezien zijn het voor een belangrijk deel incidentele oorzaken die de inflatie in 2021 aangejaagd hebben hetgeen betekent dat de inflatoire druk in de loop van 2022 zeer waarschijnlijk zal afnemen.

Een reflectie op de gevolgen van het huidige monetaire beleid voor de actuele inflatiecijfers

Dat incidentele oorzaken verantwoordelijk zijn voor een belangrijk deel van de hoge inflatie, is echter geen synoniem voor dat die oorzaken verantwoordelijk zijn voor de vólledige stijging van de inflatie. De sterk gestegen energieprijzen zijn lang niet de enige oorzaak van de hoge inflatie. Het totale inflatiecijfer wordt door meer onderdelen van het inflatiemandje omhooggedreven dan energieprijzen alleen.

Als inflatie een vuurtje is, dan is de geldhoeveelheid het brandhout dat het vuur aan de gang houdt c.q. aanwakkert. Ondanks de prominente aanwezigheid van de eerdergenoemde incidentele factoren in de stijging van de inflatie, kan de invloed van het zeer ruime monetaire beleid niet genegeerd worden. Centrale banken zoals de ECB houden al enige tijd de officiële rentes op 0 procent en kopen daarnaast staats- en bedrijfsobligaties op (zogenoemde kwantitatieve verruiming). Daardoor groeit de geldhoeveelheid al een geruime tijd te hard². Het ruime monetaire beleid beïnvloedt de inflatie met enige vertraging, een vertraging die lang kan duren en waarvan de duur verandert in de loop der tijd.

¹ Zie https://www.iexprofs.nl/Column/735502/inflatie/Hoge-inflatie-is-de-prijs-voor-de-milde-recessie-in-2020.aspx?utm_campaign=

² Een goede stelregel voor de gewenste groei van de geldhoeveelheid is dat er geen inflatiegevaar te verwachten is als de geldhoeveelheid elk jaar met tussen 3 en 5 procent toeneemt. De geldhoeveelheid in de eurozone groeide in november 2021 met 7,3 procent en ligt al enkele jaren boven 5 procent per jaar.

Het kan niet uitgesloten worden dat het vertraagde effect van het zeer ruime monetaire beleid dat de ECB al bijna een decennium voert, verantwoordelijk is voor een deel van de gemeten inflatie in 2021 en 2022.

Een van de kanalen waarlangs dat effect kan optreden, is via het aantrekkelijk maken van het opvoeren van begrotingstekorten en staatsschulden in de eurolanden. Hoewel het laag houden van de rentes en kwantitatieve verruiming volgens de ECB dat niet ten doel heeft, is het onmiskenbaar dat dat beleid en het vooruitzicht op langdurig in stand houden van dat beleid, de overheden ertoe aangezet heeft meer geld uit te geven dan wat er binnen komt³. Dat is van groot belang voor de inflatieontwikkeling in 2021 en 2022. Waar de invloed van het ruime monetaire beleid op inflatie, zoals gezegd, onderworpen is aan lange en variabele vertraging (omdat het enige tijd duurt voordat het ruime beleid voelbaar wordt voor consumenten) bestaat er een shortcut. Die korte route loopt via het begrotingsbeleid omdat het extra geld dat in omloop komt, zonder tussenschakels bij de consument belandt, in de vorm van allerlei steunmaatregelen bijvoorbeeld. Een goed voorbeeld zijn de steunmaatregelen die de Amerikaanse overheid getroffen heeft, waarbij Amerikaanse huishoudens direct cheques kregen van de overheid. In de eurozone is de steun voor huishoudens in een andere vorm verleend, iets wat wellicht het feit dat de inflatie in de VS hoger ligt dan in de eurozone voor een belangrijk deel kan verklaren.

Een andere manier waarop het huidige monetaire beleid de inflatiecijfers beïnvloedt is dat het tijdelijke effect op de prijzen deels permanent dreigt te worden doordat de centrale banken niet of nauwelijks optreden. In de eurozone past de ECB bijvoorbeeld het monetaire beleid nauwelijks aan aan de gestegen inflatie, omdat de bank meent dat de stijging van de inflatie een tijdelijk fenomeen is⁴. Dat kan ertoe leiden dat bedrijven en huishoudens het vertrouwen verliezen dat de bank hen zal beschermen tegen hoge inflatie. Immers, dat is wat de centrale bank herhaaldelijk heeft beloofd toen de inflatie te laag was. Nu die te hoog is, volgen er echter geen daden bij de eerder gebezigde woorden. Het gevolg kan zijn dat bedrijven, die een tijdelijke stijging van de kosten kunnen opvangen zonder die door te berekenen naar de consument, dat wel gaan doen omdat de centrale bank geen aanstalten maakt de te hoge inflatie terug in het hok te dwingen. Hetzelfde geldt voor de vakbonden en de looneisen die worden gesteld. Daardoor dreigt een deel van de tijdelijke stijging van de inflatie permanent te worden gemaakt door het niet optreden of niet aankondigen van optreden door de centrale bank.

