

## Inflatie van naderbij bekeken<sup>1</sup>



**Jana Jonckheere**  
Econome, Economics & Research Department  
Nationale Bank van België

### ABSTRACT

There are many reasons for the huge inflation, and they reinforce each other. Considering the recent developments in energy prices, inflation should start dropping from the end of 2022 onwards. The impact of the owner-occupied house price index (OOH) on the harmonised index of consumer prices is quite neutral. Given the large swings in energy wholesale market prices, forecasting the inflation is not evident. The NBB follows a bottom-up approach via the estimation of different components: energy, food, and core inflation. The impact of the high inflation, caused to a large extent by the energy price shock, implies an impoverishment of the Belgian economy. On average the purchasing power of the households is protected, as a large part of the bill (wage costs) is paid by the companies. But higher wages negatively impact the competitiveness of the companies. Also, the primary fiscal deficit of the government is increasing, while the public debt is growing. In response to the high inflation environment, the ECB has tightened the monetary policy by increasing interest rates and stopping the net purchase programmes.

Inflatie, die de prijsstijging in % weergeeft ten opzichte van een jaar eerder van een korf van goederen en diensten, zit in de lift en flirt sinds de zomer 2022 met 10% en bedroeg in oktober zelfs een ruime 13 %. De oorzaken van deze explosie zijn zeer talrijk en werken onderling op elkaar in, maar kort gesteld kunnen ze als volgt worden samengevat:

- Het begon in 2021. Toen de Covid-19 gerelateerde lockdowns grotendeels voorbij waren, schoot de inflatie de lucht in.

---

<sup>1</sup> Dit artikel is gebaseerd op de uiteenzetting van Jana Jonckheere tijdens de studienamiddag “*Inflatie: impact op bedrijf en consument*” van het Belgisch Financieel Forum en het KULAK Postuniversitair Centrum (Kortrijk, 29 september 2022). De presentatie toont dus de situatie op dat moment, en integreert enkele ramingen die dateren van juni 2022. De cijfers kunnen ondertussen gewijzigd zijn.



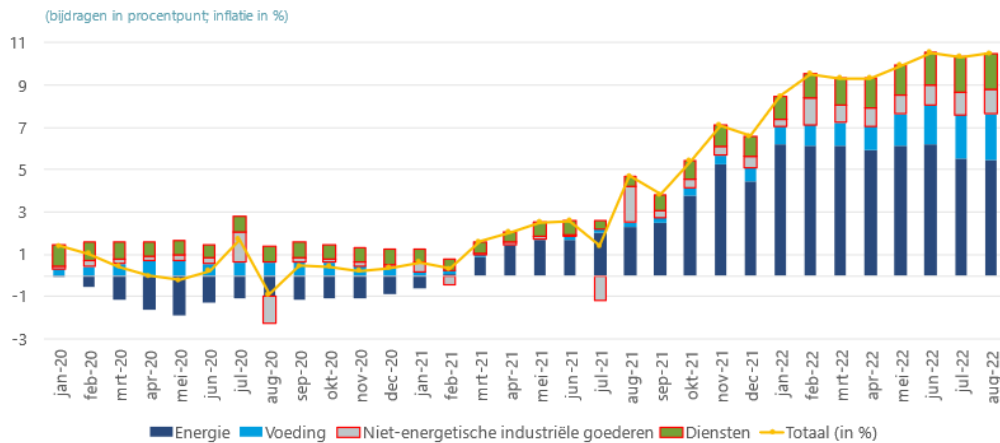
- Dit was deels door een zogenaamd “basiseffect” verbonden met het jaar voordien: in 2020 daalden de olieprijsen immers aanzienlijk (doordat de economische vraag wegviel). Bij het herstel in 2021 leidde dat dus automatisch tot hoge jaar-op-jaarinflatie.
  - Daarbovenop kon het aanbod van energie de hernomen vraag ernaar niet volgen. Dit, in combinatie met het feit dat de Europese CO<sub>2</sub>-prijs (ETS mechanisme) steeg, de lange en koude winter in de VS en Azië, enzovoort, voedde de enorme stijging van energieprijzen.
  - Maar er was meer: het economisch herstel (onder meer de heropening van bepaalde activiteiten) deed de vraag naar goederen en diensten terug stijgen. Er waren echter aanbod- en logistiekproblemen waardoor productie verder verstoord werd en er bottlenecks ontstonden. Met andere woorden, het aanbod kon de vraag niet volgen.
- In 2022 ebden veel van die “*supply bottlenecks*” weg. Toen de oorlog in Oekraïne uitbrak, stegen de energieprijzen echter verder, en stegen prijzen van bepaalde voedingsgrondstoffen en metalen ook fors (aangezien Oekraïne en Rusland belangrijke uitvoerders zijn hiervan). Ondertussen zijn de niet-energetische grondstoffenprijzen getemperd, maar de energieprijzen zijn langer heel hoog gebleven.
  - De hoge inflatie zorgt ervoor dat de loonkosten voor bedrijven oplopen. Dit is zeker het geval in België, aangezien de lonen automatisch worden geïndexeerd aan de gezondheidsindex<sup>2</sup>. Dit alles komt niet alleen tot uiting in de inflatie via de hogere gas- en elektriciteitscomponent, maar ook via hogere kosten voor bedrijven, die dit aan de klanten doorrekenen.

