

Hoge inflatie: reactie van het monetair en budgettair beleid

Evelien Vincent & Stefan Van Parys | NBB |
Seminarie leerkrachten

19 oktober 2022



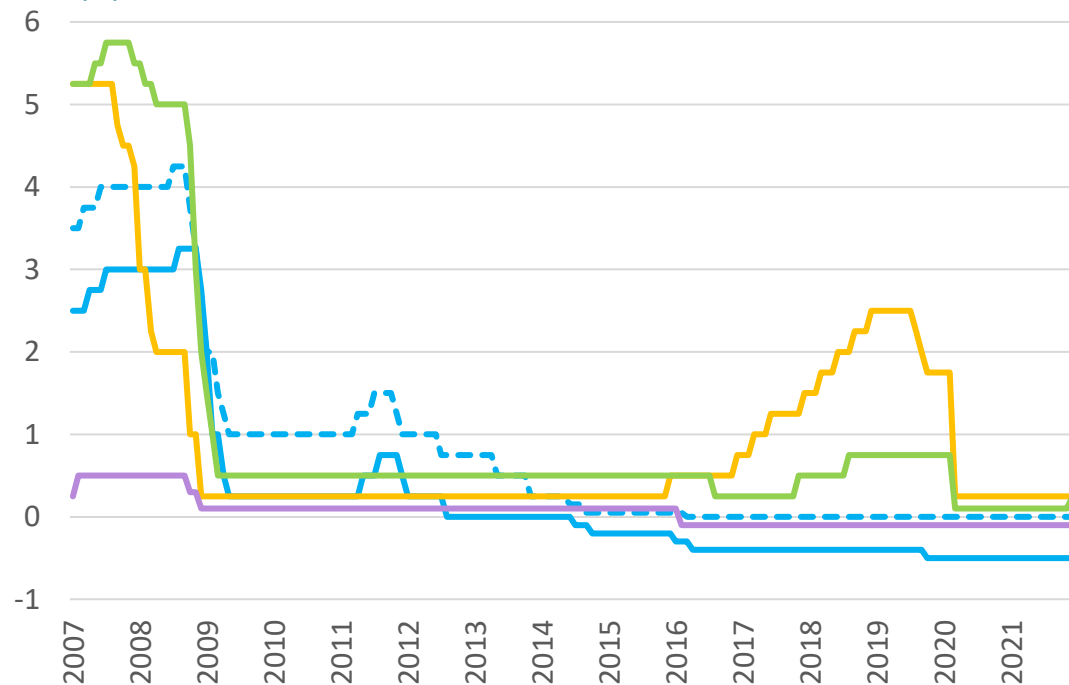
 Monetair beleid

 Budgettair beleid

Ongezien "synchrone" normalisatie van het monetair beleid wereldwijd vanuit een ongewoon startpunt

Lage, zelfs negatieve beleidsrentes

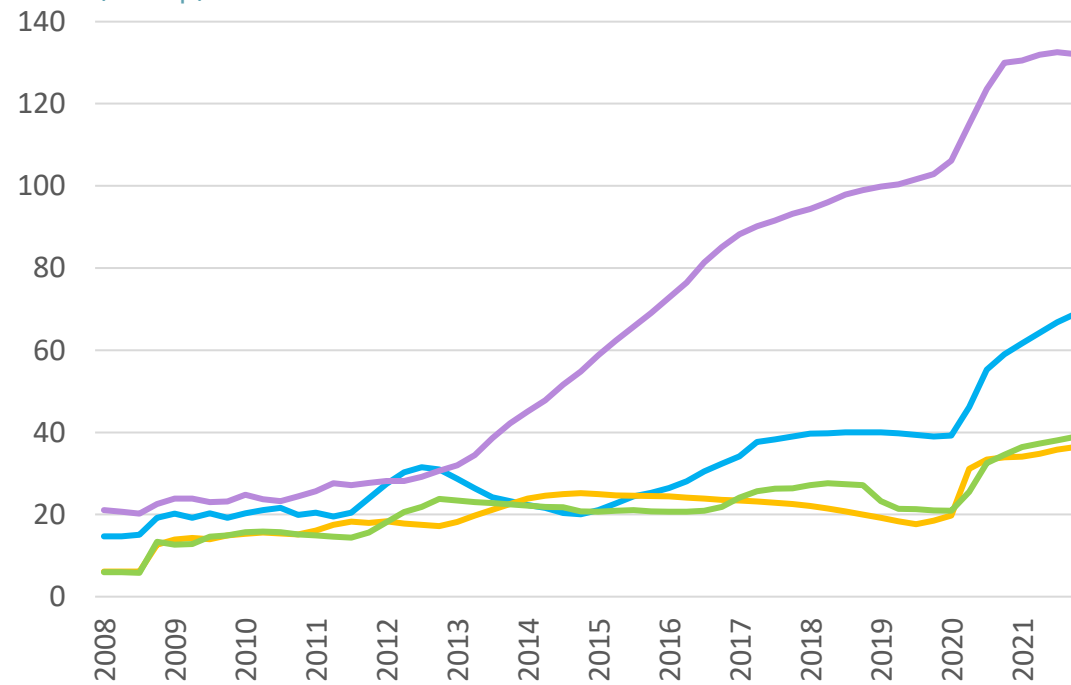
(%)



- Eurogebied (rente op basisherfinancieringstransacties)
- Eurogebied (rente op depositofaciliteit)
- VS
- VK
- Japan

Grote balansen

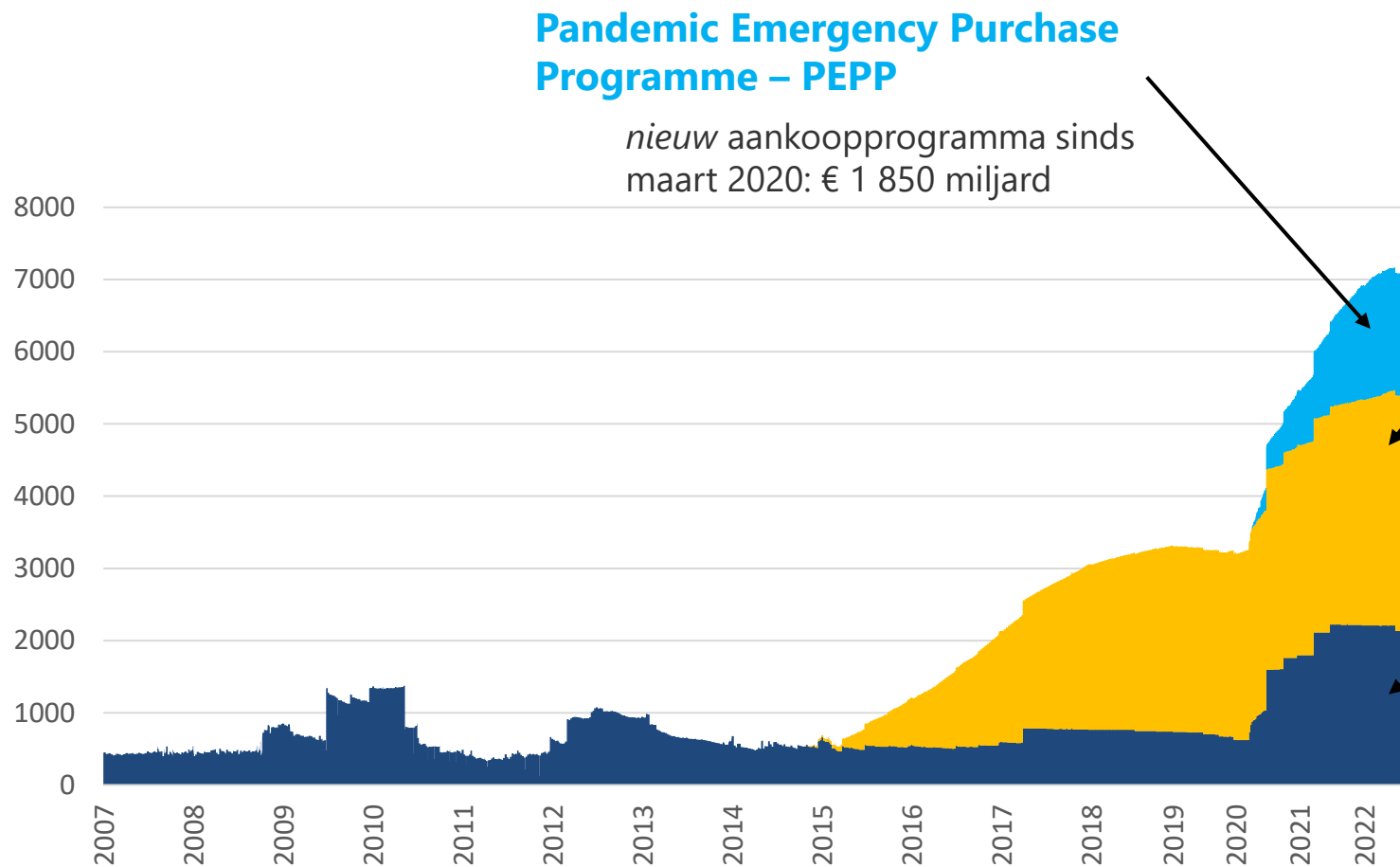
(% bbp)