Een beargumenteerde prognose van de inflatie in de nabije toekomst (1-3 jaar) door het benoemen van trends en / of scenario's

De Fed verwacht dat de jaarlijkse inflatie in 2022 tussen 2,0 en 3,2 procent zal uitkomen, gevolgd door tussen 2,0 en 2,5 respectievelijk 2,0 en 2,2 procent in 2023 en 2024⁵. Het betreft hier echter de verwachting voor de zogeheten PCE (personal consumer expenditure) inflatie-index. Die ligt doorgaans een half procentpunt lager dan de gebruikelijke CPI-index⁶. De ECB raamt de

³ In dat opzicht verwijs ik naar het doel dat de ECB sinds de coronapandemie vastgesteld heeft voor zichzelf, namelijk zorgen voor gunstige financieringsvoorwaarden, hetgeen vertaald kan worden als 'zorgen voor lage rentestanden op de kapitaalmarkt'. Het zou een uiterst interessante juridische vraagstelling zijn na te gaan of dat voornemen van de ECB door de beugel van het Verdrag van Maastricht kan.

⁴ Dat was ook de verwachting van onder meer de Fed en de Britse centrale bank aan het begin van de stijging van de inflatie. Inmiddels hebben beide het standpunt dat de recente inflatiestijging tijdelijk van aard zal zijn, verlaten en hun beleid aangepast door de officiële rente te verhogen (Bank of England) of aan te kondigen daarmee in 2022 te gaan beginnen (Fed).

⁵ <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcprojtabl20211215.pdf>

⁶ <https://www.clevelandfed.org/newsroom-and-events/publications/economic-trends/2014-economic-trends/et-20140417-pce-and-cpi-inflation-whats-the-difference.aspx>

geldontwaarding in 2022 op 3,2 procent, gevolgd door 1,8 procent in zowel 2023 als 2024⁷. De Nederlandsche Bank (DNB) voorziet 2,9 procent inflatie in Nederland in 2023.

Met het oog op de komende jaren moet rekening worden gehouden met de mogelijkheid dat de jaarlijkse inflatie in de eurozone significant hoger kan uitpakken dan de ECB verwacht.

- In de eerste plaats is er het eerdergenoemde vertraagde effect van het langdurig ruime monetaire beleid⁸ en niet tijdig in actie komen wanneer inflatie te lang te hoog lijkt te blijven.
- In de tweede plaats zijn er meerdere factoren die de inflatie in afgelopen decennia omlaag hebben gedrukt die óf de andere kant op kunnen gaan werken of niet meer de inflatie omlaagdrukken. Te denken valt aan de vertraging in het proces van globalisering of zelfs de-globalisering en de vergrijzing, waardoor arbeid in toenemende mate schaars wordt⁹.
- In de derde plaats is er de groene transitie die inmiddels begonnen is. Die transitie houdt in dat het gebruik van fossiele grondstoffen ontmoedigd wordt, iets wat voornamelijk gestimuleerd wordt door de vervuiling de beprijzen via het Emissions Trading System (ETS). Daarin worden de rechten om CO2 uit te stoten, verhandeld. De prijs is inmiddels verdrievoudigd vergeleken met die aan het begin van 2021. Dat zal investeringen in fossiele energie minder aantrekkelijk maken en het gebruik van en investeringen in alternatieve, hernieuwbare energiebronnen aantrekkelijker en zo de groene transitie helpen versnellen. Alleen vergen investeringen in alternatieve energiebronnen tijd en is het aanbod van energie uit die bronnen ontoereikend om aan de stijging van de vraag naar energie te voldoen. Het gevolg is dan dat gedurende de groene transitie de energiekosten voor consumenten kunnen stijgen, zoals we eind 2021 hebben gezien. Omdat de groene transitie een structurele verandering is, is de kans groot dat de stijgende energieprijzen geen tijdelijk fenomeen zullen zijn, iets wat de inflatie gedurende de genoemde transitie structureel onder opwaartse druk kan zetten.

Concluderend: het is niet te verwachten dat de hoge inflatiepercentages waarmee de wereld vanaf de zomer van 2021 te maken heeft, op die niveaus structureel zullen blijven. Mettertijd de eenmalige oorzaken minder dominant worden en/of uit de inflatiecijfers wegvallen, zal ook het inflatiecijfer een daling inzetten¹⁰. Echter, gezien de structurele oorzaken die zich ondertussen steeds nadrukkelijker aandienen en het aanhoudend zeer ruime monetaire beleid, dat voorlopig zeer ruim lijkt te blijven, vooral in de eurozone, is een terugkeer naar de inflatiepercentages van voor de coronapandemie allesbehalve zeker. Met andere woorden, er moet rekening gehouden worden met het scenario waarin de jaarlijkse inflatie weliswaar daalt van de huidige hoge niveaus maar zich vervolgens stabiliseert op niveaus die significant hoger zullen zijn dan voor de coronapandemie, niveaus die geen rechtvaardiging zullen geven aan de plannen die de ECB heeft met het monetaire beleid in de komende jaren.

7

https://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/ecb.projections202112_eurosystemstaff~32e481d712.en.html#toc2

⁸ Iets wat als een neveneffect overigens een verdere toename van ongelijkheid heeft:

<https://www.ohv.nl/beleggen-is-de-manier-om-inflatie-het-hoofd-te-bieden/> Over de relatie tussen monetair beleid, inflatie en toenemende inkomens- en vermogensongelijkheid sinds 1971, verwijs ik naar het boek 'Keerpunt 1971: over staatsschulden, werkende armen en nieuwe economische groei' (auteur: E. Mujagic, 2021)

⁹ Onder meer Charles Goodhart en Manoj Pradhan werken deze stelling uit in

<https://www.bis.org/publ/work656.pdf>

¹⁰ Let op! Dat betekent niet dat velen die last hebben van de hoge inflatie, daarmee daarvan verlost zullen zijn. <https://www.ohv.nl/zelfs-als-inflatie-na-2021-daalt-gaat-werkende-er-flink-op-achteruit/>