

# Economische Ontwikkelingen en Vooruitzichten

december 2011 / nr. 2

De Nederlandsche Bank

---

*Economische Ontwikkelingen  
en Vooruitzichten*

*december 2011, nr. 2*

© 2011 De Nederlandsche Bank NV

Oplage: 1.800

Afsluitdatum: 9 december 2011

Iedere openbaarmaking en verveelvoudiging voor educatieve en niet-commerciële doeleinden is toegestaan, mits met bronvermelding.

Westeinde 1, 1017 ZN Amsterdam - Postbus 98, 1000 AB Amsterdam,  
Telefoon (020) 524 91 11 - Telefax (020) 524 25 00  
[www.dnb.nl](http://www.dnb.nl)

# Inhoud

## Samenvatting 4

### 1 Sombere groeivoorzichten voor 2011-2013 5

### 2 Zwakke binnenlandse conjunctuur 8

*Box 1 De budgettaire multiplier 12*

*Box 2 Gaat de arbeidsmarkt weer positief verrassen? 15*

### 3 Onzekerheid vanuit de internationale omgeving 17

## Samenvatting

De Nederlandse bbp-groei over 2011-2013 komt veel lager uit dan een half jaar geleden werd verwacht. DNB voorziet voor dit jaar nog een groei van 1,4%, maar in de tweede helft van dit jaar komt de economie in een technische recessie. In 2012 valt de groei zelfs vrijwel geheel weg (0,2%). Daarna kan de bbp-groei voorzichtig aantrekken tot 1,3% in 2013. De werkloosheid loopt op naar 5,3% volgend jaar en bijna 6% in 2013. Deze vooruitzichten zijn het resultaat van de lagere groei van de wereldhandel, het toegenomen vertrouwensverlies bij bedrijven en consumenten, en de sterkere spaarneiging door dalende woningprijzen.

Ook in andere Westerse economieën staat de conjunctuur er zwak voor. Nederland wordt hierdoor geraakt via de relevante wereldhandel die volgend jaar met slechts 3,6% groeit. In de ramingen is ervan uitgegaan dat de wereldhandel in 2013 weer aantrekt. Het is echter niet uitgesloten dat het internationale herstel trager verloopt. In dat alternatieve scenario blijft de Nederlandse groei voor een langere periode op een laag niveau steken.

De bezuinigingen leiden in de komende twee jaar tot een afname van de overheidsbestedingen. In de raming verbetert het overheidssaldo eerst van -4,4% bbp in 2011 tot -3,5% bbp in 2012. De conjuncturele neergang drukt echter de overheidsinkomsten en mede daardoor treedt in 2013 een verslechtering van het saldo op tot -3,7% bbp. Daarmee wordt de zogenoemde signaalmarge overschreden. De begrotingsregels schrijven in dat geval extra bezuinigingen voor.

Nederlandse bedrijven en huishoudens stellen zich vooral volgend jaar zeer terughoudend op. De verslechterde afzetverwachtingen van het bedrijfsleven komen in 2012 tot uiting in een minieme investeringsgroei en een voorzichtig personeelsbeleid. De huishoudens zien hun beschikbare inkomen in 2012 afnemen en gaan meer sparen, vooral omdat de huizenprijzen dalen. Het gevolg is dat volgend jaar – net als dit jaar – de consumptie van huishoudens daalt en in 2013 slechts marginaal herstelt.

De ongewisse afloop van de Europese schulden crisis leidt tot veel onzekerheid. Financiële markten zijn nerveus, Europese consumenten en producenten zijn negatief gestemd en het Europese bankwezen kampt met financieringsproblemen. Indien de schulden crisis op den duur en zonder grote schokken tot een oplossing komt, zoals in deze raming is verondersteld, zal de aantrekkende mondiale conjunctuur de Nederlandse economie in 2013 weer op gang brengen. De onzekerheden rond de ramingen zijn echter buitengewoon groot, vooral door de schulden crisis. Daarbij zijn cruciale gebeurtenissen denkbaar die buiten de gebruikelijke modelrelaties en -scenario's vallen, zoals een onordelijke afloop van de crisis. Op korte termijn zullen nu beslissingen worden genomen die cruciaal zijn voor het functioneren van de EMU. Bij een snelle en daadkrachtige aanpak van de schulden crisis kan de economie via vertrouwensherstel al volgend jaar een positieve impuls krijgen.

## I Sombere groeivoorzichten voor 2011-2013

### Economie krimpt in tweede helft van 2011

In het derde kwartaal viel de Nederlandse economie voor het eerst in ruim twee jaar terug. Waar het eurogebied met 0,2% nog iets groeide ten opzichte van het voorgaande kwartaal, kromp het bruto binnenlandse product (bbp) in Nederland met 0,3%. Over de gehele linie waren de economische ontwikkelingen vrij zwak. De groei van de uitvoer was lager, de bedrijfs- en woninginvesteringen daalden zelfs, en ook de particuliere consumptie nam af. Tegelijkertijd leidden de bezuinigingen tot lagere overheidsbestedingen. Tot en met de eerste helft van 2011 trok het herstel van de Nederlandse economie vrijwel gelijk op met het eurogebied, maar nu is een achterstand ontstaan. De hoofdoorzaak hiervan is de zwakke Nederlandse consumptie.