- Eurogebied
- VS
- VK
- JP

Pro memori: de crisismaatregelen van de ECB

Balans van de ECB
(miljard €)



Asset Purchase Programme – APP

bestaand aankoopprogramma, sinds 2014

€ 20 miljard / maand sinds eind 2019
+ bijkomende enveloppe van € 120 miljard in 2020

Liquiditeitsverstrekkingen

voorwaarden langetermijnleningen van de ECB aan de banken ("TLTRO's") versoepeld
+ bijkomende operaties om liquiditeiten aan de banken te verschaffen op kortere termijn

Maar ook ...

soepeler **onderpandsbeleid**
swap- en repo lijnen met andere centrale banken

Wat houdt een "normalisatie" van het monetair beleid in en wat is het mogelijke eindresultaat?

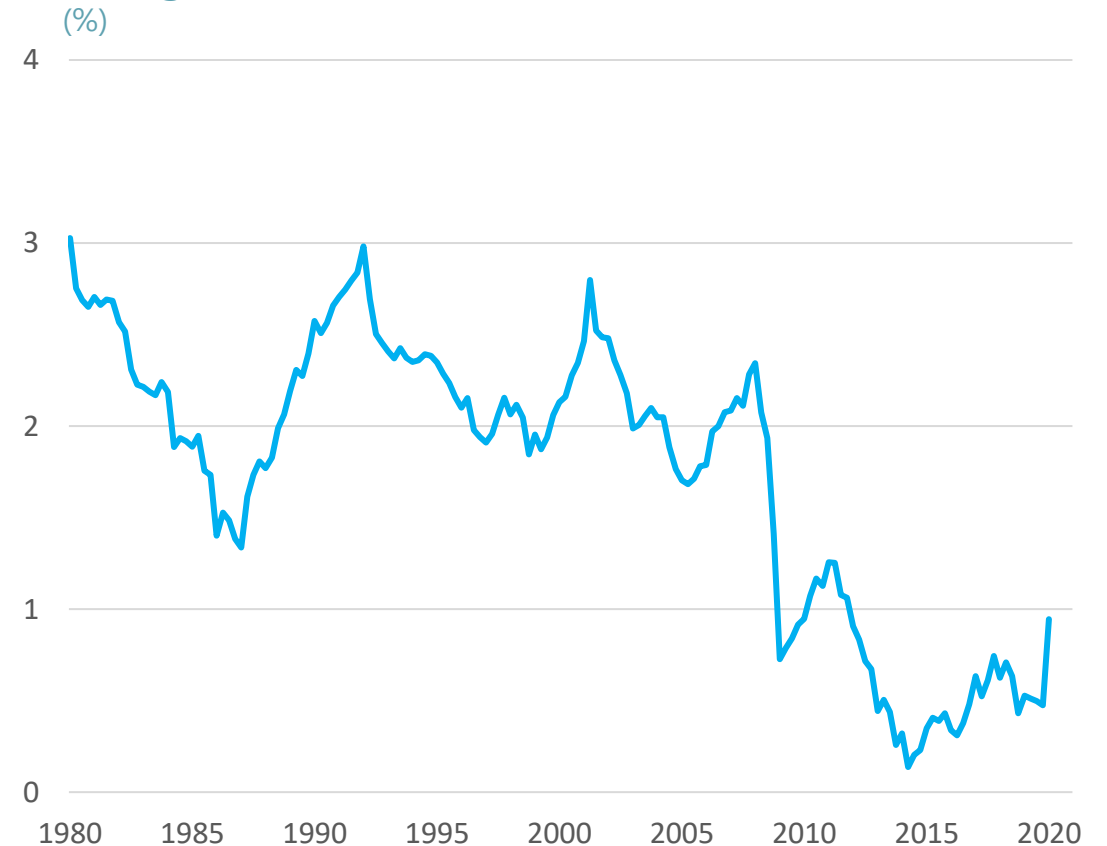
Beleidsrente

- De daling van de evenwichtsrente suggereert dat de beleidsrente aan het einde van het normalisatieproces nog steeds relatief laag kan zijn

Balans van de centrale bank

- "Optimale" **omvang** van de balans van een centrale bank?
 - grotere balans meer blootgesteld aan marktrisico's
 - balansen met grote hoeveelheden overheidsobligaties kunnen vragen oproepen over budgettaire dominantie
- Wat de **samenstelling** betreft, zou de balans op het einde van het normalisatieproces idealiter enkel uit overheidsobligaties bestaan

Schatting van de evenwichtsrente in het eurogebied (%)



Hoe ziet een "klassieke" normalisatiecyclus eruit?

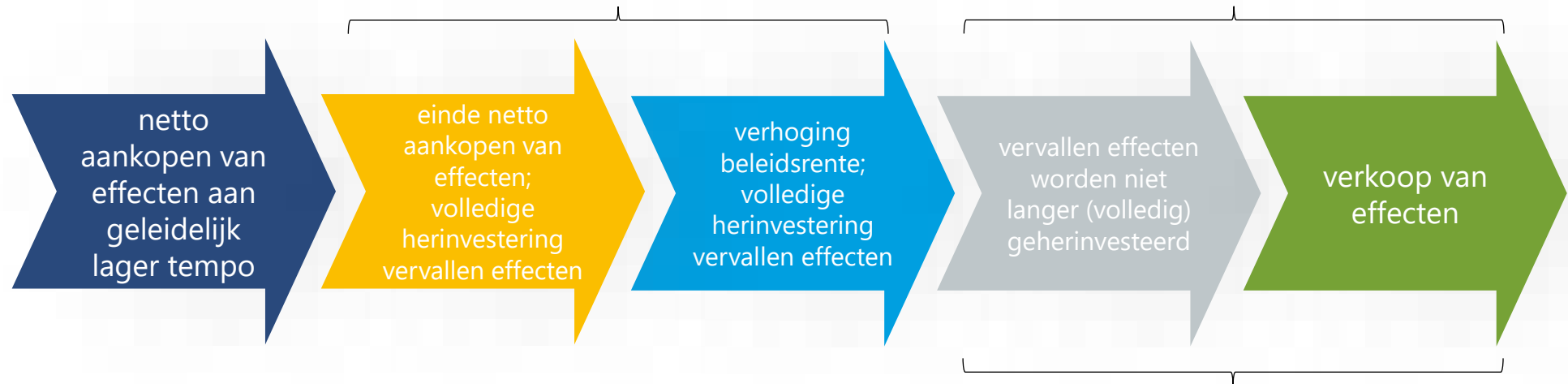
"Klassieke" normalisatiecyclus

balans van de
centrale bank

tragere groei

stabiel

passieve → actieve afname



*afweging tussen verhogen
beleidsrente en
"quantitative tightening"*

Het normalisatieproces van de ECB tegen de achtergrond van een sterk stijgende inflatie

De eerste normalisatieplannen werden in december 2021 aangekondigd ...

