

Investment Update

Inflatie stijgt naar 2,8%

Achmea Investment Management

Inflatie en olieschokken: instituties bepalender dan de schok zelf

AUTEURS



Thomas van Galen
Chief Strategist



Ruben Kwast
Investment Strategist

In het kort

- De recente stijging van Nederlandse inflatiecijfers, aangejaagd door hogere energieprijzen en geopolitieke spanningen, roept herinneringen op aan eerdere oliecrises, maar een één-op-één vergelijking is vaak misleidend.
- Historische oliecrises laten zien dat niet de schok zelf, maar de economische en institutionele context bepaalt of energieprijsstijgingen uitgroeien tot structurele inflatie.
- Ook structureel is de economie veranderd: de afgenomen olie-afhankelijkheid en lagere energie-intensiteit dempen de macro-economische doorwerking van energieschokken.
- De belangrijkste les uit het verleden is dat het voorkomen van een loonprijs-spiraal, de aanwezigheid van een geloofwaardig monetair anker en een lagere afhankelijkheid van fossiele brandstoffen bepalender zijn voor de inflatie-uitkomst dan de energieschok zelf.
- Beleggers doen er goed aan om een voldoende inflatiebestendige portefeuille te construeren. Daarnaast is het van belang om te blijven denken in scenario's en de economische dynamiek goed te begrijpen.

Inflatiecijfers april: een herhaling van eerdere oliecrises?

Vandaag zijn de Nederlandse inflatiecijfers over de maand april gepubliceerd. De inflatie steeg op jaarbasis naar 2,8%, tegenover 2,7% in maart. De inflatie in april werd vooral gedragen door hogere energieprijzen, terwijl de voedsel- en diensteninflatie juist daalden. De lichte stijging in april, met energie als belangrijkste drijver, past dan ook binnen het klassieke transmissiepatroon van inflatieschokken: eerst lopen de energieprijzen op, gevolgd door hogere voedsel- en transportkosten. Pas in een latere fase ontstaan tweede-ronde-effecten, die zich vooral manifesteren via loonaanpassingen en hardnekkige diensteninflatie.

De geschiedenis laat zien dat energieschokken vaak het startpunt vormen van bredere inflatieschokken. Om dat mechanisme zichtbaar te maken, hebben we een aantal historische crises naast elkaar gezet. Die vergelijking laat zien langs welke kanalen energieschokken uitgroeien tot inflatiegolven.

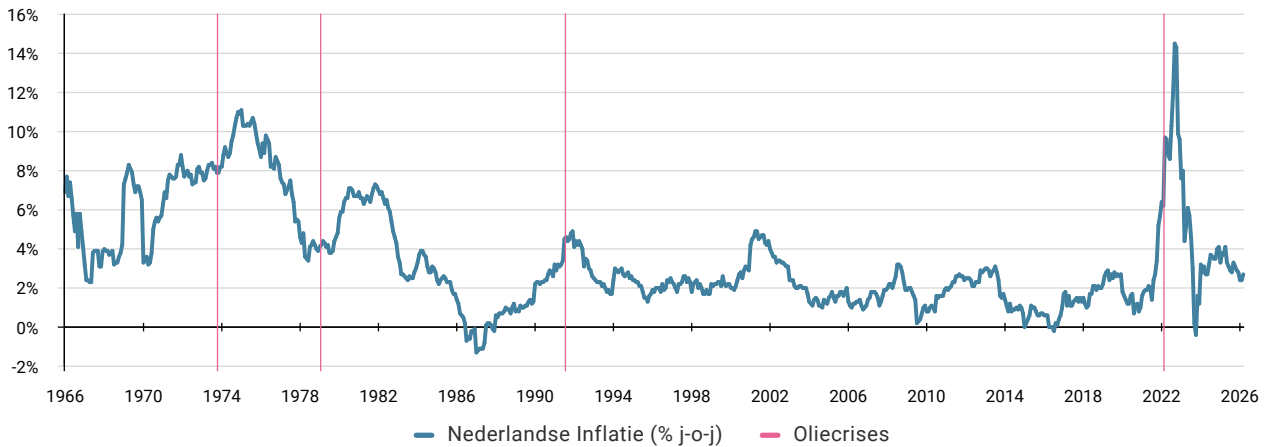
Elke eerdere energieschok werd gevolgd door een significante inflatieschok. In de meeste gevallen wordt het verloop uiteindelijk bepaald door tweede-ronde-effecten, zoals loonvorming, prijszettingsgedrag en beleidsreacties.