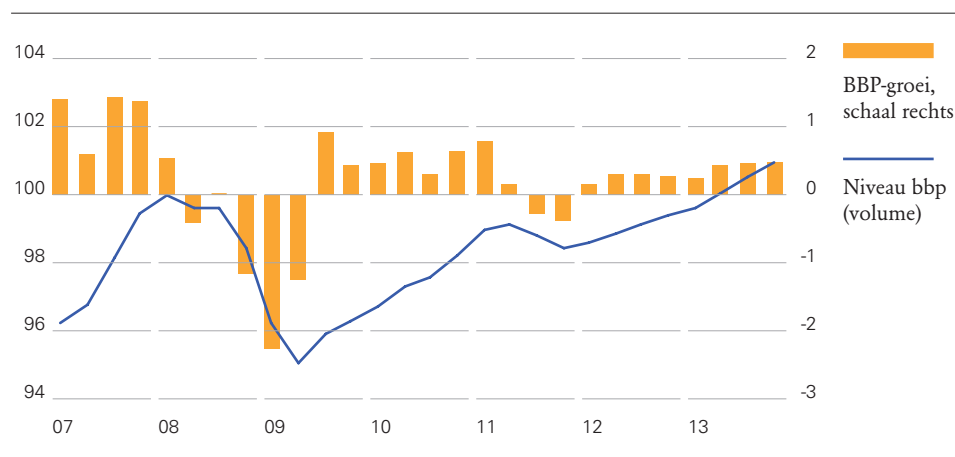
*Nederland krimpt en eurogebied groeit*

Op grond van de huidige ontwikkelingen is er geen reden om aan te nemen dat de bbp-krimp tot het derde kwartaal beperkt blijft. De neergang manifesteert zich in de stijgende werkloosheid, het dalende consumentenvertrouwen en de afnemende bezettingsgraad van bedrijven. Een ander belangrijk signaal is dat ondernemers duidelijk minder positief over de Nederlandse economie oordelen. Hun stemming ligt op het laagste niveau in meer dan twee jaar, voornamelijk doordat minder orders uit het buitenland zijn ontvangen. Voor het gehele jaar 2011 bedraagt de geraamde groei nog 1,4%, maar door de verwachte krimp in de laatste twee kwartalen zal Nederland zich – technisch gesproken – in een recessie bevinden. Deze neergang voltrekt zich op een moment dat het bbp nog niet terug is op het niveau van voor de crisis (Grafiek 1).

*Recessie in vierde kwartaal*

### Grafiek 1 BBP-groei Nederland

2008 K1 = 100 en procentuele mutaties ten opzichte van direct voorafgaande kwartaal



Toelichting: De weergegeven cijfers vanaf 2011 K4 zijn ramingen. Dit geldt mutatis mutandis voor de overige grafieken in deze publicatie.

Bron: CBS en DNB.

**Tabel 1 Kerngegevens raming Nederlandse economie**

Procentuele veranderingen, tenzij anders vermeld

	2010	2011	2012	2013
<b>Volume bestedingen en productie</b>				
Bruto binnenlands product	1,7	1,4	0,2	1,3
Particuliere consumptie	0,4	-0,7	-0,9	0,3
Overheidsbestedingen	0,5	0,8	-1,0	-0,4
Bedrijfsinvesteringen	-1,1	6,4	0,6	4,6
Woninginvesteringen	-11,5	5,8	-1,5	1,6
Uitvoer	10,8	4,6	3,5	5,5
Invoer	10,6	4,4	2,3	5,3
<b>Lonen en prijzen</b>				
Contractloon bedrijven	1,0	1,4	1,7	1,8
Loonsom per werknemer bedrijven	1,4	2,2	3,0	2,0
Geharmoniseerde consumentenprijsindex	0,9	2,5	2,0	1,3
<b>Arbeidsmarkt</b>				
Werkgelegenheid (personen, groei)	-0,3	0,2	-0,3	0,1
Arbeidsaanbod (personen, groei)	0,4	0,1	0,5	0,7
Werkloosheid (personen x 1000)	391	384	463	521
Werkloosheid (niveau, %)	4,5	4,4	5,3	5,9
<b>Collectieve sector</b>				
EMU-saldo (EDP; niveau, % bbp)	-5,1	-4,4	-3,5	-3,7
EMU-schuld (niveau, ultimo, % bbp)	62,9	64,4	65,8	67,9
<b>Overig</b>				
Lopende rekening (niveau, % bbp)	5,1	6,5	9,5	9,0
<b>Internationale uitgangspunten</b>				
Volume relevante wereldhandel	10,1	5,9	3,6	5,8
VS	3,0	1,8	1,8	2,5
Eurogebied	1,8	1,5-1,7	-0,4-1,0	0,3-2,3
Opkomende economieën	7,4	5,8	5,3	5,9
Korte rente eurogebied (niveau, %)	0,8	1,4	1,2	1,4
Lange rente Nederland (niveau, %)	3,0	2,9	2,9	3,2
Eurokoers (niveau, USD)	1,33	1,40	1,36	1,36
Olieprijs (niveau, UK Brent in USD per vat)	79,9	111,5	109,4	104,0
Grondstoffenprijzen exclusief energie, in USD	37,1	17,8	-7,3	4,3

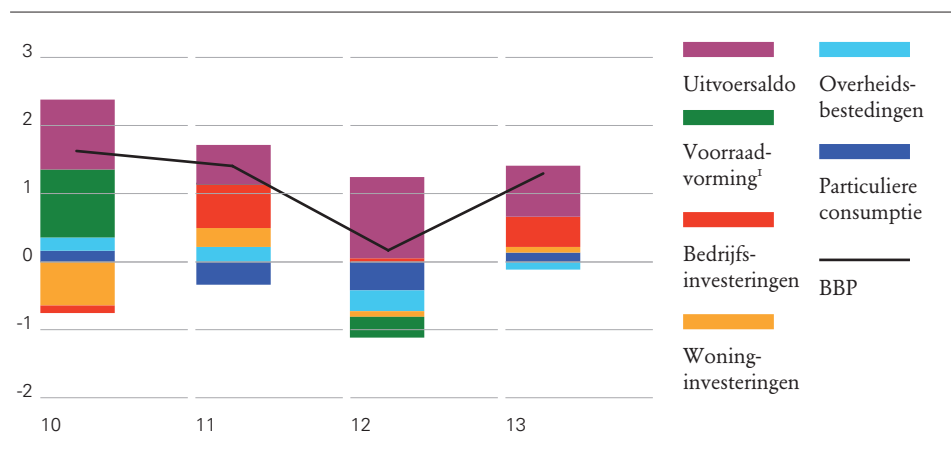
Bron: DNB en ECB.

**Economie komt tot stilstand in 2012; voorzichtig herstel in 2013***Somberder groeibeeld*

Tabel 1 presenteert de kern van de nieuwe economische vooruitzichten. Deze zijn geraamd met DELFI, het macro-economische model van DNB. Naar verwachting daalt de groei van 1,4% in 2011 tot 0,2% in 2012. In de loop van volgend jaar kruipt de economie naar verwachting langzaam uit het conjuncturele dal, waarna de bbp-groei in 2013 kan herstellen tot 1,3%, ongeveer het structurele (trendmatige) groeitempo. Dit beeld van de groei in komende jaren is aanzienlijk somberder dan bij de raming van een half jaar geleden. Ten opzichte van de vorige raming is de verwachte Nederlandse groei over de periode 2011-2013 cumulatief met circa 3 procent-

## Grafiek 2 Bronnen van BBP-groei

Procentuele mutaties en procentpunten



<sup>1</sup> Inclusief statistisch verschil.  
Bron: CBS en DNB.

punt neerwaarts bijgesteld. Het ziet er nu naar uit dat het Nederlandse bbp pas in het begin van 2013 weer terug kan zijn op het niveau van voor de crisis.