- Netto aankopen **PEPP** beëindigd eind maart 2022 (1 700 miljard €)
 - maar flexibiliteit behouden in de manier waarop herinvesteringen van vervallen effecten gebeuren (tot minstens eind 2024)
- Einde zeer soepele voorwaarden **TLTRO's** in juni 2022
- Netto aankopen **APP** tijdelijk verhoogd na einde PEPP, nadien weer aan € 20 miljard / maand
- Geen verhoging **beleidsrente** in zicht: niveau rente blijft behouden totdat de inflatie "duurzaam" naar 2 % convergeert



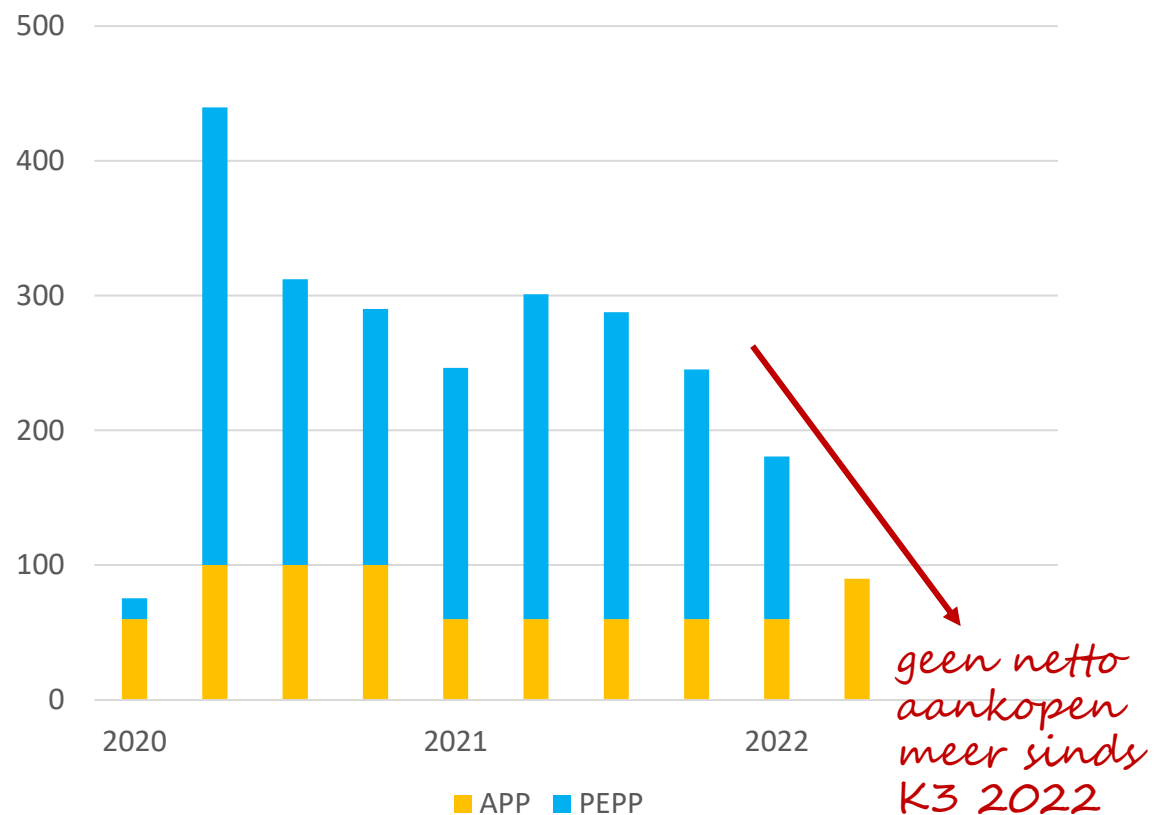
onverwacht hoge inflatie noopte ECB tot snellere normalisatie beleid

... maar het beleid werd in de loop van 2022 bijgestuurd

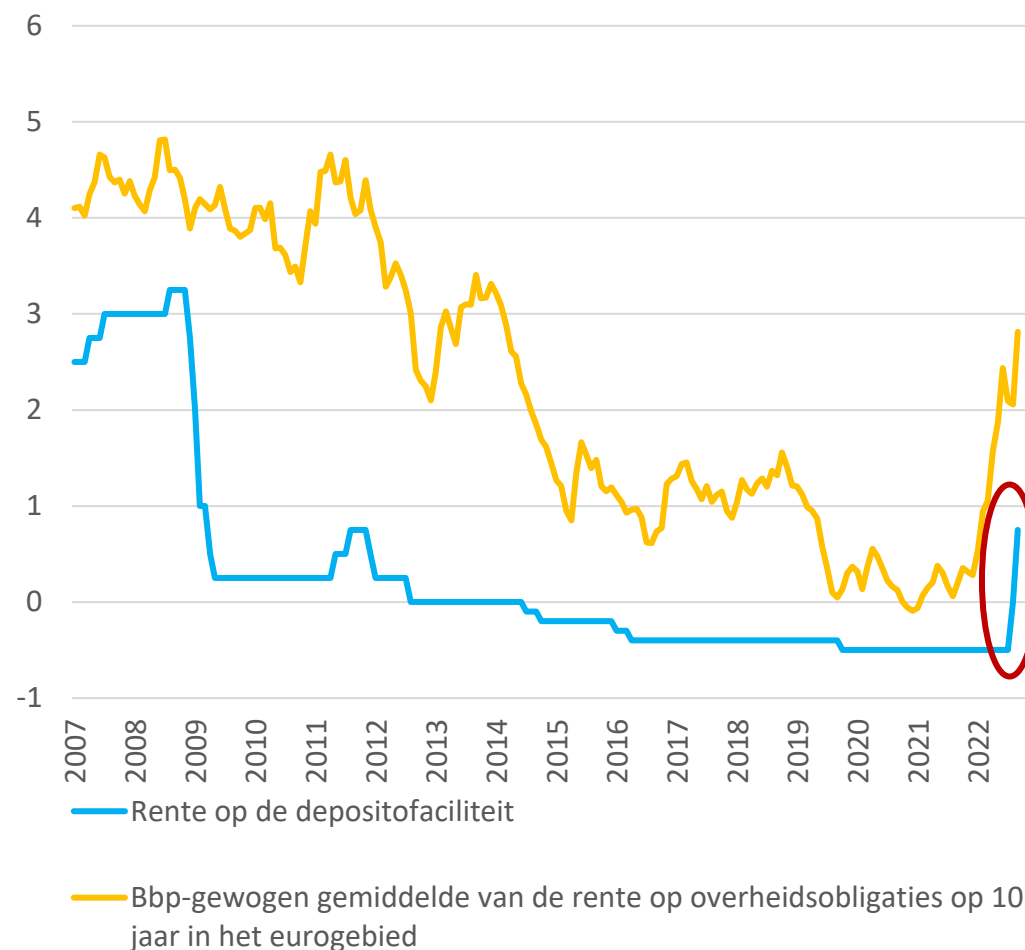
- Netto aankopen **APP** beëindigd eind juni 2022, nog "geruime tijd" volledige herinvestering van vervallen effecten
- **Beleidsrente** in juli en september 2022 met 50 en 75 basispunten verhoogd

Geleidelijke normalisatie van het monetair beleid van de ECB

Netto aankopen van effecten stopgezet (miljard €)



Verhoging van de beleidsrentes (%)



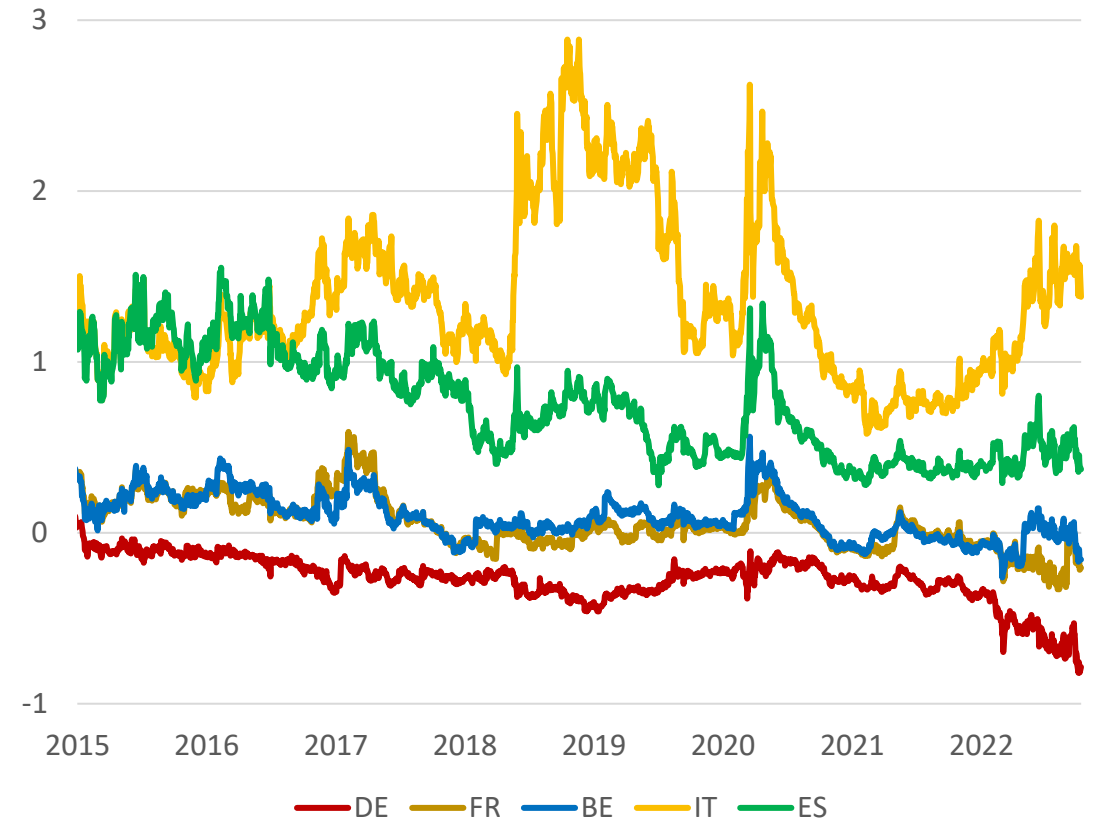
Financieringskosten stijgen, terwijl overheidsschulden aan recordhoogtes noteren

