

# Inflatie, rente en financieringstekort

Position Paper voor de Commissie Financiën van de Tweede Kamer

Coen Teulings

Universiteit Utrecht

19 januari 2022

## 1 Inleiding

De Commissie Financiën van de Tweede Kamer heeft behoefte aan inzicht in de achtergronden van het huidige debat over inflatie. Specifiek heeft zij de volgende vragen:

- Een analyse van de belangrijkste stuwende krachten achter de huidige inflatie, met een duiding of het hierbij gaat om structurele of incidentele oorzaken.
- Een reflectie op de gevolgen van het huidige monetaire beleid voor de actuele inflatiecijfers.
- Een beargumenteerde prognose van de inflatie in de nabije toekomst (1-3 jaar) door het benoemen van trends en/of scenario's.

Deze notitie gaat op deze vragen in.

## 2 Relatieve prijsveranderingen versus inflatie

- Er moet onderscheid worden gemaakt tussen relatieve prijsveranderingen en inflatie.
- Relatieve prijsveranderingen treden op als de prijs voor één goed stijgt ten opzichte van de prijzen voor andere goederen, al dan niet tijdelijk. Dit is meestal een reflectie van een verandering in de vraag en het aanbod.
- Inflatie is een stijging van het gemiddelde prijsniveau. Bij een gelijkmatige jaarlijkse inflatie verandert er niets aan relatieve prijzen. Een eenmalige verhoging van de prijs voor een goed (b.v. gas) leidt in dat jaar tot een hoger inflatiecijfer, in de jaren daarna in principe niet.
- Het afgelopen jaar zijn er een aantal relatieve prijsstijgingen geweest, met drie hoofdoorzaken:
  1. Door de lockdown maatregelen, de NOW steun, en de vraag naar testers en vaccineerders zijn mensen niet beschikbaar voor werk in andere sectoren, waardoor daar de prijzen stijgen.
  2. De corona-crisis heeft wereldwijd geleid tot verstoorde aanbodketens, met name voor chips.
  3. De gasprijsverhoging door Rusland als gevolg van politieke spanningen. Deze factor is verantwoordelijk voor 50% van de huidige inflatie in de EU, een groter aandeel dan in de VS.
- Het ligt in de rede te denken dat deze verstoringen tijdelijk zijn, 1 à 2 jaar, omdat de verstoring van aanbodketens zich zullen oplossen en omdat Rusland niet zonder gasinkomsten kan. Dit vereist wel dat lockdown maatregelen in de loop van 2022 worden afgebouwd.
- In de tussentijd leiden deze prijsstijgingen tot koopkrachtverlies.