Dat de Nederlandse economie volgend jaar nauwelijks groeit, is vooral zichtbaar in de negatieve bijdrage van de binnenlandse bestedingen, waarvan uitgezonderd de bedrijfsinvesteringen alle componenten afnemen (Grafiek 2). In 2013 wordt dit weer enigszins gecompenseerd door de hogere groeibijdrage van huishoudens en vooral bedrijven. Niettemin ligt de particuliere consumptie eind 2013 naar verwachting bijna 3% lager dan het niveau van vlak voor de crisis. Voor de bruto investeringen is dat bijna 8%.

*Zwakke binnenlandse vraag*

De komende jaren vormt het uitvoersaldo nog de enige motor voor de groei. Vergeleken met de uitvoer valt de invoer sterk terug, als gevolg van de zwakke binnenlandse vraag in Nederland. De uitvoergroei loopt terug van 4,6% dit jaar naar 3,5% in 2012. Het jaar daarop profiteert de Nederlandse economie weer meer van de uitvoer, die dan met 5,5% groeit. In de voorspelperiode verbetert de prijsconcurrentiepositie geleidelijk, zodat Nederlandse exporteurs hun marktaandeel in de komende jaren kunnen behouden, na een kortstondig verlies in 2011. De gunstige uitvoerprestaties zijn vooral te danken aan de wederuitvoer. De binnenslands geproduceerde uitvoer ontwikkelt zich veel gematigder.

*Uitvoersaldo is groeibron*

De economische vooruitzichten voor Nederland – die in de volgende paragraaf uitgebreid aan de orde komen – zijn erg afhankelijk van de gehanteerde aannames voor de internationale economie.<sup>1</sup> Belangrijk daarbij is de wereldhandelsgroei, die na een terugval van 5,9% in 2011 naar 3,6% in 2012, het jaar daarop weer aantrekt tot 5,8%. In de huidige, zeer onzekere internationale omgeving zijn cruciale gebeurtenissen zoals een onordelijke afloop van de schulden crisis denkbaar, die significante implicaties voor de ramingen zouden hebben. Het is daarom meer dan gewoonlijk van belang om te benadrukken dat dergelijke extreme gebeurtenissen niet in de ramingen zijn opgenomen. Daarmee wordt in deze raming impliciet verondersteld dat de Europese schulden crisis uiteindelijk zonder grote schokken tot een oplossing komt en dat de internationale conjunctuur zich in 2013 weer herstelt. De onzekerheden rond dit basispad zijn juist door de vigerende onzekerheid echter zeer groot en de invloed daarvan wordt in de laatste paragraaf met scenario's in beeld gebracht.

*Basispad zonder extreme schokken*

<sup>1</sup> De aannames omtrent de ontwikkelingen van de wereldhandel, wisselkoersen, internationale grondstoffenrijzen en rentes zijn gezamenlijk vastgesteld door deskundigen van de ECB en van de nationale centrale banken van het eurogebied, in het kader van de macro-economische voorspellingen voor het eurogebied. De aannames zijn gebaseerd op informatie die beschikbaar is tot en met 17 november 2011.

## 2 Zwakke binnenlandse conjunctuur

### Voorzichtige bedrijven

#### *Bedrijven zijn gereserveerd*

Het vanaf begin 2010 ingezette investeringsherstel bij Nederlandse bedrijven is dit jaar abrupt ten einde gekomen: sinds het tweede kwartaal van 2011 dalen de bedrijfsinvesteringen. In de raming groeien de investeringen over geheel 2011 nog met 6,4%, waarna komend jaar slechts 0,6% groei volgt. In lijn met het veronderstelde internationale herstel groeien de bedrijfsinvesteringen in 2013 weer met 4,6%. De stemming onder Nederlandse producenten is negatiever dan in de rest van het eurogebied. De afname van de industriële productie leidt tot een lagere bezettingsgraad in de industrie en dat vertaalt zich in een geringere investeringsnoodzaak. In lijn met hun sombere verwachtingen streven Nederlandse bedrijven naar een efficiëntere personeelsinzet. Dit blijkt uit het hogere aantal ontslagaanvragen, de aangekondigde ontslagrondes, het afgenomen aantal vacatures en de sterk verslechterde enquête-uitkomsten over werkgelegenheidsverwachtingen.

#### *Lagere zakelijke kredietgroei*

De kredietvoorwaarden van banken zijn in de loop van 2011 verder aangescherpt. In de raming vormt dit echter geen belemmering voor de investeringen, omdat veel bedrijven hun kredietvraag eveneens terugbrengen en gemiddeld genomen bovendien in een redelijke financiële conditie verkeren. Wel lopen de gehanteerde voorwaarden voor nieuw krediet sterker uiteen; zo hebben banken de criteria voor kleine bedrijven in de afgelopen jaren meer aangescherpt dan voor grote bedrijven. De totale zakelijke kredietverlening is in de afgelopen jaren met 2 à 3% per jaar gegroeid, maar zal de komende tijd waarschijnlijk vertragen.

### Dalende particuliere consumptie

#### *Inkomensgroei drukt consumptie*

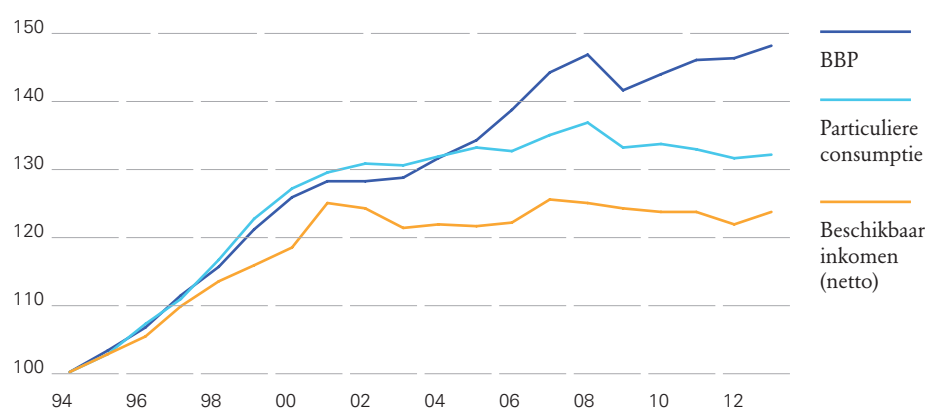
Naar verwachting daalt de particuliere consumptie in 2011 met 0,7% en in 2012 met 0,9%. Sinds de financiële crisis is de particuliere consumptie alleen in 2010 kortstondig opgeleefd. De belangrijkste verklaring voor de geraamde krimp dit jaar en volgend jaar vormt de ontwikkeling van het reëel beschikbare inkomen van huishoudens. Vanaf 2010 is dat inkomen per saldo licht gedaald. Ook over een langere periode bezien, is de inkomensgroei gematigd geweest. In combinatie met de geleden vermogensverliezen van de laatste jaren, is de ontwikkeling van de particuliere consumptie hierdoor achtergebleven bij die van het bbp (Grafiek 3). Het reëel beschikbare inkomen neemt in 2011 nauwelijks toe en daalt in 2012 naar verwachting zelfs met 1,5%. Dat komt vooral door de tegenvallende loon- en werkgelegenheidsgroei in deze jaren. In 2011 drukt de relatief hoge inflatie het reële inkomen. In 2012 is de geraamde inflatie weliswaar lager, maar worden er verschillende lastenverzwaringen doorgevoerd. Pas in 2013 verbetert het reële beschikbaar inkomen, waardoor de particuliere consumptie ook weer licht groeit (0,3%).