achmea 

Investment Management

Figuur 1: Inflatie loopt op na elke oliecrises



Bron: Centraal Bureau voor de Statistiek, Achmea IM

Historisch zijn daarbij vier duidelijk te onderscheiden episodes te herkennen:

- De Eerste Oliecrisis (1973)
- De Tweede Oliecrisis (1979)
- De Eerste Golfoorlog (1990)
- De Oekraïne Oorlog (2022)

Wanneer we deze schokken naast elkaar leggen, vallen een aantal duidelijke overeenkomsten op. Ten eerste werd elke eerdere energieschok gevolgd door een significante inflatieschok. Ten tweede blijkt die inflatie slechts ten dele het directe gevolg van de initiële schok. In de meeste gevallen wordt het verloop uiteindelijk bepaald door tweede-ronde-effecten, zoals loonvorming, prijszettingsgedrag en beleidsreacties. Centrale banken, overheden en

sociale partners spelen daarmee een doorslaggevende rol in de uiteindelijke economische schade.

Het is dus niet vanzelfsprekend dat de schok die we nu meemaken één-op-één vergelijkbaar zal zijn. De overeenkomsten zijn vaak snel herkenbaar, maar blijven veelal aan de oppervlakte. De oliecrises uit het verleden laten zien dat niet de ernst van de schok doorslaggevend is, maar de economische omgeving waarin zij plaatsvindt, met name loonvorming, de verankering van inflatie, de geloofwaardigheid van het monetaire beleid en de energie-intensiteit van de economie, bepaalt hoe groot de uiteindelijke impact is.

Tabel 1: oliecrises en inflatieschokken

Crisis	Inflatieschok (in %-punten)	Oorzaken
De Eerste Oliecrisis	3.2%	<ul style="list-style-type: none"> • Inflatie structureel hoog • Monetair anker ontbrak • Automatische looncompensatie • Hoge energie-intensiteit
De Tweede Oliecrisis	3.0%	<ul style="list-style-type: none"> • Inflatie structureel hoog • Monetair anker ontbrak • Automatische looncompensatie • Hoge energie-intensiteit
De Eerste Golfoorlog	1.5%	<ul style="list-style-type: none"> • Inflatie stijgende • Stevig monetair anker • Automatische looncompensatie ontbrak • Dalende energie-intensiteit
De Oekraïne Oorlog	8.3%	<ul style="list-style-type: none"> • Inflatie stijgende • Te ruim monetair- en fiscaal beleid • Automatische looncompensatie ontbrak • Dalende energie-intensiteit

Bron: Centraal Bureau voor de Statistiek, Achmea IM



De Eerste Oliecrisis: inflatie ontspoot zonder monetair anker

Wie terugkijkt naar de eerste oliecrisis in 1973, na de Yom Kippur-oorlog, ziet een wereld waarin de stijging van de energieprijzen fungeerde als katalysator voor bredere macro-economische spanningen. De wereldeconomie was op dat moment al kwetsbaar. De inflatie liep op, het Bretton Woods-systeem, waarin wisselkoersen indirect aan goud waren gekoppeld, was uiteengevallen, en het monetaire beleid miste een duidelijk anker in de vorm van een expliciete inflatiedoelstelling. Naast het monetaire anker dat ontbrak, werkte ook de automatische prijscompensatie in de loonvorming van de jaren '70 als olie op het inflatievuur. In de context van oplopende inflatie en een gebrek aan een duidelijk monetair anker werkte de olieprijsstijging niet alleen door via hogere productiekosten, maar vooral via loonvorming en verwachtingen.