## 3 Inflatie, inflatieverwachtingen en monetair beleid

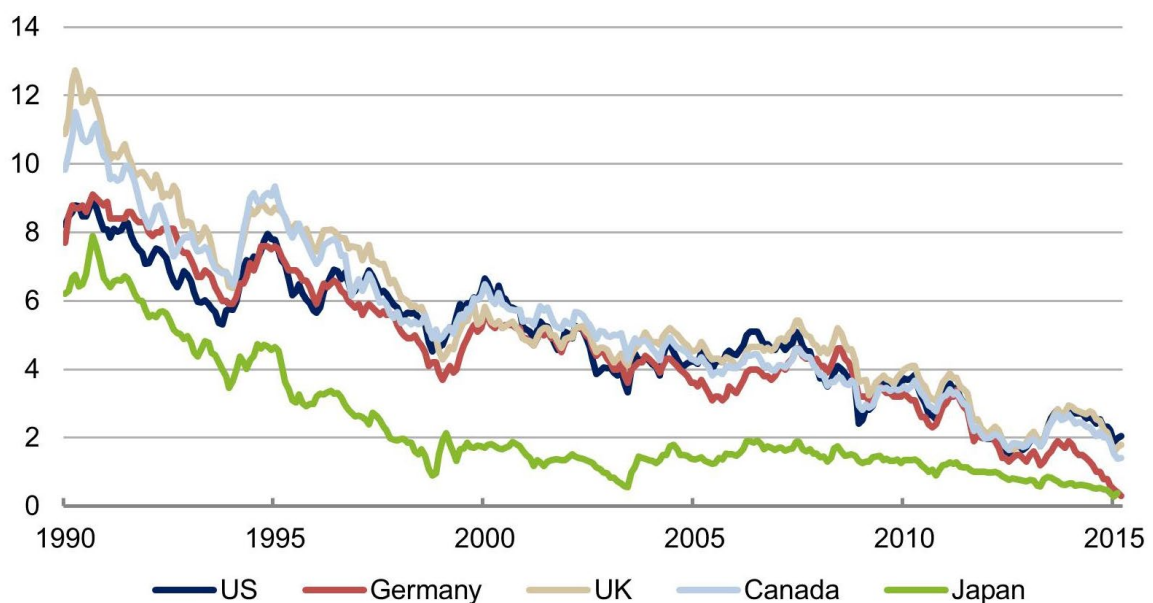
- De gasprijsstijging vertoont in veel opzichten gelijkenis met de olieprijsstijging tussen 1974 en 1983. Die prijsstijging was grotendeels permanent en leidde dus tot minder koopkracht.
- In die periode van relatief sterke vakbondsmacht, eisten vakbonden looncompensatie voor deze prijsstijging. Dit was geïnstitutionaliseerd in het systeem van Automatisch Prijscompensatie (APC). Werkgevers berekenden deze loonstijging door in de prijzen. Inflatieverwachtingen vestigden zich aldus, waardoor de ondernemers hun prijzen steeds sneller verhoogden in een poging de inflatie voor te blijven. Deze loon-prijsspiraal leidde tot een versnellende inflatie.
- Vanaf 1982 werd hierop vanuit het beleid gereageerd met een renteverhoging. Daardoor werd sparen aantrekkelijk, liepen de bestedingen terug en ontstond werkloosheid. Vakbonden

moesten hun looneisen matigen. De APC werd afgeschaft. Dit beleid was succesvol: binnen vijf jaar was de inflatie bedwongen.

- Deze beleidsreactie is daarna geformaliseerd in de Taylor regel, de grondslag van het hedendaagse monetair beleid: als de inflatieverwachting boven de inflatiedoelstelling van de centrale bank uitkomt, moet zij de economie afremmen met een renteverhoging, en omgekeerd.
- Welke inflatiedoelstelling de centrale bank kiest is in principe irrelevant (2% is gebruikelijk). De centrale bank moet echter zo dicht mogelijk bij die doelstelling blijven om de inflatieverwachtingen te stabiliseren. Onzekerheid over de inflatie ontregeld financiële markten.
- Deze diagnose sluit aan bij twee cruciale begrippen uit de economische theorie:
  - De evenwichtswerkloosheid: Non-Accelerating-Inflation Rate of Unemployment NAIRU is het werkloosheidspercentage waarbij de inflatie constant blijft. Een lagere werkloosheid leidt tot zichzelf versnellende inflatie, precies zoals in jaren zeventig en tachtig.
  - De reële evenwichtsrente: Full Employment Real Interest Rate FERIR is die reële rente waarbij de werkloosheid gelijk is aan de NAIRU en waarbij de inflatie dus constant blijft. Een lagere reële rente leidt tot een lagere werkloosheid, waardoor de inflatie uit de hand loopt.
- De NAIRU wordt vooral bepaald door de kwaliteit van de instituties, met name op de arbeidsmarkt. De FERIR wordt bepaald door vraag en aanbod op de kapitaalmarkt.
- Monetair beleid op basis van de Taylor regel zorgt dat de werkloosheid steeds convergeert naar de NAIRU en de reële rente naar de FERIR. Het monetair beleid heeft dus wel invloed op inflatie en nominale rente (= reële rente + inflatieverwachting), en op de korte termijn ook op de reële rente en de werkloosheid, maar niet op de lange termijn. Dan zijn deze gelijk aan de FERIR en de NAIRU.
- Centrale banken worden sinds de Grote Financiële Crisis in 2008 bij de toepassing van de Taylor regel gehinderd door het probleem van de nul-ondergrens. Centrale banken kunnen de beleidsrente niet tot onder nul verlagen, omdat mensen dan spaargeld in de vorm bankbiljetten in plaats van banktegoeden aanhouden. De feitelijk ondergrens is overigens niet nul, vanwege de risico's van het aanhouden van kasgeld, maar iets lager, ruwweg -1%. Op die ondergrens ontberen centrale banken een instrument om de inflatie op de doelstelling van 2% te houden.