#### *Hogere besparingen*

Behalve aan de inkomensstagnatie, is het uitblijven van consumptieherstel ook te wijten aan hogere besparingen. De toegenomen spaargeneigdheid hangt allereerst samen met het vertrouwensverlies. Onder andere door de Europese schulden crisis is het consumentenvertrouwen naar een niveau gezakt dat vergelijkbaar is met het dieptepunt van de crisis eind 2008. De onzekerheid over de toekomstige pensioen-

### Grafiek 3 Langdurig zwakke Nederlandse consumptie

1994 = 100; volume



Bron: CBS en DNB.

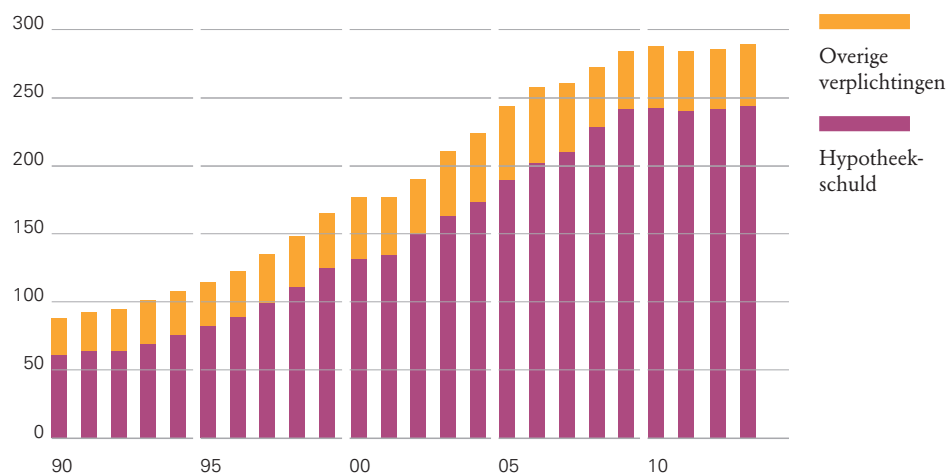
uitkering voortvloeiend uit de slechte vermogenspositie van pensioenfondsen vormt voor (bijna) gepensioneerden een additioneel spaarmotief. Tegen de achtergrond van de oplopende werkloosheid nemen de besparingen daarnaast toe uit een voorzorgsmotief. Ten slotte werkt de huizenprijzdaling van de laatste jaren door in de besparingen. De verwachting is dat huishoudens tenminste een deel van dit vermogensverlies willen compenseren met hogere besparingen. Dit is het spiegelbeeld van de ontwikkeling in de tweede helft van de jaren negentig. Destijds zwengele de verzilvering van de overwaarde op woningen de consumptie aan. In het licht van de hierboven geschetste toegenomen spaargeneigdheid, zal het begin volgend jaar vrijvallende spaarloon naar verwachting dan ook niet worden besteed.

In de ontwikkeling van de schulden van huishoudens is een trendbreuk zichtbaar. Na een jarenlange stijging van de huishoudschuld als percentage van het beschikbare inkomen, stabiliseert deze zich in de komende jaren (Grafiek 4). Dit vormt deels de tegenhanger van de hierboven genoemde grotere spaargeneigdheid, die zich vertaalt in minder schuldopbouw voor eigen woningen. Daarnaast speelt mee dat banken, mede door de aanscherping van de gedragscode hypotheekverstrekking, voorzigtiger zijn geworden in het verstrekken van nieuw hypothecair krediet.

#### Stabilisatie huishoudschuld

### Grafiek 4 Huishoudschuld stabiliseert in raming

Procenten netto beschikbaar inkomen



Bron: CBS en DNB.

Hoewel de hypothecaire kredietgroei nu al op het laagste niveau sinds begin 2004 ligt, zal deze naar verwachting in de komende tijd verder afnemen.

### Huizenprijsdaling houdt nog aan

#### *Voortgaande huizenprijsdaling*

Op de Nederlandse woningmarkt is sprake van een geleidelijk aanpassingsproces naar een nieuw evenwicht, dat gepaard gaat met een relatief dunne markt en dalende huizenprijzen. In de afgelopen twaalf maanden wisselden slechts circa 120 duizend bestaande koopwoningen van eigenaar, tegen ongeveer 200 duizend voor de crisis. De tijdelijke verlaging van de overdrachtsbelasting vertaalt zich vooralsnog niet in hogere transactiecijfers. Het aantal te koop staande huizen is intussen meer dan verdubbeld ten opzichte van het niveau van voor de crisis. De gemiddelde woningprijs is sinds de piek van augustus 2008 met bijna 10% gedaald. De huizenprijsdaling is daarbij de laatste maanden zelfs wat versneld. Door de combinatie van een zwakke inkomensgroei van huishoudens en de minder scheutige verstrekking van hypothecaire kredieten, zal volgend jaar naar verwachting een verdere prijsdaling volgen van ongeveer 3%. Daarmee zou de huizenprijs in nominale termen weer op het niveau van halverwege 2005 uitkomen. In reële termen is de huizenprijs dan ongeveer 15% gedaald sinds de piek in 2008. Ter illustratie laat Grafiek 5 zien hoe de huidige huizenprijsdaling zich verhoudt tot die van begin jaren tachtig. Zowel in nominale als in reële termen is de prijsdaling tot nu toe gematigder dan destijds. Een verklaring voor dit verschil kan zijn dat de werkloosheid begin jaren tachtig veel hoger lag.