Hogere energieprijzen leidden tot compensatie-eisen van werknemers, die resulteerden in hogere lonen en vervolgens weer in nieuwe prijsstijgingen. Bij afwezigheid van een geloofwaardig anti-inflatiebeleid konden deze tweede-ronde-effecten zich ongehinderd ontwikkelen. De initiële schok verspreidde zich daardoor door de gehele economie. De sterke stijging van de olieprijs functioneerde niet als een tijdelijke verstoring, maar als een versterker van een al fragiel systeem. Wat begon als een relatieve prijsverandering van olie, mondde uit in een breed gedragen en hardnekkig inflatieproces.

De Tweede Oliecrisis: verankerde inflatieverwachtingen houden inflatie hoog

Het inflatieproces versterkte zich aan het einde van het decennium. De tweede oliecrisis, rond de Iraanse Revolutie van 1979, viel samen met een periode waarin inflatieverwachtingen diep verankerd waren geraakt in het gedrag van bedrijven en huishoudens. Inflatie was niet langer uitsluitend een reactie op externe schokken, zoals tijdens het olie-embargo na de Yom Kippur-oorlog, maar had zich ontwikkeld tot een structureel kenmerk van het economische systeem.

In die context fungeerde de stijgende olieprijs opnieuw als zichtbare aanleiding, maar niet als de onderliggende oorzaak van de hardnekkige inflatie. De economie bleek gevoelig voor zelfversterkende processen, waarin verwachtingen, instituties en beleidsreacties elkaar versterkten. De tweede oliecrisis bevestigde daarmee

wat de eerste al had blootgelegd: niet de omvang van de schok was doorslaggevend, maar de mate waarin de economische structuur ruimte bood aan een inflatiespiraal.

Een Nederlandse breuklijn: "Wassenaar" brak de loon-prijsspiraal

In Nederland leidde de periode van hevige inflatie uit de jaren '70 uiteindelijk tot een herijking van die economische structuur. Het Akkoord van Wassenaar vormt daarbij een belangrijk kantelpunt. Werkgevers en werknemers kwamen overeen dat loonmatiging noodzakelijk was om de concurrentiekracht te herstellen en de inflatie te beteugelen. Daarmee werd een mechanisme doorbroken dat in de jaren daarvoor had bijgedragen aan de hardnekkigheid van inflatie. Lonen fungeerden minder automatisch als doorgeefluik van prijsstijgingen, waardoor de economie minder vatbaar werd voor zelfversterkende inflatoire processen.

De monetaire breuklijn: Volcker doorbrak de inflatiedynamiek

De ontwikkeling in Nederland stond niet los van een bredere internationale kentering. In de Verenigde Staten markeerde het aantreden van Paul Volcker als voorzitter van de Federal Reserve in 1979 een expliciete keuze voor het herstellen van prijsstabiliteit. Door het monetaire beleid fors te verkrappen en vast te houden aan een geloofwaardige anti-inflatiekoers, werd een einde gemaakt aan de verankering van hoge inflatieverwachtingen. De economische kosten op korte termijn waren aanzienlijk. De recessie die daarop volgde was diep, maar legde wel de basis voor een nieuw monetair regime, waarin centrale banken een expliciete verantwoordelijkheid kregen voor het beteugelen van inflatie.

De Golfoorlog als tussentijdse test

Dat de institutionele omslag van de jaren tachtig meer was dan een beleidsintentie, werd begin jaren negentig voor het eerst zichtbaar. De olieprijsstijging rond de Golfoorlog vormde een concrete stresstest voor het nieuwe economische- en monetaire regime dat in de jaren tachtig was ontstaan. De schok was scherp en zichtbaar op de energiemarkten, maar van beperkte duur. Inflatie liep tijdelijk op, zonder de hardnekkigheid en zelfversterking die de jaren zeventig kenmerkten. De economische schade bleef relatief beperkt en financiële markten stabiliseerden zich snel.