De inflatieverwachtingen zijn in België op basis van de maandelijkse vertrouwensenquête van de Nationale Bank bij zowel de ondernemingen als de gezinnen opwaarts gericht sinds vele maanden. Voor het eurogebied liggen zij historisch gezien iets hoger dan de werkelijke inflatie, maar volgen wel de bewegingen. Op middellange termijn blijken de verwachtingen terug te keren naar de 2% doelstelling van de ECB, maar zouden ze toch hoger blijven dan eind 2021.

---

<sup>2</sup> Nationale consumptieprijsindex ongerekend tabak, alcoholische dranken en motorbrandstoffen.

### Totale HICP inflatie en bijdrage van de verschillende grote componenten

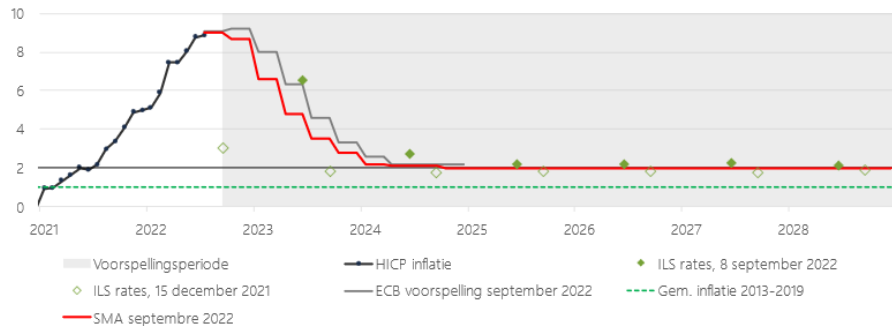


*Bron: Eurostat*

### De inflatieverwachtingen op (middel)lange termijn in het eurogebied keren terug naar de doelstelling, maar blijven toch hoger dan eind 2021

#### Enquête of marktgebaseerde maatstaven van inflatieverwachtingen in het eurogebied

(jaar-op-iaar groei, in %)



*Bronnen: Bloomberg, ECB.*

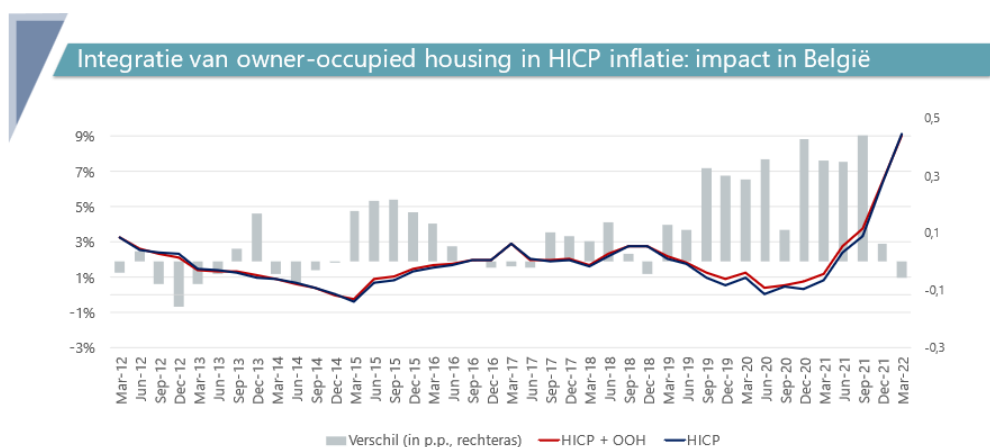
*ILS rate: 1 year forward. Het is een marktgebaseerde indicator van inflatiecompensatie.*