De investeringen in nieuwe woningen worden naar verwachting gedrukt door de zwakkere woningmarkt. De nieuwbouw is de laatste tijd al sterk afgenomen, evenals het aantal afgegeven bouwvergunningen. Tegen die achtergrond nemen de geraamde woninginvesteringen de komende twee jaar niet toe.

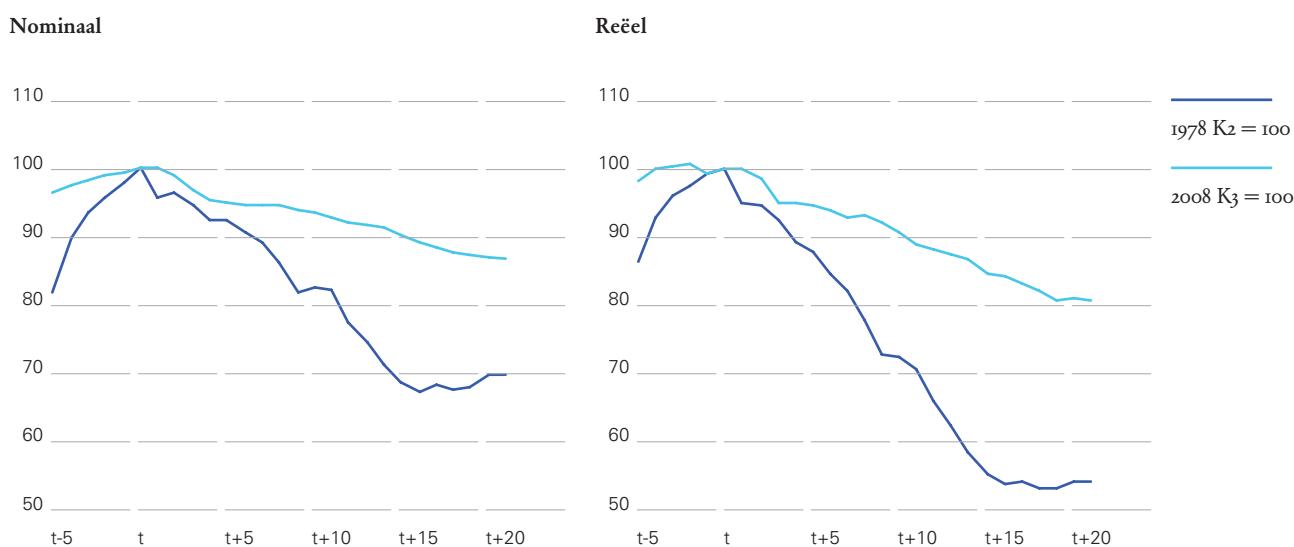
### Tekortreductie bij overheid stopt

#### *Lagere overheidsbestedingen*

Sinds het uitbreken van de crisis verleende de overheid via haar bestedingen ondersteuning aan de economische groei. In de komende jaren verandert dat echter. In de raming dalen de overheidsbestedingen zowel in 2012 als in 2013. Hoewel een

**Grafiek 5 Huizenprijsdaling in perspectief**

Index



Toelichting: Kwartaalcijfers. Nominaal: Prijsindex bestaande koopwoningen (voor seizoen gecorrigeerd). Reëel: gedefleerd met CPI/HICP.  
Bron: Kadaster, CBS en DNB.

dergelijke teruggang uitzonderlijk is, moet hierbij worden bedacht dat de overheidsbestedingen gedurende de crisis juist zijn toegenomen, terwijl het bbp is afgenomen. Uitgedrukt als percentage van het bbp blijven de overheidsbestedingen dan ook aanzienlijk hoger dan voor de crisis.

Het consolidatiepakket van EUR 18 miljard uit het regeer- en gedoogakkoord grijpt vooral aan bij de uitgavenkant. Door de daling van het aantal arbeidsplaatsen en de zeer bescheiden loongroei, zullen de loonkosten van de overheid naar verwachting aanzienlijk dalen. Aan de inkomstenkant pakken de belastingmaatregelen voor bedrijven per saldo neutraal uit, maar nemen de werkgeverspremies voor zorg en sociale zekerheid in 2012 wel fors toe. Huishoudens ondergaan een aanzienlijke lastenverzwaring in 2012, mede door de hogere zorgpremie en de afschaffing van de spaarloonregeling. De tijdelijke verlaging van de overdrachtsbelasting van 6% tot 2% weegt hier niet tegen op.

Mede door het consolidatiepakket verbetert het geraamde overheidstekort van 4,4% bbp in 2011 tot 3,5% bbp in 2012. Door de negatieve invloed van de conjunctuur stukt de tekortreductie echter in 2013: het tekort loopt in de raming op tot 3,7% bbp. Volgens de Europese excessieve tekortenprocedure zou het tekort in 2013 minder dan 3% bbp moeten bedragen. Bovendien ontstaat hierdoor een afwijking van meer dan 1 procentpunt bbp ten opzichte van het voorgenomen saldopad uit de Startnota. In het regeerakkoord is afgesproken dat in dat geval additionele maatregelen moeten worden genomen om het beoogde saldopad weer in zicht te krijgen. De mogelijke effecten daarvan op de economische groei zijn niet op voorhand aan te geven en hangen af van de zogenoemde 'budgettaire multiplier'. Wel zijn er aanwijzingen dat deze budgettaire multiplier kleiner is dan bij het begin van de kredietcrisis (zie Box 1).

Op basis van de economische vooruitzichten stijgt de Nederlandse overheidsschuld in de periode 2011-2013 van 64,4% bbp tot 67,9% bbp. Hierin ligt besloten dat de financiële sector de ontvangen steun terugbetaalt en dat Nederland via het Europese noodfonds (EFSF) een bijdrage levert aan de steunpakketten voor Ierland, Griekenland en Portugal. Hoewel de Nederlandse overheidsschuld daarmee vergeleken met het begin van de kredietcrisis ruim 20 procentpunt bbp is gestegen, zijn de rente-uitgaven desondanks flink gedaald (Grafiek 6). Het rentetarief waartegen de Nederlandse overheid kan lenen is voor alle looptijden gedaald. Daar komt bij dat een relatief groot deel van de schuld tegen de zeer lage Nederlandse geldmarktrente is gefinancierd. Om in de huidige bijzonder onzekere omstandigheden deze gunstige financieringscondities te behouden, zal de Nederlandse overheid haar financiën verder op orde moeten krijgen.