Het verschil zat opnieuw niet in de aard van de schok, maar in de context waarin zij plaatsvond. Inflatieverwachtingen waren beter verankerd, loonvorming flexibeler en het monetaire beleid geloofwaardiger. Waar eerdere olieprijsstijgingen zich door de hele economie verspreidden, bleef de impact nu grotendeels beperkt tot een tijdelijke relatieve prijsverandering.

Een ander economisch landschap

De uitkomst van de Golfoorlog was daarmee geen incident, maar een vroege illustratie van een structureel veranderd economisch regime. In de decennia die volgden raakten de lessen uit de jaren zeventig steeds steviger verankerd. Centrale banken kregen een expliciet mandaat om prijsstabiliteit te bewaken en bouwden geloofwaardigheid op in het beheersen van inflatie. Inflatieverwachtingen werden beter verankerd en de ruimte voor politieke beïnvloeding van monetair beleid nam af. Waar inflatie eerder gemakkelijk een eigen dynamiek ontwikkelde, werd zij in toenemende mate begrensd door duidelijke beleidskaders en consistent optreden.

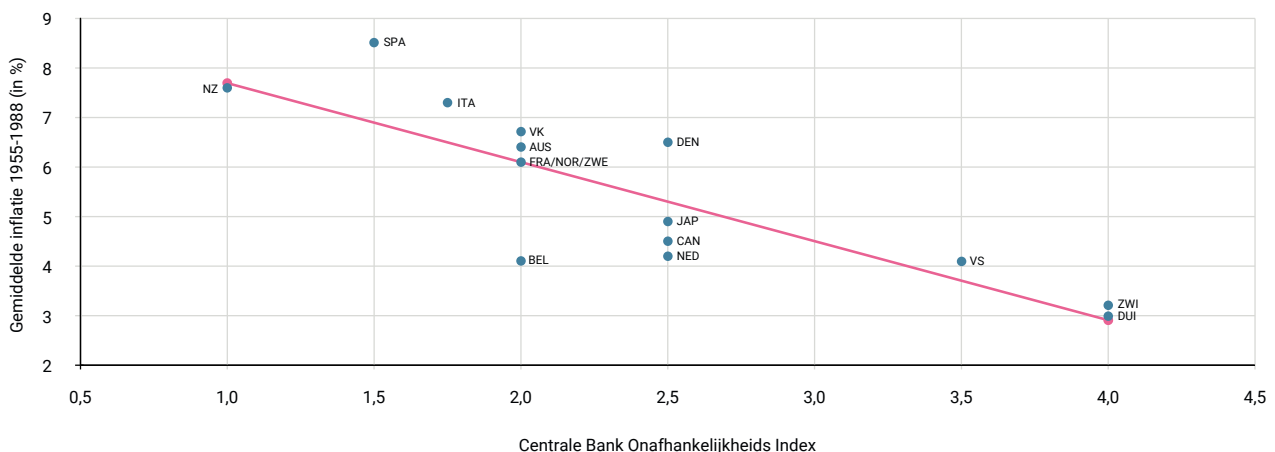
Die institutionele verschuiving had directe gevolgen voor de inflatie-uitkomst. Naarmate centrale banken onafhankelijker opereerden, namen zowel het niveau als de volatiliteit van inflatie structureel af. In Figuur 2 is deze samenhang zichtbaar voor de periode 1955–1988, waarin grotere centrale bank-onafhankelijkheid gepaard ging met lagere gemiddelde inflatie. Het werk van Alesina en Summers markeert daarmee het ontstaan van een

beleidskader dat sindsdien verder is versterkt en geïnstitutionaliseerd. Juist tijdens recente inflatieschokken, waaronder die van 2022, werd zichtbaar dat geloofwaardig en onafhankelijk monetair beleid niet voorkomt dat inflatie oploopt, maar wel dat tijdelijke prijsstijgingen zich vastzetten in verwachtingen en gedrag. Daarmee werd inflatie minder een zelfversterkend proces en meer een beheersbaar risico.