*SMA: Survey of Monetary Analysts.*

### HICP-maatstaf: wat met kosten voor eigen woning?

De ECB monetaire maatstaf is de geharmoniseerde consumptieprijsindex (HICP). Momenteel zitten de kosten voor eigen woning niet in de HICP. Wat er wel in zit: huur, water, riolering, huisvuilophaling, energiekosten, diensten van elektriciens en loodgieter, verf, rookdetectors, ... Bij een bevraging van het ruimte publiek ("Listen events") door de centrale banken in de aanloop van de ECB Strategy review van 2021 bleek nochtans dat mensen in belangrijke mate de stijging van de huizenprijzen in gedachten hebben wanneer ze denken aan "inflatie".

Daardoor wil de ECB de inflatiemaatstaf representatiever maken, door de kosten voor eigen woning ook in rekening nemen voor het monetair beleid. Sinds 2016 publiceert Eurostat wel al een HICP- consistente owner-occupied house price index (OOH). De impact lijkt zeer beperkt te zijn, onder meer omdat de HICP een consumptieprijsindex is en dus horen investeringen hier niet in thuis. Over wat nu juist de “investeringscomponent” is, kan gediscussieerd worden, maar er is wel een algemene consensus dat de grondprijs een belangrijke investeringscomponent bevat, aangezien grond in principe niet onderhevig is aan waardedalingen. Ook al is het voor statistici nog niet mogelijk om de grondcomponent volledig uit alle subcomponenten van die OOH-reeks te zuiveren, toch is dat deels gelukt. De grondcomponent zit namelijk niet in de “self-built dwellings” (ongeveer 1/3 van de OOH-index). Een tweede reden waarom de impact beperkt is, is dat de OOH een “netto verwervingsbenadering” volgt, waarbij die “netto” betekent dat alleen transacties tussen de huishoudsector en andere economische actoren in rekening worden genomen. In de praktijk betekent dat vooral nieuwe huizen worden beschouwd. Het gewicht van die OOH in de totale HICP-index is hierdoor beperkt tot ongeveer 10 %.



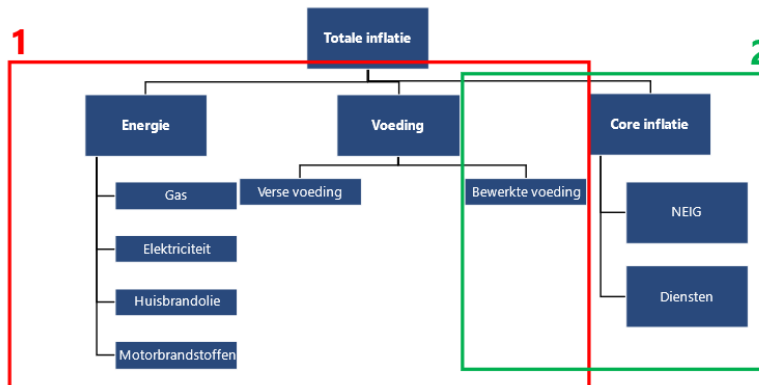
*Bronnen: ECB (2022), Eurostat, eigen berekeningen.*

*De gewichten van OOH in de HICP-index zijn nog niet gepubliceerd. De gewichten die hier worden gebruikt zijn gebaseerd op ECB (2022): “owner-occupied housing and inflation measurement”.*

### Het voorspellen van inflatie is geen evidente zaak.

Bij de ECB werkt men in een gezamenlijk kader. De ECB doet economische vooruitzichten en neemt ook enkele assumpties qua olieprijsen, wisselkoers euro, .... Dit is de basis voor de vooruitzichten van alle nationale centrale banken uit het eurogebied. De combinatie van dit allemaal is de basis voor het monetair beleid.