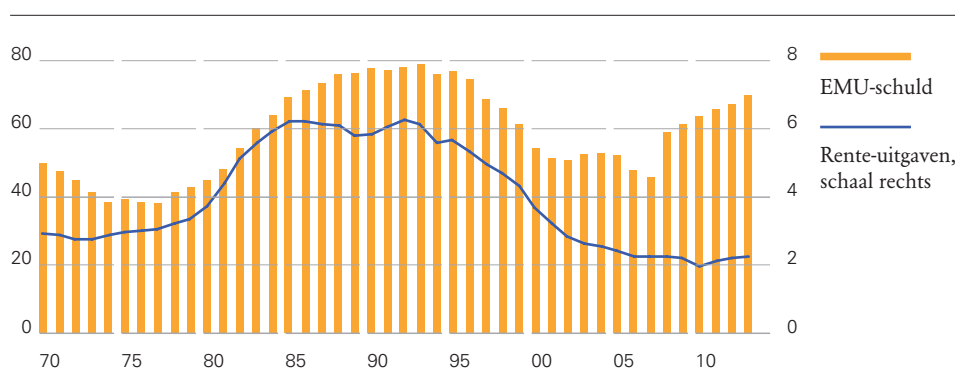
*Consolidatie vooral via uitgaven*

*Tekortdoelstellingen raken uit zicht*

*Hogere schuld maar lagere rentelasten*

**Grafiek 6 Hogere schuld en lagere rentelasten voor overheid**

Procenten bbp



Bron: CBS, CPB en DNB.

### **Box 1 De budgettaire multiplier**

De Nederlandse overheidsfinanciën zijn gedurende de crisis sterk verslechterd. Tegelijkertijd loopt het economische herstel momenteel spaak. Dit brengt een spanningsveld met zich mee. De begrotingsregels schrijven extra bezuinigingen voor als het EMU-saldo te ver van het beoogde pad gaat afwijken, maar het risico bestaat dat deze de groei verder drukken. In hoeverre deze afweging opspeelt hangt af van de omvang van de zogenoemde budgettaire multiplier. De multiplier geeft aan in welke mate beleidsmatige veranderingen in de overheidsinkomsten en -uitgaven op korte termijn het nationale inkomen beïnvloeden. Dit wordt bepaald door vele factoren. Voor Nederland geldt dat de multiplier normaal gesproken vrij klein is door de grote openheid van de economie. Hierdoor vloeien veel Nederlandse bestedingen weg naar het buitenland. Hier staat tegenover dat Nederland deel uitmaakt van het eurogebied. De ECB baseert haar rentebeleid primair op de prijsontwikkeling in het hele eurogebied. In isolatie genomen heeft het Nederlandse budgettaire beleid hierdoor weinig direct effect op het monetaire beleid: de beleidsrente zal niet meteen stijgen als de Nederlandse economie door extra uitgaven harder gaat groeien (of andersom). Dit drukt de multiplier dus niet.

De omvang van de multiplier hangt ook sterk af van de economische situatie. Stimulerend begrotingsbeleid heeft het meeste effect wanneer de economie zich in een recessie bevindt en er onbenutte capaciteit in de economie is die door middel van extra overheidsuitgaven kan worden ingezet. Wanneer daarentegen de economische groei structureel lager is, bijvoorbeeld doordat de overtollige capaciteit al is afgestoten, leiden extra overheidsuitgaven vooral tot opwaartse prijsdruk. In de huidige situatie is de structurele groei weliswaar naar beneden bijgesteld, maar is er nog wel enige onbenutte capaciteit in de economie. Tot opwaartse prijsdruk zullen extra overheidsuitgaven dus niet direct leiden.

Daarnaast kunnen ook de problemen in de financiële sector de multiplier beïnvloeden, maar het effect hiervan is tweeledig. Normaal gesproken komt het inkomen dat verkregen wordt door extra overheidsuitgaven of belastingverlagingen uiteindelijk bij een bank terecht, die dit weer kan doorlenen aan anderen. De ontvangers van dit geld kunnen hier weer investeringen mee doen. Nu banken terughoudender zijn met het verstrekken van krediet wordt extra inkomen minder doorgeleend, waardoor de omvang van de multiplier afneemt. Anderzijds zijn er ook mensen en bedrijven die niet de leningen kunnen krijgen die ze wel zouden willen. Deze groep, die meer wil uitgeven dan nu mogelijk is, zal geneigd zijn extra inkomen direct te besteden, wat de multiplier vergroot.

Voor het effect van het begrotingsbeleid op de economie is uiteindelijk de gezondheid van de overheidsfinanciën van cruciaal belang. Hoe meer zorgen hierover bestaan, hoe meer mensen er rekening mee zullen houden dat de huidige situatie niet kan voortduren en dat de belastingen in de toekomst omhoog moeten. Er zal dan nu al meer gespaard worden, om deze lasten in de toekomst te kunnen dragen. Dit dempt het effect stimulerend begrotingsbeleid op de economie. Dit effect speelt nu veel sterker dan tijdens de kredietcrisis. De Nederlandse bruto schuldquote is sinds het uitbreken van de crisis met bijna 20 procentpunt opgelopen. Bovendien is er grote onduidelijkheid over wat de schuldencrisis de overheid nog gaat kosten, mede gezien de omvangrijke garanties die de overheid heeft afgegeven. Financiële markten zullen dan ook kritischer kijken naar de mate waarin Nederland zich committeert aan het voorgenomen consolidatiepad. Indien hier twijfels over rijzen, zal Nederland een hogere rente op zijn schuld moeten gaan betalen. Ook dit drukt de multiplier.

Ten slotte ervaren veel huishoudens momenteel een grote mate van onzekerheid over hun toekomstige inkomsten. Dit hangt samen met de ongewisse economische situatie, maar ook met de onzekerheid die de Europese schuldencrisis met zich meebrengt. Dit leidt tot dezelfde gedragseffecten als hiervoor geschetst: van eventuele financiële meevallers zal een groter deel worden gespaard. Resumerend kunnen de ongewisse economische vooruitzichten, de Europese schuldencrisis en de verslechterde overheidsfinanciën er in resulteren dat de multiplier momenteel kleiner is dan aan het begin van de kredietcrisis.