Van olie naar gas en elektriciteit

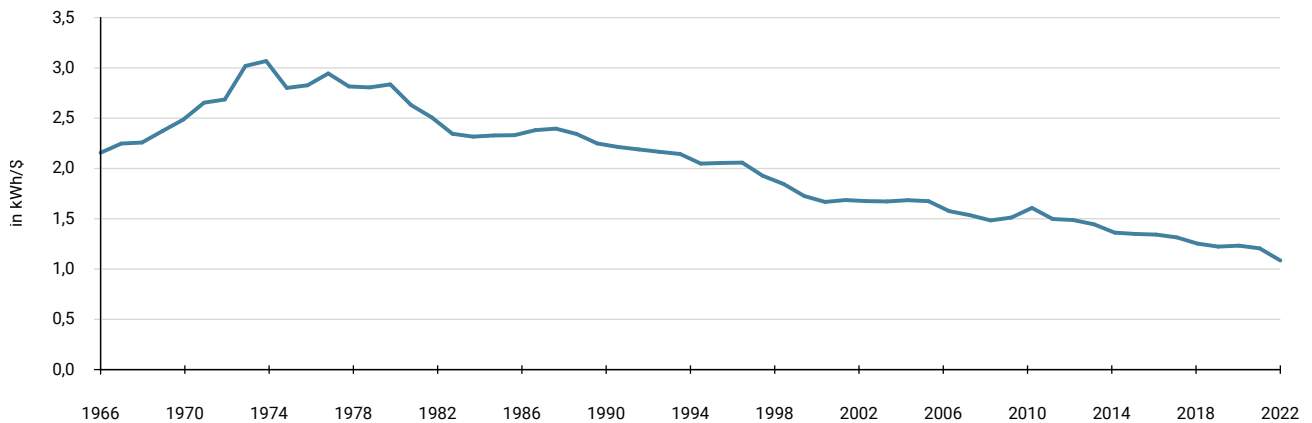
Waar het monetaire kader de inflatoire doorwerking van schokken wist te beperken, veranderde parallel daaraan ook de structuur van de energievoorziening. De rol van olie in productie en consumptie nam geleidelijk af en de energiemix werd breder. Voor Nederland gold dat in het bijzonder. De economie is vandaag aanzienlijk minder olie-intensief dan vijftig jaar geleden, maar daar is een grotere rol voor gas en elektriciteit voor in de plaats gekomen.

Figuur 2: Centrale bank-onafhankelijkheid en lagere inflatie



Bron: Alesina, Alberto & Summers, Lawrence H., "Central Bank Independence and Macroeconomic Performance", Journal of Money, Credit, and Banking, 1993; Achmea IM

Figuur 3: De energie-intensiteit van Nederland neemt al jaren af



Bron: Our World in Data, Achmea IM

Figuur 3 illustreert die verschuiving. De energie-intensiteit van Nederland, een maat voor hoeveel energie nodig is om één eenheid economische output te produceren, is in de afgelopen decennia met meer dan 50% gedaald. Dat heeft belangrijke consequenties voor de doorwerking van energieschokken. Hoe minder energie een economie nodig heeft om te functioneren, hoe kleiner de macro-economische schade van een stijgende energieprijs. Energieschokken blijven dan voelbaar, maar hun vermogen om zich breed door de economie te verspreiden neemt af.

Een nieuw decennium van energie-schokken: de energiecrisis van 2022

In de jaren '20 lijkt inflatie weer helemaal terug van weggeweest. De meest recente energiecrisis ligt nog vers in het geheugen. In 2022 leidde de Russische inval in Oekraïne tot een scherpe stijging van zowel gas- als olieprijs en zette de inflatie in Europa op het hoogste niveau in decennia. Ook toen was sprake van een geopolitieke schok die direct doorwerkte via de energiemarkten, en ook toen laaide de vrees voor een herhaling van de jaren '70 snel op. Net als tijdens de eerste oliecrisis kwam de schok bovendien terecht in een omgeving waarin de inflatie al opliep, mede als gevolg van het ruime monetaire- en fiscale beleid in de nasleep van de pandemie.