Het **Transmission Protection Instrument (TPI)** werd in juli 2022 ingevoerd

- in geval van “ongerechtvaardigde, wanordelijke marktontwikkelingen die een ernstige bedreiging vormen voor de **transmissie van het monetair beleid** in het hele eurogebied”
- omvang van de **aankopen niet op voorhand beperkt** ...
- ... maar op voorwaarde dat de betrokken land(en) een **gezond en houdbaar budgettair en macroeconomisch beleid** voeren

Flexibiliteit bij PEPP-herinvesteringen blijft eerste verdedigingsmechanisme bij pandemiegerelateerde schokken; OMT sinds 2012

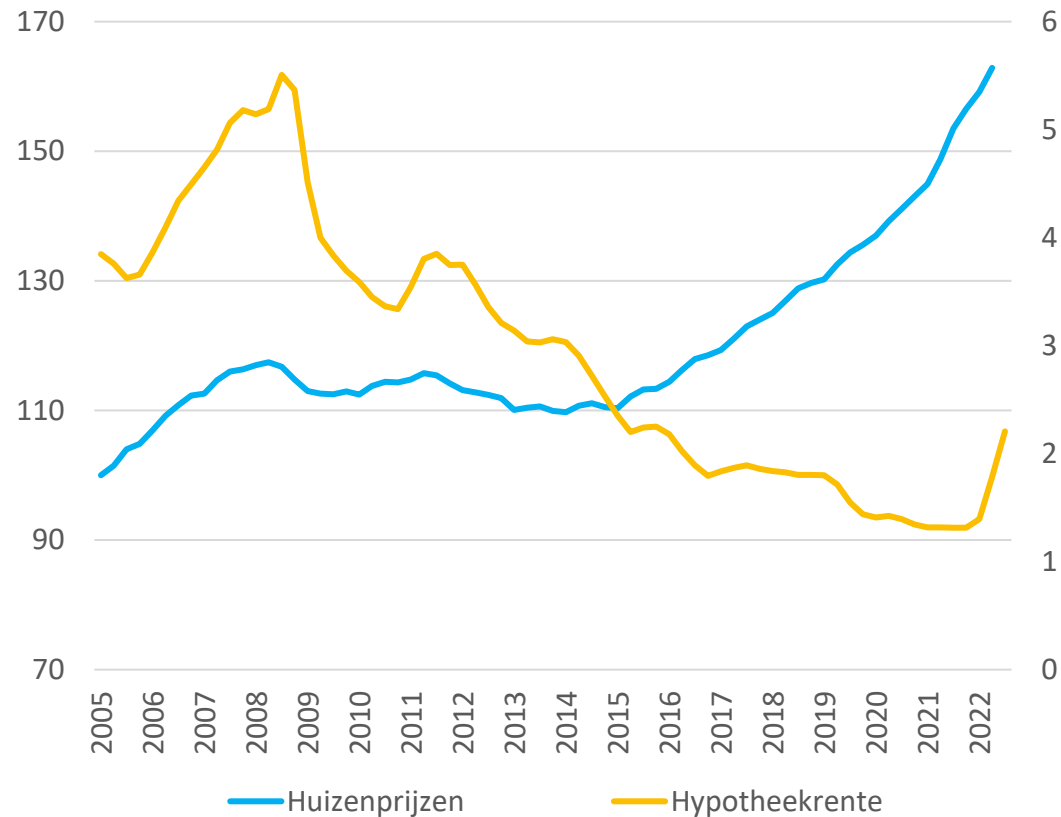
Renteverschillen op overheidsobligaties (verschil tussen de rente op overheidsobligaties en risicovrije rente, %)



De lange periode van lage rentes heeft bijgedragen tot een potentiële onderwaardering van risico's en een stijging van de activaprijzen

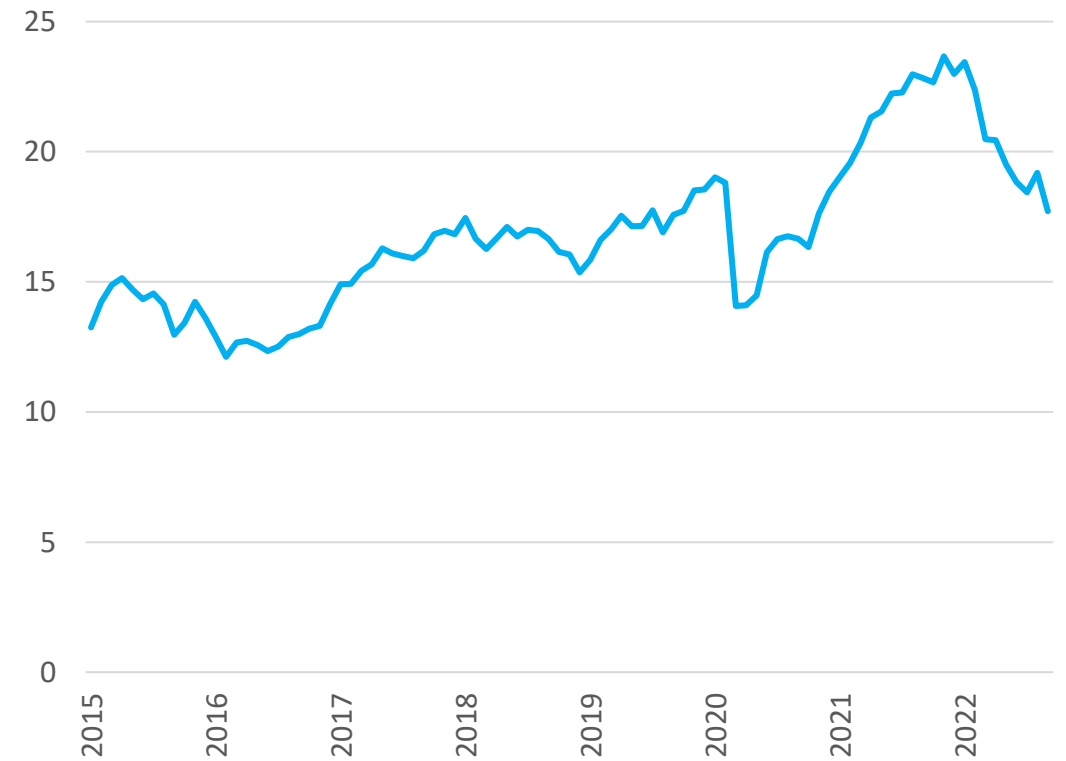
Huizenprijzen en hypotheekrentes

(huizenprijsindex: K1 2005 = 100, linkerschaal; hypotheekrentes in %, rechterschaal)



Koers/winst verhouding van Europese aandelen

(cyclisch gecorrigeerde ratio's, %)