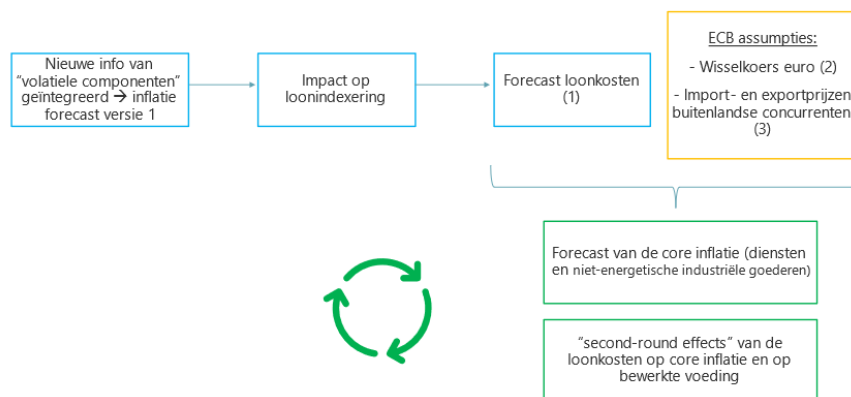
"bottom-up approach": componenten worden afzonderlijk geraamd



De totale inflatie wordt eerst opgesplitst volgens de verschillende subcomponenten, omdat die verschillende kenmerken vertonen en de forecast ervan dus een verschillend model vereist. De rood omkaderde componenten zijn de zogenaamde volatiele componenten, de groen omkaderde vormen de basisinflatie.

Voor gas en elektriciteit worden bijvoorbeeld de prijzen van *future*-contracten op financiële markten gebuikt. Voor de motorbrandstoffen en huisbrandolie baseert men zich voor een deel van de finale prijs op de ECB-assumptie over Brent olieprijs, maar ook taksen en wettelijk gereguleerde delen van de prijzen worden in rekening genomen. Voor onbewerkte levensmiddelen, bijvoorbeeld, gebruiken we veelal een econometrisch "tijdreeks"-model. Voor de onderliggende inflatie wordt een macro-model gehanteerd, waarbij inflatie afhankelijk is van de loonkosten, de geaggregeerde vraag, prijzen van onze buitenlandse concurrenten, enzovoort.

Verschuivende variabelen schatten de "core inflatie"