Toch bleek ook deze episode van een ander karakter. De inflatie liep fors op en bleef langere tijd verhoogd, maar ontwikkelde zich niet tot een zichzelf versterkende spiraal en werd uiteindelijk relatief snel beteugeld.

Loonstijgingen volgden met vertraging, zonder de automatische indexatie die de jaren zeventig kenmerkte, maar volgden na enige tijd alsnog de inflatie. Dit als gevolg van de krappe arbeidsmarkt.

Centrale banken reageerden aanvankelijk terughoudend, maar verhoogden vervolgens met ongekeerde snelheid en omvang de rente. De economische kosten waren reëel en langdurig, in de vorm van koopkrachtverlies, lagere groei en hogere financieringskosten, maar de dynamiek bleef beheersbaar. Beslissend was dat inflatieverwachtingen, ondanks de schok, verankerd bleven. Net als tijdens de Golfoorlog bleek de uitkomst niet bepaald door de schok zelf, maar door het institutionele- en economische kader waarin zij plaatsvond.



Afhankelijkheid van olie en gas uit Rusland is ingeruild voor een afhankelijkheid van LNG-importen, vooral uit de VS en Qatar



This time is different?

Dat betekent echter niet dat de huidige situatie onschuldig is, of dat lessen uit het verleden hun betekenis hebben verloren. Energieschokken blijven ingrijpend, zeker in open economieën als de Nederlandse en Europese. Stijgende energieprijzen raken koopkracht, drukken op bedrijfsresultaten en voeden politieke spanningen rond betaalbaarheid en verdeling. Ook vandaag geldt dat langdurige schaarste of ontsporende verwachtingen bestaande instituties onder druk kan zetten. Daarbij is de afhankelijkheid niet verdwenen, maar verschoven: het wegvallen van Russische olie en gas is ingeruild voor een grotere afhankelijkheid van LNG-importen, vooral uit de Verenigde Staten en Qatar. De Europese energiemarkt blijft daarmee nauw verbonden met mondiale prijsvorming en geopolitieke verhoudingen buiten het eigen continent.

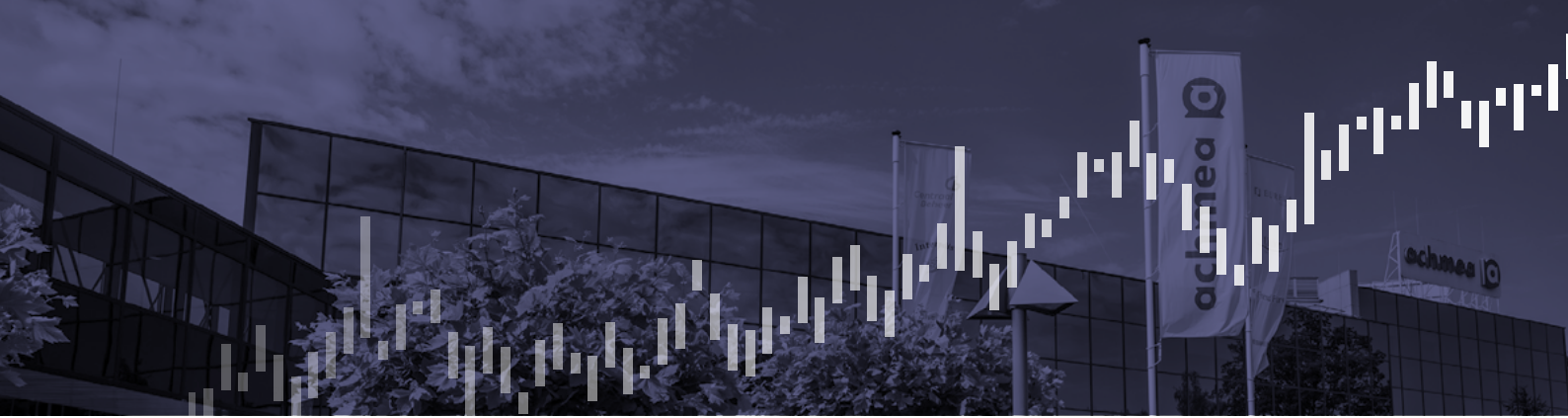
Maar dezelfde geschiedenis laat ook zien waar het verschil wordt gemaakt. Inflatie wordt pas structureel problematisch wanneer schokken niet langer als tijdelijk worden gezien, maar zich vastzetten in gedrag en beleid. Wat nodig is om die doorwerking te begrenzen, is geen geheim: gematigde loonontwikkeling en geloofwaardig, onafhankelijk monetair beleid. Zolang centrale banken hun geloofwaardigheid behouden, loonvorming geen automatische indexatie kent en de energie-intensiteit van de economie laag blijft, is een herhaling van de jaren zeventig geen vanzelfsprekendheid. Deze episode verschilt daarmee van eerdere oliecrises. Niet omdat schokken zijn verdwenen, maar omdat de economie minder ontvankelijk is voor hun doorwerking.