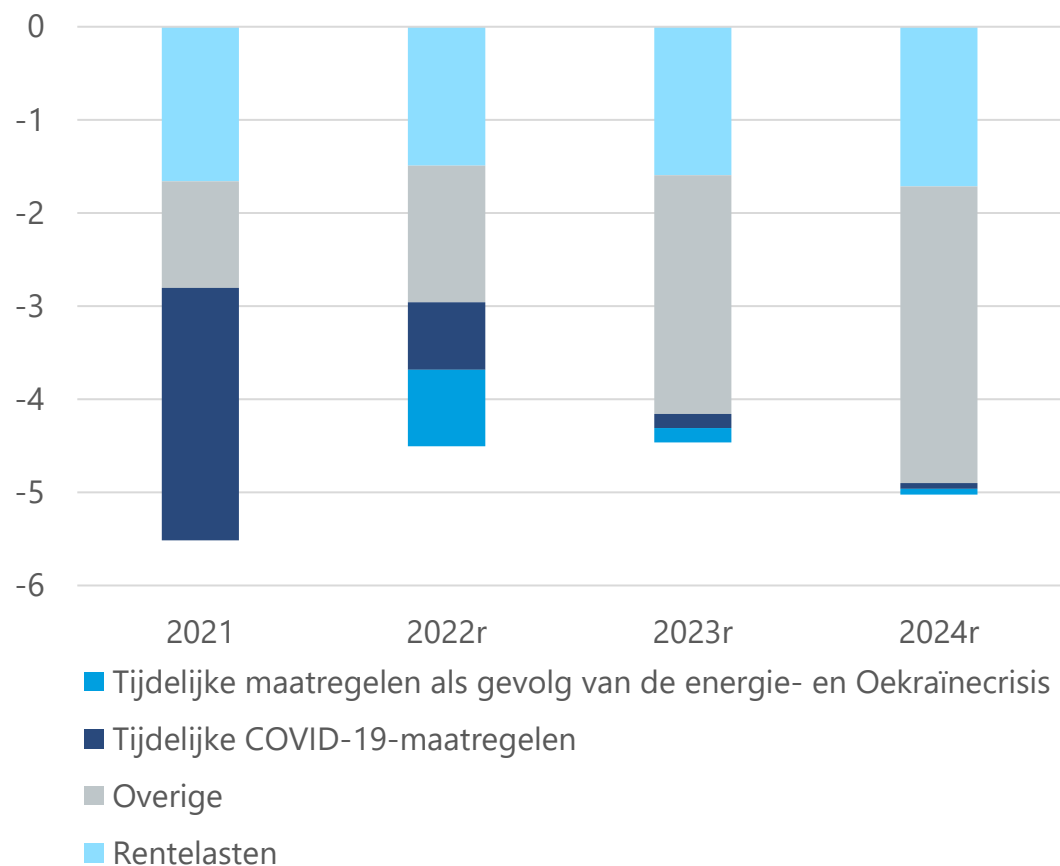
Monetair beleid



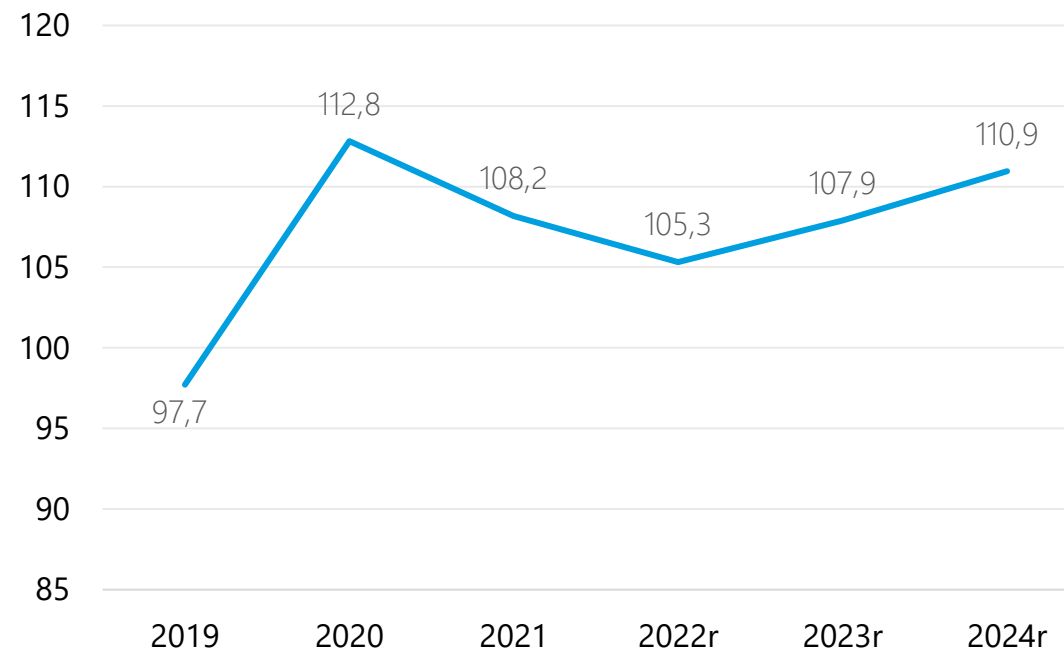
Budgettair beleid

De overheidsfinanciën blijven onder druk staan

Het begrotingstekort¹ blijft structureel hoog (in % bbp)



De schuldgraad² neemt toe (in % bbp)



Bronnen: INR, NBB.

¹ Deze cijfers houden geen rekening met het impliciete tekort van gemiddeld 0,4 % bbp op jaarbasis tussen 2021 en 2026, voor de schuldfinanciering van de subsidies aan de EU-lidstaten in het kader van het NGEU-programma.

² Voorjaarsprognoses van de NBB; intussen heeft het INR de schuldgraad voor 2021 herzien tot 108,4% bbp.

Op middellange en lange termijn zal de inflatie voor de overheidsfinanciën ongunstig uitvallen

Ontvangsten	Primaire uitgaven	
Fiscale en parafiscale ontvangsten	Lopende uitgaven	
Heffingen hoofdzakelijk op inkomens uit arbeid: Personenbelasting Sociale bijdragen	Beloning van werknemers	Automatisch positief gelinkt aan inflatie
Belastingen op ondernemingswinsten	Intermediair verbruik	Positief gelinkt aan inflatie
Heffingen op de overige inkomens en vermogen	Sociale uitkeringen Pensioenen en andere Gezondheidszorguitgaven	Automatisch positief gelinkt aan inflatie
Belastingen op goederen en diensten, waarvan BTW Accijnzen	Andere lopende overdrachten	Positief gelinkt aan inflatie
Niet-fiscale en niet-parafiscale ontvangsten	Kapitaaluitgaven	Negatief gelinkt aan inflatie
Geïmputeerde sociale bijdragen	Bruto-investeringen in vaste activa	Positief gelinkt aan inflatie
Andere	Andere kapitaaluitgaven	Positief gelinkt aan inflatie

OP MIDDELLANGE EN LANGE TERMIJN : het primair saldo zal verslechteren als gevolg van de inflatie

OP KORTE TERMIJN : positief effect van de inflatie op de schuldgraad (noemereffect)

De energiecrisis en de oorlog in Oekraïne hebben de overheid ertoe aangezet compensatiemaatregelen en andere maatregelen te nemen [1/2]

2022	Discretionaire maatregelen ¹ die werden genomen om de stijging van de energieprijzen te compenseren en wegens de oorlog in Oekraïne	Begrotingsimpact (in € miljoen)	
		Federaal	Gewesten ²
Maatregelen om de energiekosten te doen afnemen	Verlaging van de btw op elektriciteit (6 %) van maart tot december	915	
	Verlaging van de btw op gas (6 %) van april tot december	610	
	Verlaging van de accijnzen op benzine en diesel tot eind december	927	
	Verwarmingspremie van € 100 via een korting op de elektriciteitsfactuur	520	
	Korting van € 300 op de factuur van de gezinnen die hun woning verwarmen met stookolie, propaan of butaan	315	
	Uitbreiding van het sociaal tarief voor energie tot eind december	579	
	Herfinanciering van het Sociaal Verwarmingsfonds	17	
	Tegemoetkoming van € 135 in november en december op de gasfactuur van de gezinnen	481	
	Tegemoetkoming van € 61 in november en december op de elektriciteitsfactuur van de gezinnen	364	
	Verlaging van de accijnzen op gas en elektriciteit voor de ondernemingen en zelfstandigen	55	
	Verlaging van de elektriciteitstarieven die de openbardienstverplichtingen financieren [Vlaanderen]		166
Steun voor scholen en cultuur [Franse gemeenschap]		65	
	Subtotaal	4783	231
Maatregelen om het verbruik van fossiele energie te verlagen	Verlaging van de btw op zonnepanelen en warmtepompen (6 %) van april 2022 tot eind 2023	16	
	Investering voor energieonafhankelijkheid	9	
	Compensatie aan de NMBS voor de niet-indexering van de tarieven	13	
	Premies voor isolatie van gebouwen, renovatiesteun, aankoop van warmtepompen en hernieuwbare energie [Vlaanderen]		98
	Subtotaal	38	98
Maatregelen verbonden aan de oorlog in Oekraïne	Provisie ³ (opvang van vluchtelingen, humanitaire hulp, enz.)	800	400
	Defensie-uitgaven	450	
	Overbruggingsrecht en tijdelijke werkloosheid	30	
	Subtotaal	1280	400
	Totaal	6101	729

Bronnen: gemeenschappen en gewesten, FOD BOSA, FOD Financiën, INR, NBB.