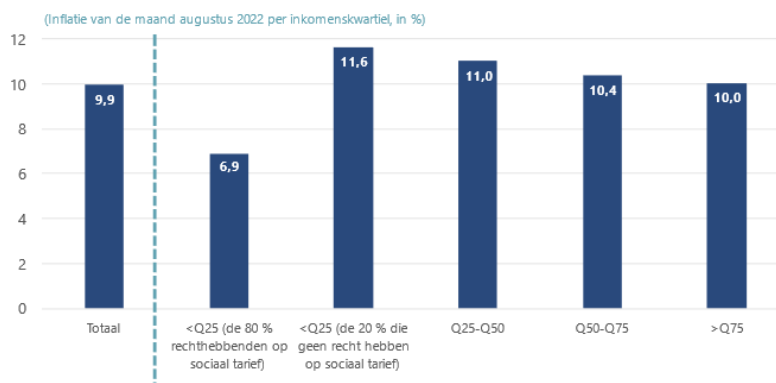


### Wat zijn de gevolgen van de hoge inflatie?

De energieprijsschok betekent een **verarming van de Belgische economie**. De koopkracht van de huishoudens wordt **gemiddeld** goed beschermd, grotendeels ten koste van de bedrijven. De sterke inflatie vertaalt zich namelijk automatisch in hogere lonen via de indexering. Toch gebeurt die indexatie niet voor iedereen op hetzelfde moment; de snelheid ervan hangt af van het indexeringsmechanisme van de sector waarin de werknemer tewerkgesteld is. De energieprijsschok treft ten minste tijdelijk de koopkracht van de Belgische gezinnen, die desondanks beter beschermd zijn dan in andere landen. Maar de koopkracht wordt niet behouden voor iedereen, aangezien de gezondheidsindex (die dient als basis voor indexering) berekend wordt voor een “gemiddeld gezin”, terwijl lagere inkomens doorgaans een grotere inflatie ervaren doordat gas en elektriciteit bijvoorbeeld zwaarder doorwegen in hun consumptie-uitgaven. Bepaalde steunmaatregelen, zoals (de uitbreiding van) het sociaal tarief, geven de laagste inkomens een extra steun om hun koopkrachtverlies te beperken.

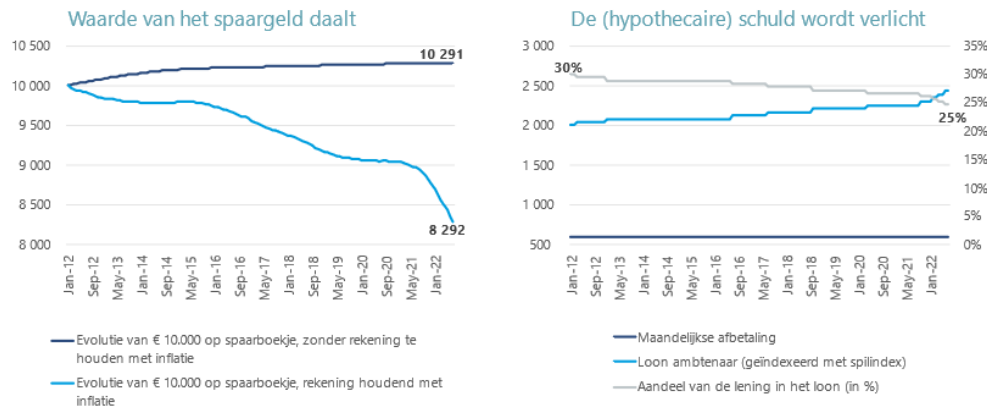
Daarnaast is er door inflatie een daling van de waarde van het spaargeld en daalt het aandeel van de bestaande hypothecaire schuld in het totale inkomen. Het inkomen stijgt immers, aangezien het wordt geïndexeerd aan de hand van de gezondheidsindex, terwijl voor de meerderheid van de ontleners met een vaste interestvoet, de aflossing van de hypothecaire lening constant blijft gedurende de ganse looptijd.

#### Maar de koopkracht wordt niet behouden voor iedereen



*Bronnen: CREG, Statbel, NBB-berekeningen.*

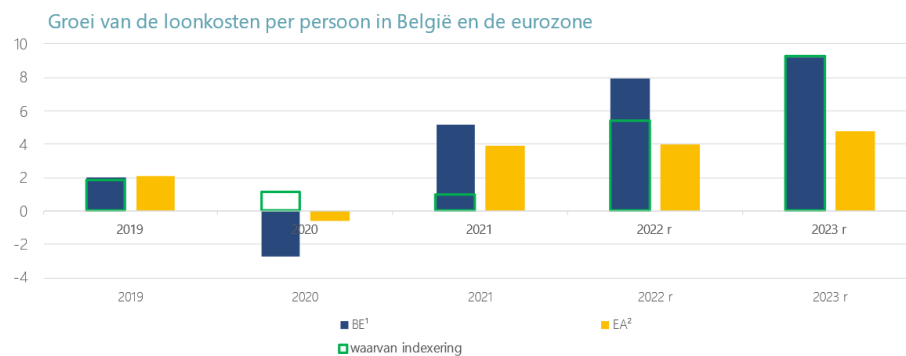
### Waarde spaargeld en bestaande schuld daalt



Bronnen: Statbel, NBB Stat

Maar de forse stijging van de loonkosten **drukt het concurrentievermogen** van de Belgische bedrijven en dit kan een structureel probleem worden als de inflatie niet daalt in 2023-2024. Aangezien inflatie bijna onmiddellijk en bijna integraal wordt doorgerekend naar de loonkosten, terwijl nominale loonsverhogingen in de buurlanden moeten onderhandeld worden, is er in België een groter risico op loon-prijsspiraal. Desondanks hangt de impact op de bedrijfsmarge hangt af van de energie-intensiteit, de loon intensiteit en de mate waarin de bedrijven de kostenstijging kunnen doorrekenen in hun verkoopprijzen, ten koste van potentiële verliezen in marktaandeel.