#### 4 Trendmatige daling van de rente

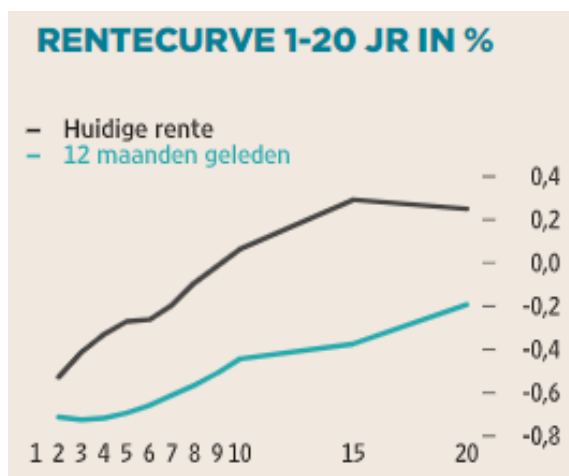
- Eén van de belangrijkste economische trends van de afgelopen 40 jaar is de aanhoudend daling van de nominale rente, zie de figuur voor de 10 jaars rente (Bron: Brookings Institute).



- De figuur laat zien dat de trend wereldwijd is, hoewel Japan 15 jaar voorliep op de rest van de wereld.
- In de jaren tachtig was de rente hoog omdat het monetaire beleid erop gericht was de inflatie in bedwang te krijgen, zie Paragraaf 3. Vanaf 1990 is het monetaire beleid er echter wereldwijd in geslaagd de inflatie te stabiliseren. De daling van nominale rente na 1990 moet dus het gevolg zijn van een daling van de reële evenwichtsrente FERIR.
- Wat zijn de oorzaken van deze daling van de FERIR? Ik noem er hier drie:
  1. Demografie: door de introductie van de pil zijn de geboortecijfers rond 1970 scherp gedaald. De cohorten geboren in de jaren zestig zijn daardoor exceptioneel groot. Deze cohorten zijn nu tussen 50 en 60 jaar oud en hebben dus goed gevulde pensioenspaarpotten. Dit leidt tot een spaaroverschot in de private sector.  
Dit speelt vooral in Japan, China en de EU. De VS en het VK hebben een meer evenwichtige bevolkingsopbouw.
  2. De IT revolutie heeft geleid tot concentratie van winsten bij de “big five” (Amazon, Apple, Facebook, Google, Microsoft), zie ook hun sterk gestegen marktkapitalisatie. Tegenover deze hoge winsten staat geen vergelijkbare investeringsbehoefte. Omdat de “big five” alle vijf Amerikaans zijn speelt dit vooral in de VS. Het aandeel van de EU in deze bedrijfstak is zorgwekkend laag.  
Deze eerste twee factoren leiden tot een groter aanbod van kapitaal en daardoor tot een daling van de FERIR. Zo niet de derde factor, die de daling FERIR enigszins heeft afgeremd:
  3. Een deel van het wereldwijde spaaroverschot in de private sector is uit de markt genomen door de publieke sector, via hogere financieringstekorten.  
Dit speelt vooral in de VS, het VK en Japan, met financieringstekorten van respectievelijk 12%, 11% en 9%. Het speelt in minder mate in de EU met een gemiddeld tekort van 7%.
- Waar het monetaire beleid geen invloed heeft op de reële evenwichtsrente FERIR, heeft het begrotingsbeleid die dus wel.
- Om allerlei redenen is het wenselijk dat de FERIR toeneemt, zodat nominale rente bij een 2% inflatiedoelstelling weer (ruim) boven nul komt te liggen. De relatief lage financieringstekorten in de Eurozone, met name in Nederland en Duitsland, waren daarbij niet behulpzaam. Wat dat betreft levert de hogere tekortdoelstelling in het recente regeerakkoord een nuttige bijdrage.