¹ In deze tabel zijn enkel de maatregelen opgenomen die een invloed hebben op het begrotingssaldo. Bovendien geeft de tabel geen endogene begrotingsimpact weer (bv. stijging van de kosten van het niet-uitgebreide sociale tarief naar aanleiding van de prijsstijging). De maatregelen, die tijdens het begrotingsoverleg van oktober 2022 op federaal niveau zijn genomen, zijn nog niet allemaal in deze tabel opgenomen.

² In de gewesten werden andere maatregelen genomen met een beperkte impact op de begroting, zoals een rechtstreekse ondersteuning, via de OCMW's, van gezinnen die door de energiecrisis kwetsbaar worden in het Brussels Hoofdstedelijk Gewest, en steun aan de gemeenten voor de opvang van vluchtelingen in het Waals Gewest. In Wallonië werden op 7 september 2022 ook nieuwe maatregelen genomen, waaronder de verlenging van het statuut van conjunctureel beschermde afnemer (client protégé conjuncturel) tot 31 augustus 2023, een moratorium op uithuiszettingen in de winter, de opschorting van afsluitingen van energie in november en december 2022, enz. (niet meegedeelde begrotingskosten).

³ Op gewestelijk niveau werd in het Brussels Hoofdstedelijk Gewest en in Wallonië een provisie van € 100 miljoen aangelegd en in Vlaanderen een van € 200 miljoen.

De energiecrisis en de oorlog in Oekraïne hebben de overheid ertoe aangezet compensatiemaatregelen en andere maatregelen te nemen [2/2]

2023	Discretionaire maatregelen ¹ die werden genomen om de stijging van de energieprijzen te compenseren en wegens de oorlog in Oekraïne	Begrotingsimpact (in € miljoen)	
		Federaal	Gewesten ²
Maatregelen om de energiekosten te doen afnemen	Verlaging van de btw op elektriciteit (6 %) van januari tot maart (verlenging van 2022)	346	
	Verlaging van de btw op gas (6 %) van januari tot maart (verlenging van 2022)	266	
	Verlaging van de accijnzen op benzine en diesel van januari tot maart (verlenging van 2022)	Onbekend	
	Uitbreiding van het sociaal tarief voor energie van januari tot maart (verlenging van 2022)	Onbekend	
	Crisisondersteuning gezinnen [Vlaanderen]		220
	Crisisondersteuning voor bedrijven [Vlaanderen]		250
	Crisisondersteuning voor gesubsidieerde entiteiten [Vlaanderen]		295
	Steun ondernemingen [Brussel]		120
	Meer middelen OCMW (steun gezinnen) [Brussel]		30
	Steun niet-markt sector [Brussel]		26
	Steun voor scholen en cultuur [Franse gemeenschap]		85
	Steun aan ondernemingen naar aanleiding van de stijging van de energieprijzen [Wallonië]		175
	Gerichte steun voor elektriciteit intensieve bedrijven [Wallonië]		30
	Leningen en garanties aan ondernemingen naast andere rechtstreekse steun [Wallonië]		300
	Subtotaal	612	1531
Maatregelen om het verbruik van fossiele energie te verlagen	Verlaging van de btw op zonnepanelen en warmtepompen (6 %) van april 2022 tot eind 2023	21	
	Investering voor energieonafhankelijkheid	12	
	Compensatie aan de NMBS voor de niet-indexering van de tarieven	9	
	Premies voor isolatie van gebouwen, renovatiesteun, aankoop van warmtepompen en hernieuwbare energie [Vlaanderen]		120
	Minder energie verbruiken [Vlaanderen]		9
	Meer hernieuwbare energie produceren [Vlaanderen]		50
	Renovatie woningen [Brussel]		28
	Subtotaal	42	207
Maatregelen verbonden aan de oorlog in Oekraïne	Provisie (opvang van vluchtelingen, humanitaire hulp, enz.)	300	
	Defensie-uitgaven	275	
	Subtotaal	575	
	Totaal	1229	1738

Bronnen: gemeenschappen en gewesten, FOD BOSA, FOD Financiën, INR, NBB.

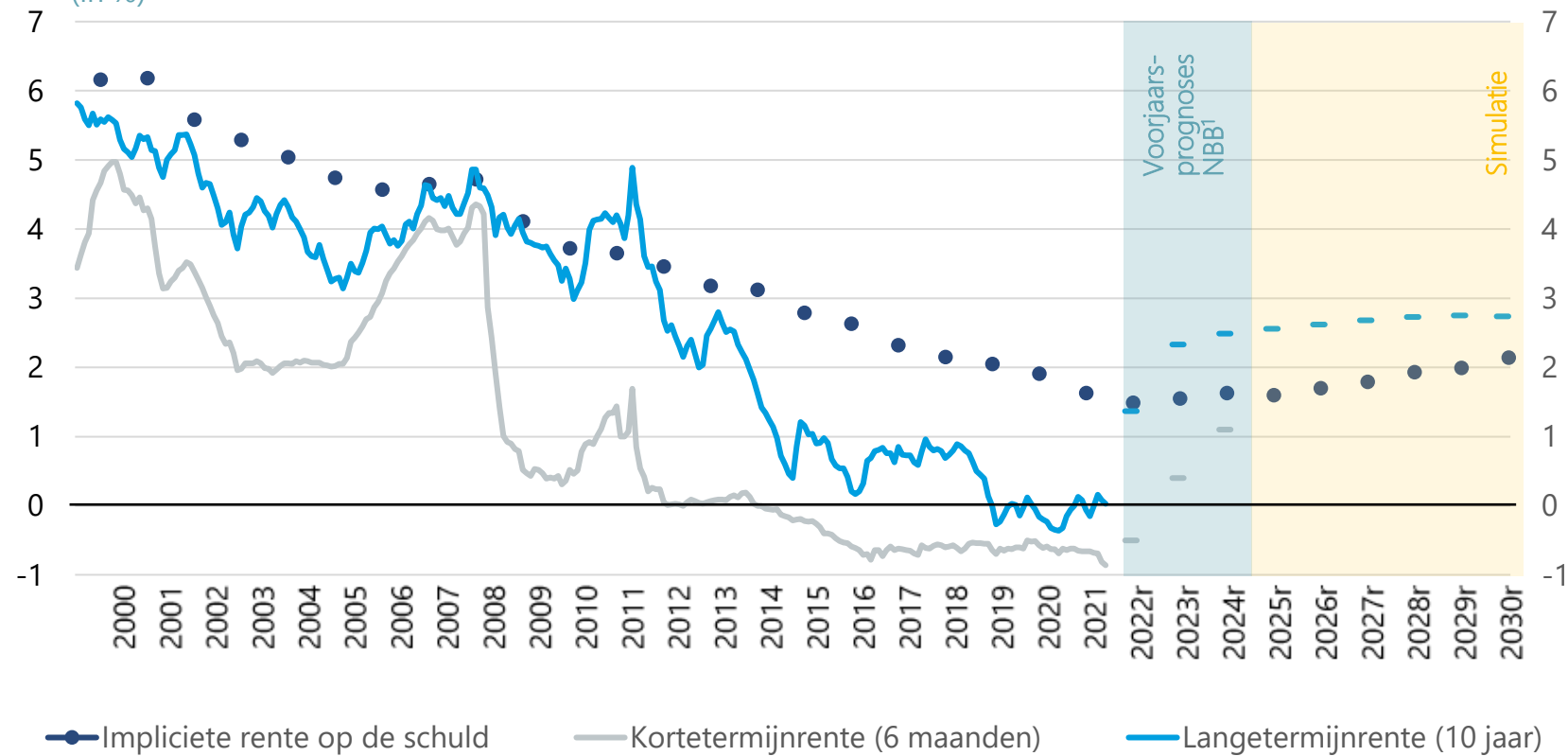
¹ In deze tabel zijn enkel de maatregelen opgenomen die een invloed hebben op het begrotingssaldo. Bovendien geeft de tabel geen endogene begrotingsimpact weer (bv. stijging van de kosten van het niet-uitgebreide sociale tarief naar aanleiding van de prijsstijging). De maatregelen, die tijdens het begrotingsoverleg van oktober 2022 op federaal niveau zijn genomen, zijn nog niet allemaal in deze tabel opgenomen.