### Werkloosheid blijft stijgen in 2012 en 2013

In de raming loopt de werkloosheid op van 4,4% dit jaar tot 5,3% in 2012 en 5,9% in 2013. In de afgelopen jaren lag de werkloosheid in het eurogebied bijna nergens zo laag als in Nederland. Dit jaar zijn de Nederlandse arbeidsmarktprestaties juist minder gunstig, mede doordat de werkgelegenheidsgroei achterblijft bij die in het eurogebied. Terwijl de werkloosheid in het eurogebied zich op het hoge niveau van ruim 10% stabiliseerde, zette de werkloosheid in Nederland vier maanden geleden een stijging in. De opgaande trend zet zich naar verwachting in 2012 en 2013 door. De voorziene arbeidsaanbodgroei ligt iets hoger dan in de afgelopen jaren, terwijl de werkgelegenheid in de raming per saldo afneemt. Waar het werkloosheidsbeloop bij de diepe neergang van 2009 verrassend gematigd was, zal nu naar verwachting sprake zijn van een 'normalere' reactie (zie Box 2).

*Werkloosheid loopt verder op*

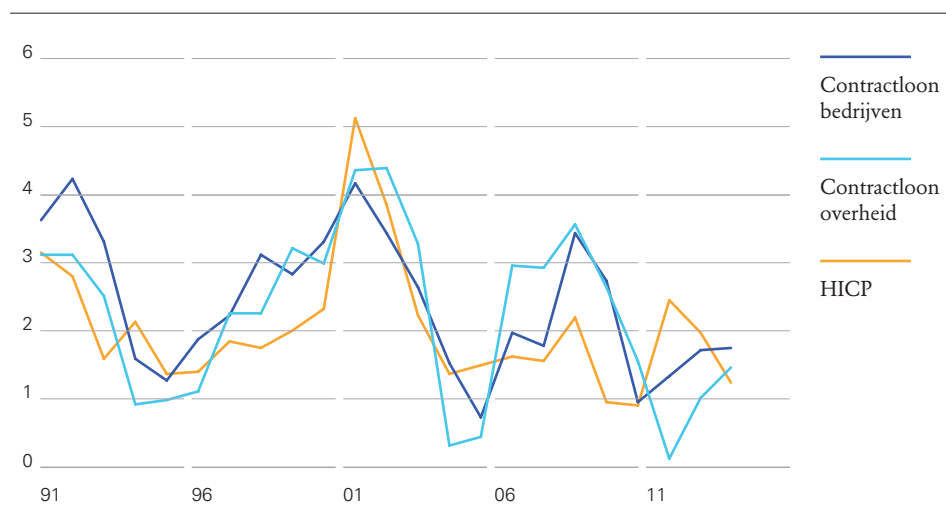
In de recente conjuncturele herstelfase is de contractuele loongroei nog nauwelijks versneld: de contractloongroei bedraagt momenteel ongeveer 1,4% tegen 1% in 2010. Deze gematigde loonontwikkeling is in bijna alle bedrijfssectoren terug te zien. Dat de loongroei in het verleden sterker reageerde op een conjunctureel herstel is mede te verklaren uit de impasse in de loononderhandelingen in 2011. In een vijfde van de collectieve arbeidsovereenkomsten in het bedrijfsleven is nog geen overeenstemming bereikt over de loonstijging; in de collectieve sector is dat zelfs iets minder dan de helft.

*Zeer gematigde loongroei*

Ten opzichte van de inflatie ontwikkelen de contractlonen in het bedrijfsleven en de publieke sector zich in historisch opzicht tot nu toe zeer gematigd (Grafiek 7). Volgens de raming blijft dat zo en zullen de lonen nauwelijks verder aantrekken. De

### Grafiek 7 Contractuele loongroei versus inflatie

Procentuele mutaties



Bron: CBS en DNB.

achtergrond hiervan is de ruime arbeidsmarkt: de werkloosheid zal in de komende jaren ruim boven het 'structurele niveau' van circa 4,8% komt te liggen. Dit verzwakt naar verwachting de onderhandelingspositie van werknemers, wat in de raming een drukkend effect heeft op de loongroei voor de komende jaren. In het bedrijfsleven blijft de loongroei in 2012-2013 onder de 2%; bij de overheid komt de verwachte loongroei uit op 1% in 2012 en 1,5% in 2013. Ook het incidentele loon staat onder druk van de zwakkere arbeidsmarktsituatie. Dat de loonvoet voor bedrijven in 2012 aanzienlijk harder stijgt dan het contractloon, komt door hogere werkgeverslasten.

### Inflatie neemt in 2012 en 2013 weer af

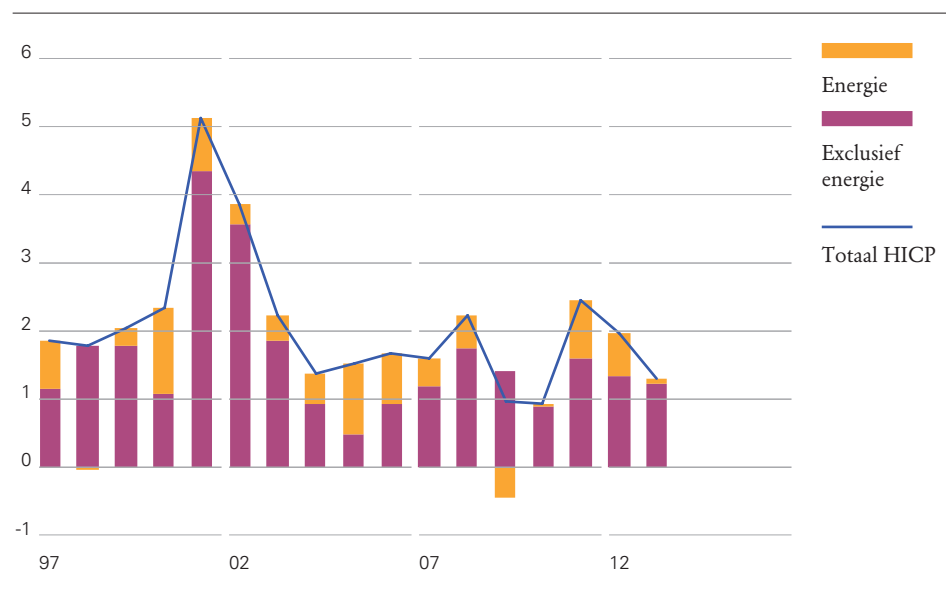
*Inflatie neemt af* Na een tijdelijke piek dit jaar, neemt de inflatie de komende jaren naar verwachting weer af. De Nederlandse HICP-inflatie is sinds de zomer van 2010 zeer snel opgelopen, zonder dat sprake is geweest van grote conjuncturele spanningen. In september van dit jaar piekte de inflatie op 3%, het hoogste niveau sinds augustus 2008. Dit kwam niet alleen door de sterk gestegen energieprijzen: ook de inflatie exclusief energie steeg tot het hoogste niveau in acht jaar tijd.