Lessen uit het verleden: geschiedenis als referentiekader, niet als blauwdruk

De publicatie van de nieuwe inflatiecijfers nodigt vanzelf uit tot vergelijking. Dat is begrijpelijk en vaak ook behulpzaam. Historische analogieën bieden context in tijden van onzekerheid. Tegelijkertijd laat de geschiedenis van de oliecrises zien dat zulke vergelijkingen alleen richting geven wanneer zij met nuance worden gehanteerd. Niet de olieprijs op zichzelf is doorslaggevend, maar de institutionele en economische omgeving waarin een schok terechtkomt.

In de huidige omgeving doen beleggers er goed aan om een voldoende inflatiebestendige portefeuille te construeren. Daarnaast is het van belang om te blijven denken in scenario's en de economische dynamiek goed te begrijpen. Precies deze lessen passen we in de praktijk toe in onze [scenariostudie](#) (augustus 2025) en in de eerdere [Investment Update](#) over de situatie in het Midden-Oosten (maart 2026).

Voor beleidsmakers ligt de kern in het trekken van lessen uit het verleden. In een tijd waarin de onafhankelijkheid van centrale banken onder druk staat, is de geloofwaardigheid van het monetaire beleid cruciaal voor zowel het niveau van de rente als het tempo van handelen. Tegelijkertijd laat de geschiedenis zien hoezeer het economische landschap is veranderd. Waar eerdere energieschokken leidden tot ingrijpende noodmaatregelen, zoals de autoloze zondagen in de jaren zeventig, ligt een herhaling daarvan vandaag niet voor de hand. Loonvorming is flexibeler en de economie minder energie-intensief, waardoor structurele inflatie geen vanzelfsprekend gevolg is. De geschiedenis biedt daarmee een referentiekader, geen blauwdruk en waarschuwt tegen het verwarren van herkenning met herhaling.



Voor meer informatie

[Investment Highlights, Investment Letter en whitepapers](#)

Wekelijks publiceert ons Investment Strategy team de Investment Highlights met daarin een analyse van de ontwikkeling op de financiële markten. Met onze Investment Letters blijft u op de hoogte van onze visie en van marktontwikkelingen.

[Achmea IM op youtube](#)

Hier vindt u heldere video's met informatie over de implicaties van het pensioenakkoord, impactbeleggen, maatschappelijk verantwoord beleggen, risico management en het selecteren van de bestpassende externe managers.