## 5 De verwachtingen omtrent rente en inflatie

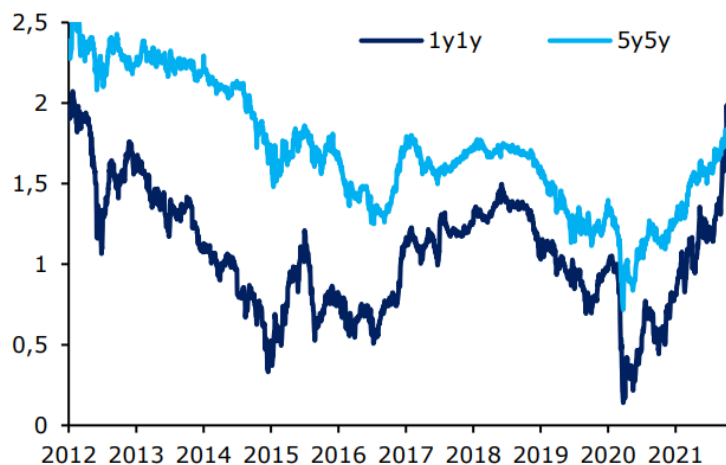
- Zoals de onderstaande figuur (bron: Financiële Dagblad, 13-1-2022) laat zien is de rente op overheidsobligaties het afgelopen jaar voor alle looptijden met ongeveer 0,5% gestegen. Voor looptijden langer dan 10 jaar is het teken omgeslagen, van licht negatief naar licht positief. Opvallend is dat de rentestijging het grootst is voor looptijden van 10 tot 15 jaar. Voor langere looptijden is de stijging kleiner.



- Om die rentestijging in perspectief te plaatsen, moeten de ontwikkeling van de rente op Nederlandse staatsobligaties over de afgelopen 15 jaar worden bekeken, zie de onderstaande figuur (bron: <https://www.iex.nl/Rente-Koers/190118356/Nederland-10-jaar.aspx>). De rentestijging van 0,5% in het afgelopen jaar is in die figuur niet meer dan een nauwelijks waarneembare hobbeltje in de trendmatig daling met 5% die zich sinds 2008 heeft voorgedaan.



- Het plaatje van de rentecurve geeft inzicht in de marktverwachtingen voor de rente in de komende jaren. Stel dat marktpartijen zouden verwachten dat de rente door een beleidswijziging van de ECB langdurig scherp zal stijgen, dan zou de effectieve rente voor lang lopende obligaties nu al zijn gestegen (dat wil zeggen: de prijzen van deze obligaties zouden zijn gedaald), vooruitlopend op deze beleidswijziging van de ECB. Het verloop van de rentecurve wijst erop dat de markt slechts een beperkte beleidswijziging verwacht.
- Het feit dat de rente voor middellange looptijden sterker is gestegen dan voor lange looptijden suggereert bovendien dat marktpartijen verwachten dat de rente op langere termijn weer terug zal lopen.
- Men zou kunnen redeneren dat marktpartijen er vanuit gaan dat de rente lang laag blijft omdat centrale banken ten onrechte hardnekkig zijn in hun overtuiging dat de inflatie zal overwaaien. Voor de lange rente is dat echter onmogelijk: een oplopende inflatie maakt een verhoging van de nominale rente vroeg of laat onvermijdelijk, omdat de reële rente (= nominale rente min inflatieverwachting) anders te ver uit de pas gaat lopen met de FERIR. De recente ervaringen in Turkije illustreren de onhoudbaarheid van dergelijk beleid. De lange rente is daarom een redelijk lange-termijn-verwachting voor nominale rente op lange termijn, d.w.z. de FERIR plus inflatie.
- Toch is nuttig om ook direct te kijken naar de marktverwachting voor de inflatie, zoals die kan worden afgeleid uit inflatie-swaps verhandeld op financiële markten, zie de bijgaande figuur (Bron: [https://www.dnb.nl/media/d5affvk0/dnbanalyse-inflation\\_v6-01-12-2021-def.pdf](https://www.dnb.nl/media/d5affvk0/dnbanalyse-inflation_v6-01-12-2021-def.pdf), Figure 8). De figuur laat de één- en de vijf-jaar-vooruit verwachting voor de inflatie zien zoals die zich sinds 2012 heeft ontwikkeld.