² In de gewesten werden andere maatregelen genomen met een beperkte impact op de begroting, zoals een rechtstreekse ondersteuning, via de OCMW's, van gezinnen die door de energiecrisis kwetsbaar worden in het Brussels Hoofdstedelijk Gewest, en steun aan de gemeenten voor de opvang van vluchtelingen in het Waals Gewest. In Wallonië werden op 7 september 2022 ook nieuwe maatregelen genomen, waaronder de verlenging van het statuut van conjunctureel beschermde afnemer (client protégé conjoncturel) tot 31 augustus 2023, een moratorium op uithuiszettingen in de winter, de opschorting van afsluitingen van energie in november en december 2022, enz. (niet meegedeelde begrotingskosten).

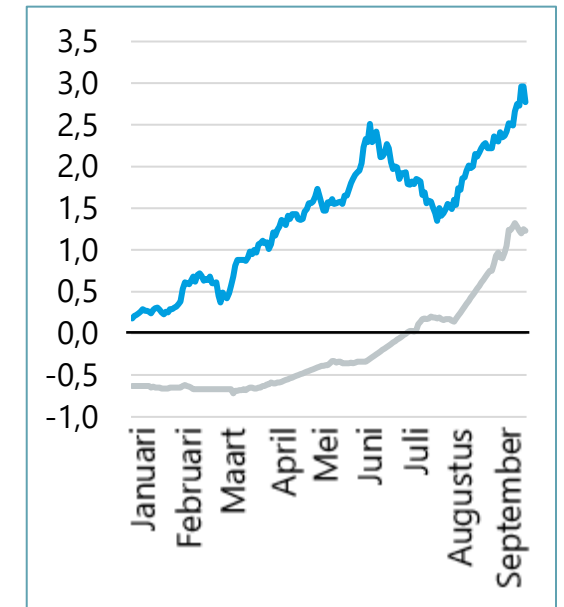
Na een lange periode waarin de rentevoeten daalden, gingen ze vanaf begin dit jaar opnieuw omhoog

Verloop van de impliciete rente op de schuld en van de rentevoeten

(in %)

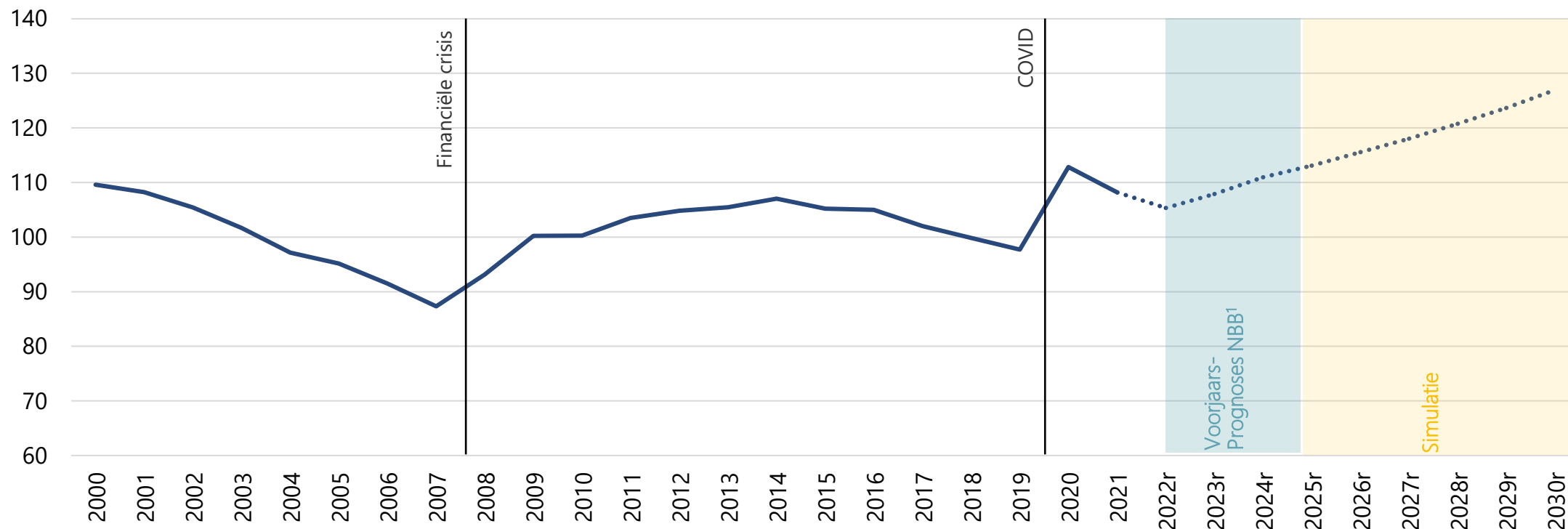


2022



Bij ongewijzigd beleid kan de schuld tegen 2030 boven 120 % bbp uitkomen

Verloop van de schuldgraad¹
(in % bbp)

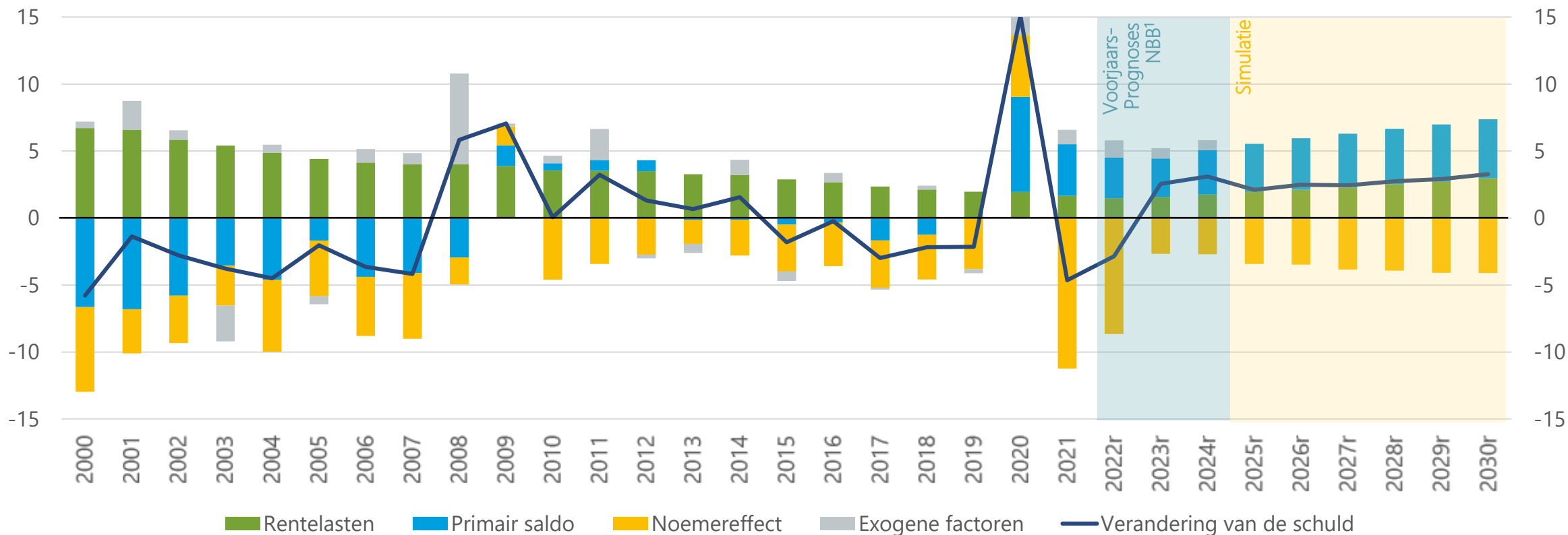


Bronnen: NBB, Eurosysteem, INR.