### De hoge inflatie duwt de loonkostengroei tot ongeziene hoogtes (en tast competitiviteit en rentabiliteit van ondernemingen aan)



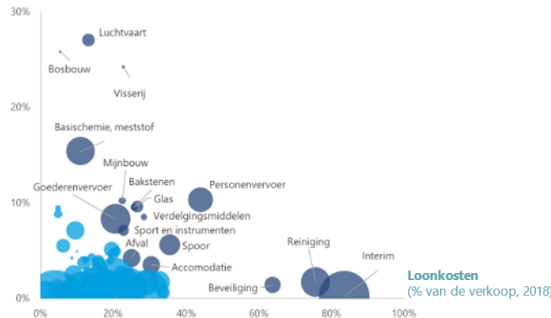
Bronnen: ECB, Federaal Planbureau.

<sup>1</sup> Loonkosten per persoon voor de marktsector volgens het Economisch Budget (2022-23) van het Federaal Planbureau (08/09).

<sup>2</sup> Loonkosten per persoon voor de totale economie volgens de macro-economische projecties van de ECB van september 2022.

Meest blootgestelde bedrijfstakken aan de energieschok en de loonstijgingen

**Energiekosten**  
(% van de verkoop, 2018)



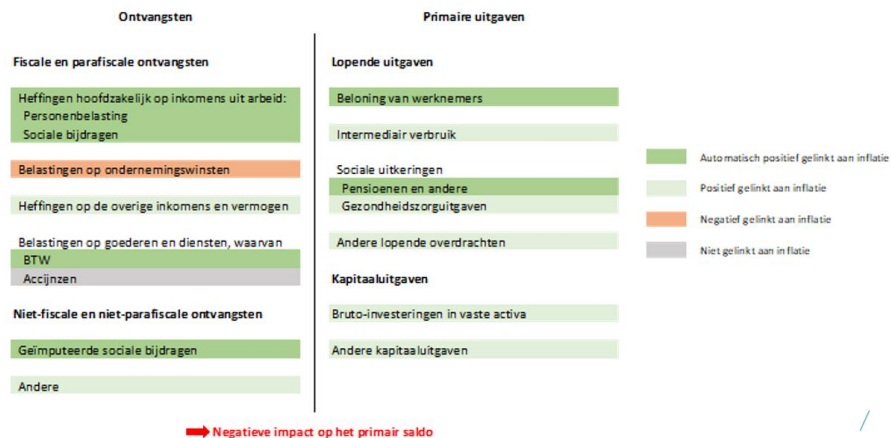
De impact op de bedrijfsmarges hangt af van:

- **Energie-intensiteit**
- **Loonintensiteit**
- Mate waarin ze de kostenstijging **doorrekenen** in hun verkoopprijzen

*Bronnen: FOD Financiën, RSZ, berekeningen NBB.*

Uiteindelijk stijgen de ontvangsten en de uitgaven van de overheid door de inflatie, maar de inkomsten stijgen iets minder waardoor er een negatieve impact is op het begrotingssaldo. Daarenboven neemt de overheid crisismaatregelen wat uiteraard ook geld kost. Het **begrotingstekort loopt verder uit de hand**. Ook de **overheidsschuld stijgt** omwille van de zwakkere economie. De noodzaak van een heldere en geloofwaardige begrotingssanering is dan ook evident.

Op middellange termijn is de verwachte impact van energie -inflatie op het primair begrotingssaldo negatief



Al bij al heeft de ECB geen andere keuze dan het monetair beleid versneld te verstrakken door de beleidsrentes sinds juli te verhogen en de netto-opkoopprogramma's stop te zetten.