[Achmea IM op LinkedIn](#)

Volg ons LinkedInkanaal voor updates.

www.achmeainvestmentmanagement.nl/institutioneel

Email: achmeaim@achmea.nl

Contact

Neem contact op met uw contactpersoon bij Achmea Investment Management.

Of met Mark Bakker, Business Development Director, Mark.Bakker@achmea.nl, +31 6 101 851 94, of met Ilse Wuisman, Head of Sales & Business Development, Ilse.Wuisman@achmea.nl, +31 6 520 275 25.

Disclaimer

Achmea Investment Management B.V. ("Achmea IM") heeft de informatie in dit document met zorg samengesteld. Deze informatie is alleen bestemd voor gekwalificeerde beleggers en/of professionele beleggers zoals bedoeld in de Wet op het financieel toezicht ("Wft"). Dit document is of bevat (i) geen aanbod of uitnodiging om financiële instrumenten te kopen, te verkopen of te verhandelen (in de zin van 1:1 Wft), (ii) geen beleggingsaanbeveling of beleggingsadvies (in de zin van 1:1 Wft), en (iii) geen juridisch of fiscaal advies. Raadpleeg in voorkomende gevallen een juridisch of fiscaal adviseur. Achmea IM raadt u af een (beleggings)beslissing uitsluitend te baseren op de in dit document opgenomen informatie. Achmea IM is niet aansprakelijk voor schade die het gevolg is van een dergelijke (beleggings)beslissing.

De informatie in dit document is (mede) gebaseerd op informatie die Achmea IM van betrouwbaar geachte informatiebronnen heeft verkregen. Achmea IM garandeert niet de betrouwbaarheid van die bronnen en de juistheid en volledigheid van de van die bronnen verkregen informatie. De informatie in dit document is puur informatief en u kunt daaraan geen rechten ontleen. Alle informatie is een momentopname, tenzij uitdrukkelijk anders is aangegeven. Het verstrekken van dit document na de oorspronkelijke publicatiedatum is geen garantie dat de hierin opgenomen informatie op die latere datum nog juist en volledig is. Achmea IM heeft het recht om deze informatie zonder aankondiging te wijzigen. Het noemen van rendementen op beleggingen in dit document dient uitsluitend als uitleg en toelichting. Achmea IM spreekt daarmee geen verwachting uit over het rendement of koersverloop van die beleggingen. De waarde van uw belegging kan fluctueren en in het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. De informatie in dit document is gebaseerd op door Achmea IM gemaakte aannames. Het is mogelijk dat andere aannames worden gemaakt dan de door Achmea IM gemaakte aannames. De door Achmea IM getrokken conclusies zijn daarom niet noodzakelijkerwijs juist en/of volledig.

U mag de informatie in dit document alleen voor eigen persoonlijk gebruik kopiëren. Informatie over de beleggingsinstellingen van Achmea IM kan een publicitaire mededeling bevatten. Raadpleeg het prospectus van de beleggingsinstellingen op www.achmeainvestmentmanagement.nl voordat u een beleggingsbeslissing neemt. U mag de informatie niet overnemen, vermenigvuldigen, distribueren of openbaren zonder schriftelijke toestemming van Achmea IM. Alle informatie (teksten, foto's, illustraties, grafisch materiaal, handelsnamen, logo's, woord- en beeldmerken) blijft eigendom van of in licentie bij Achmea IM en wordt beschermd door auteursrecht, merkenrecht en/of intellectueel eigendomsrecht. Er worden geen rechten of licenties overgedragen bij gebruik van of toegang tot deze informatie.

Uitgegeven door:

Achmea Investment Management B.V., statutair gevestigd te Zeist en kantoorhoudende te Zeist (Handelsregister nr. 18059537). Achmea IM is geregistreerd bij de Autoriteit Financiële Markten ("AFM") in Amsterdam (AFM registratie 15001209) als beheerder van beleggingsinstellingen zoals bedoeld in artikel 2:65a Wft en is onder deze vergunning bevoegd tot het verlenen van de beleggingsdiensten als opgenomen in het door de AFM gehouden register.