- De figuur laat zien dat het begin van de corona-crisis in 2020 leidde tot een scherpe daling van de inflatieverwachting, met name voor korte termijn (één jaar). Daarna zijn de inflatieverwachtingen opgelopen, opnieuw met name voor de korte termijn. Voor de middellange termijn is de inflatieverwachting nu precies op de ECB doelstelling van 2%, na daar zeven jaar ruim onder te hebben gelegen.
- Vanuit dit gezichtspunt is de corona-crisis een geluk bij een ongeluk. Van 2014 tot 2021 gingen marktpartijen er vanuit dat de ECB, als gevolg van het nul-ondergrens probleem, niet in staat zou zijn om de inflatiedoelstelling van 2% te halen. Bij de aanvang van de corona-crisis werd dat probleem zelfs acuut, zelfs op middellange termijn. De corona-crisis heeft dat probleem nu eindelijk opgelost, vanwege de massieve ingrepen in de economie via het begrotingsbeleid (hoge financieringstekorten, stijgende staatsschulden, zie Paragraaf 4)
- De lange termijn verwachtingen voor inflatie (2%) en nominale rente (0,5%) wijzen erop dat de reële evenwichtsrente FERIR volgens marktpartijen nog lang laag zal blijven (-1,5%).

## 6 Het ECB beleid en de rentestand

- In haar 24-jarig bestaan is de ECB tot op heden redelijk succesvol geweest in de navolging van de Taylor regel. De inflatieverwachtingen zijn redelijk stabiel op 2%. De afwijkingen van de feitelijke inflatie ten opzicht van de doelstelling zijn beperkt geweest.
- Dit geldt ook voor het beleid van de andere grote centrale banken in de wereld (de FED in de VS, de BoJ in Japan, de BoE in het VK). Het monetair beleid is dus sinds 1987 grotendeels neutraal geweest, ofwel, de feitelijke reële rente was in overeenstemming met de FERIR.
- Voor de ECB is 2011 de enige uitzondering, toen de ECB in afwijking van andere centrale banken de rente verhoogde, midden tijdens de Eurocrisis. Dit heeft de Eurocrisis onnodig verscherpt.
- De in Nederland veel gehoorde opvatting dat het rentebeleid van de ECB werd ingegeven door de behoefte Italië met zijn hoge staatsschuld te beschermen is daarom moeilijk in overeenstemming te brengen met de feiten.
  1. Centrale banken hebben wereldwijd hetzelfde rentebeleid gevoerd.
  2. Voorzover de ECB afweek was zij met de renteverlaging eerder trager dan sneller dan andere centrale banken.
  3. Vanwege de nul-ondergrens kunnen centrale banken de rente sinds 2010 niet zo laag vaststellen als volgens de Taylor regel nodig zou zijn. Idealiter had de beleidsrente dus eerder lager dan hoger moeten zijn.
  4. Het beleid van kwantitatieve verruiming was een noodgreep om dit probleem te omzeilen. Ook hier week het beleid van de ECB niet af van dat van andere centrale banken, zij het dat de ECB ook deze stap later zette dan andere, met name 6 jaar later dan de FED.
- De inflatie ligt nu ruim boven de doelstelling van 2%. Er zijn goede redenen om te denken dat de naweeën van corona-epidemie en hoge gasprijzen tijdelijk zijn, zie Paragraaf 2. De rente- en inflatieverwachtingen van marktpartijen zijn daarmee in overeenstemming, zie Paragraaf 5.
- Voor de toepassing van de Taylor regel moet gekeken worden naar de inflatieverwachting, niet naar de feitelijke inflatie. Toch doet de ECB er verstandig aan om nu proactief te reageren door met concrete maatregelen duidelijk maken dat de ECB een hogere inflatieverwachting niet zal laten passeren. Vooralsnog lijkt een geleidelijke afbouw van het programma van kwantitatieve verruiming daarvoor voldoende.
- Omdat de rente- en inflatieverwachting stabiel zijn, moet de ECB deze beleidsreactie echter zorgvuldig doseren. Financiële markten zijn op dit moment vooral bezorgd dat centrale banken zullen overreageren.
- Een waarschuwing tot slot: net zoals in de jaren tachtig, zie Paragraaf 3, zal een aanscherping van het monetaire beleid de druk op de koopkracht niet kleiner, maar juist groter maken. Een minder ruim monetair zal de conjunctuur afremmen, waardoor de huidige druk op de arbeidsmarkt afneemt, zodat mensen minder gemakkelijk een baan kunnen vinden en de lonen minder zullen stijgen dan anders het geval was geweest.