¹ Het basisscenario geeft de macro-economische prognoses van de Bank in juni 2022 weer, die lopen tot in 2024 en zijn gecorrigeerd voor de verwachte rentevoeten van medio juni voor 2023 en 2024. Voor de periode 2025-2031 neemt dat scenario het primair saldo van 2024 als uitgangspunt en omvat het de vergrijzingskosten en de hypothesen over het bbp-verloop uit het verslag van de SCvV van juli 2021. De nominale rentetarieven weerspiegelen de marktverwachtingen tijdens de eerste helft van juni, terwijl de inflatie (die hier gelijkloopt met de bbp-deflator) vanaf 2025 2 % bedraagt. De overige hypothesen zijn dat de looptijd van de schuld stabiel blijft op gemiddeld tien jaar en dat er geen exogene factoren een invloed uitoefenen op de schuldgraad. Prognoses voor het eurogebied door het Eurosysteem (juni).

De schuldtoename blijft vooral aangedreven door het primair saldo

Uitsplitsing van de overheidsschulddynamiek¹
(in procentpunt)



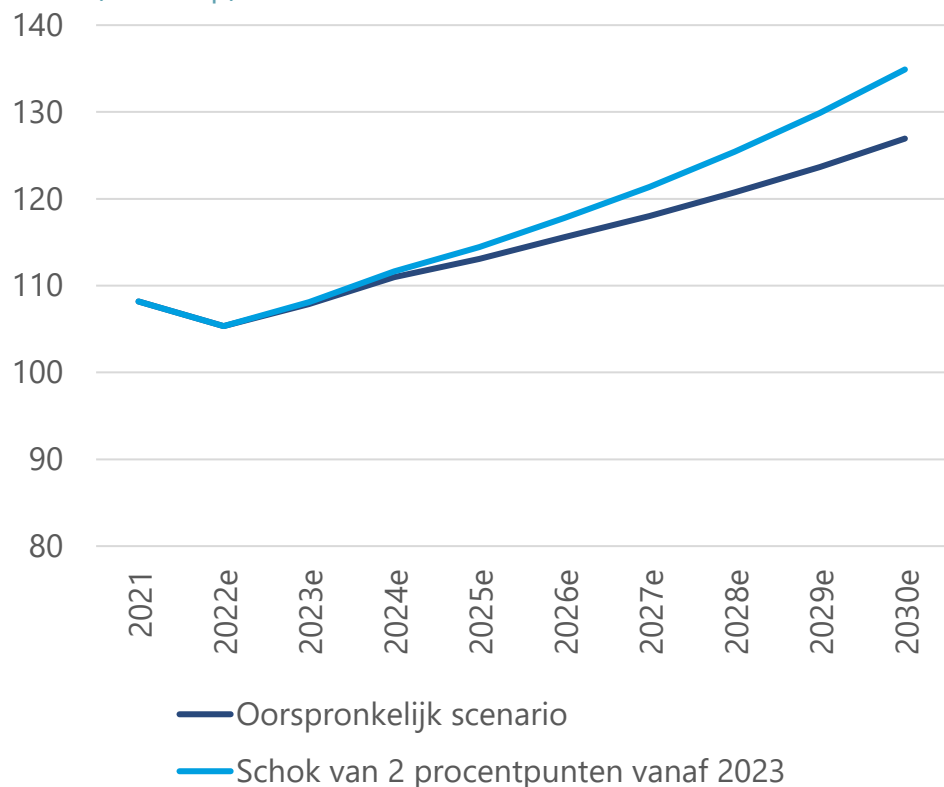
Bronnen: INR, NBB.

¹ Realisaties tot 2021, economische voorjaarsprognoses van de NBB tussen 2022 en 2024 (gecorrigeerd voor de rentevoeten van medio juni voor 2023 en 2024), en simulatie-oefening tussen 2025 en 2030.

Zonder extra begrotingsinspanning zou een nieuwe renteschok tot een gevaarlijke schulddynamiek kunnen leiden

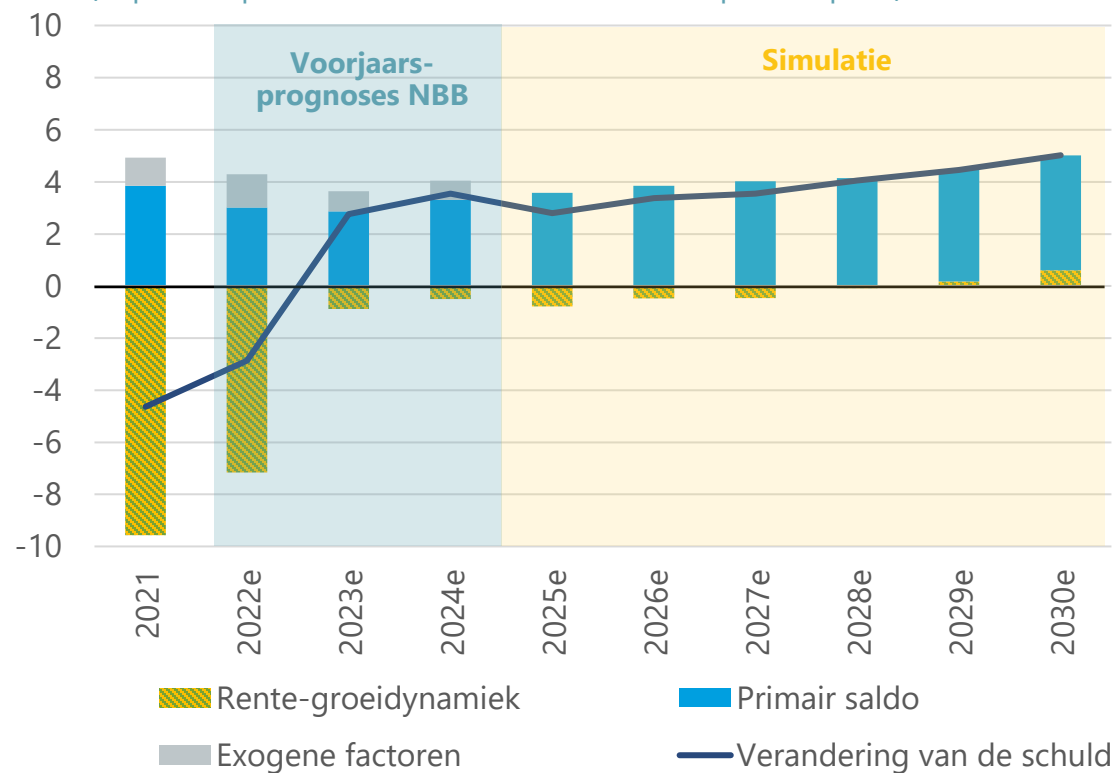
Schuldgraad¹

(in % bbp)



Uitsplitsing van de schulddynamiek

(in procentpunten, renteschokscenario van 2 procentpunt)



- **De overheidsfinanciën stonden onder druk vóór de stijging van de inflatie en de energiecrisis**
 - *Op korte termijn: gunstige invloed van de inflatie op de schuldgraad*
 - *Op middellange en lange termijn: de inflatie heeft een negatieve invloed op de overheidsfinanciën*
- **De extra maatregelen zullen ook het overheidstekort doen oplopen**
- **De rentestijging zal een geleidelijke invloed hebben op de rentelasten. Het primair saldo zou de voornaamste drijfkracht achter de schuldtoename blijven**
- **Een structurele sanering van de overheidsfinanciën is meer dan ooit noodzakelijk om de houdbaarheid ervan te verzekeren**



Dank u voor uw aandacht !

Vragen?

Meer weten?

Monetair beleid

- Hoofdstuk 2 van het Jaarverslag NBB van 2021: '[Monetair beleid in het eurogebied](#)'
- '[Naar een normalisatie van het monetair beleid - Het verhaal van twee centrale banken, de Europese Centrale Bank en de Federal Reserve](#)', artikel gepubliceerd in het Economisch Tijdschrift van de NBB, juli 2022
- Verdere informatie over het monetair beleid van het eurogebied is te vinden op de websites van de [NBB](#) en de [ECB](#)

Begrotingsbeleid

- Hoofdstuk 6 van het Jaarverslag NBB (2021): '[Begrotingsbeleid en overheidsfinanciën](#)'
- Hoofdstuk 4 van het Jaarverslag NBB (2020): '[Begrotingsbeleid en overheidsfinanciën](#)'
- Recente publicaties in het Economisch Tijdschrift van de NBB over de overheidsfinanciën:
 - '[Welke overheidsuitgaven in België zijn hoog ? Een vergelijking met de buurlanden](#)' (2021)
 - '[Intergewestelijke overdrachten via de federale overheid en sociale zekerheid](#)' (2021)
 - '[Het begrotingsbeleid klaarstomen om te swingen met het monetair beleid](#)' (2021)
 - '[Het Belgische begrotingskader : wat is goed en wat kan beter?](#)' (2020)