*Lagere energie-inflatie ...* In de raming komt de HICP-inflatie in 2011 uit op 2,5%, om daarna geleidelijk te dalen tot 2,0% in 2012 en 1,4% in 2013. Deze daling hangt vooral samen met de lagere energie-inflatie (Grafiek 8). De prijzen van gas, elektriciteit en motorbrandstoffen (tezamen goed voor circa 11% van het inflatiemandje) reageren met vertraging op de voorziene daling van de olieprijs.

*... en lagere inflatie exclusief energie* Tegelijkertijd daalt ook de inflatie exclusief energie gestaag, van 1,8% in 2011 tot 1,5% in 2012 en 1,3% in 2013. Voor een deel is dit al zichtbaar in prijsindicatoren van inkoopmanagers en inflatieverwachtingen van huishoudens, die een afnemende inflatiedruk laten zien. Gegeven de zwakke binnenlandse vraag is er minder ruimte voor bedrijven om prijsverhogingen door te voeren. De onvolledige benutting van de productiecapaciteit kan bedrijven stimuleren om op prijs te concurreren. Een voorbeeld uit het verleden is de 'supermarktoorlog' die bij de economische neergang van 2002/2003 uitbrak. De beperkte groei van de loonkosten draagt eveneens bij aan de dalende inflatie, omdat arbeid voor veel producten de belangrijkste kostenpost

### Grafiek 8 Afnemende inflatie

Procentuele mutaties en procentpunten



Bron: Eurostat en DNB.

vormt. Door productiviteitsherstel neemt de winstmarge van Nederlandse bedrijven nog iets toe in de raming, zij het niet meer zo sterk als in de afgelopen jaren.

### Box 2 Gaat de arbeidsmarkt weer positief verrassen?

Een van de grote verrassingen van de kredietcrisis was dat veel minder mensen werkloos zijn geworden dan was voorspeld. De economie kromp in 2009 met 3,5% en de productie in het bedrijfsleven zelfs met ruim 5%. Desondanks liep de werkloosheid maar beperkt op. De werkloosheid, die altijd met enige vertraging op de productieontwikkeling reageert, was in de zomer 1,5 procentpunt (140 duizend personen) hoger dan vlak voor het uitbreken van de crisis (Grafiek 9). Afgaande op het gebruikelijke gedrag van werkgevers en werknemers, verwachtte DNB in juni 2009 voor dat jaar nog een stijging van de werkloosheid met 166 duizend personen en nog eens ruim 280 duizend in 2010. Gelukkig kwam die raming niet uit.

Uit een analyse van deze voorspelfout volgt dat er vooral veel meer banen zijn behouden dan was voorzien. In december 2009 voorspelde DNB voor 2010 nog een daling van de werkgelegenheid van 2,4%; in werkelijkheid daalde de werkgelegenheid slechts met 0,3%. Dit verschil komt maar voor een klein deel doordat DNB toen uitging van een grotere productiedaling. Veel belangrijker bleek te zijn dat bedrijven zich deze keer echt anders hebben gedragen. Volgens een modelsimulatie met DELFI zou het verlies aan banen in 2010 ongeveer 90 duizend personen hoger zijn geweest als bedrijven zich hadden gedragen zoals ze in eerdere crisisperiodes deden.

Achteraf blijkt de verklaring hiervoor vooral dat bedrijven veel overtollig personeel hebben aangehouden ('labour hoarding'). Dit volgt onder meer uit de ongekende daling van de arbeidsproductiviteit per uur. Er was werkgevers blijkbaar veel aan gelegen hun werknemers in dienst te houden. Dat is goed te begrijpen, gezien de moeite die het bedrijven al geruime tijd kostte om aan gekwalificeerd personeel te komen. Ook is van belang dat veel ondernemingen in 2008 en 2009 verwachtten dat de vraaguitval heftig maar kortstondig zou zijn. Bedrijven waren bovendien in staat hun overtollige personeel door te betalen, omdat zij er voorafgaand aan de crisis in het algemeen goed voor stonden en omdat sommige aanspraak konden maken op deeltijd-WW.

### Grafiek 9 Volume BBP en werkloosheid

Procentuele mutaties en procenten beroepsbevolking



Bron: CBS, CPB en DNB.

Eind 2011 is de arbeidsmarktsituatie fundamenteel anders. In deze raming wordt de oploop van de werkloosheid niet gedrukt door 'labour hoarding'. Naar verwachting neemt de arbeidsvraag van bedrijven dit keer sneller af dan tijdens de vorige recessie. Bedrijven hebben na een gestage daling van hun winstgevendheid minder financiële armslag om overtollig personeel te financieren. Zij lijken er daarnaast ook minder van overtuigd dat het nu bij een heftige maar korte recessie blijft. De aankondigde ontslagrondes getuigen hiervan. Daarnaast werd de werkloosheidsstijging enkele jaren geleden gedrukt door het terugvallende arbeidsaanbod. In 2009 besloten veel scholieren en studenten langer door te studeren. Deze 'verlengde studenten' treden nu alsnog geleidelijk toe tot de arbeidsmarkt. Ten slotte is het ook de vraag of de tijdelijke regelingen voor werktijdverkorting en deeltijd-WW weer ingevoerd zullen gaan worden. Hoewel nooit volledig valt uit te sluiten dat de arbeidsmarkt nogmaals gaat verrassen, ligt een herhaling van de forse overschatting van de werkloosheid nu niet voor de hand.

### 3 Onzekerheid vanuit de internationale omgeving

#### Zwak herstel in Westerse economieën remt internationale handel

Zoals in paragraaf 1 beschreven gaat de raming voor de Nederlandse economie uit van flink lagere groeicijfers voor de relevante wereldhandel. Na een florissant 2010, is de groei van de wereldeconomie dit jaar duidelijk teruggevallen. Per saldo liggen de investeringen en de consumptie in veel Westerse landen nog altijd (ruim) onder het niveau van voor de crisis (Grafiek 10). De bruto investeringen hebben zich alleen in Duitsland bijna volledig hersteld. Het consumptieherstel varieert tussen landen. In de VS, Frankrijk en Duitsland ligt de particuliere consumptie inmiddels hoger dan voor de crisis. In andere landen, waaronder Nederland, komt het consumptieherstel nog nauwelijks van de grond. Wereldwijd, vooral in de Westerse economieën, zullen de bestedingen van bedrijven en huishoudens de komende tijd naar verwachting zwak blijven. Via de wereldhandel zal dit ook de Nederlandse economie raken.

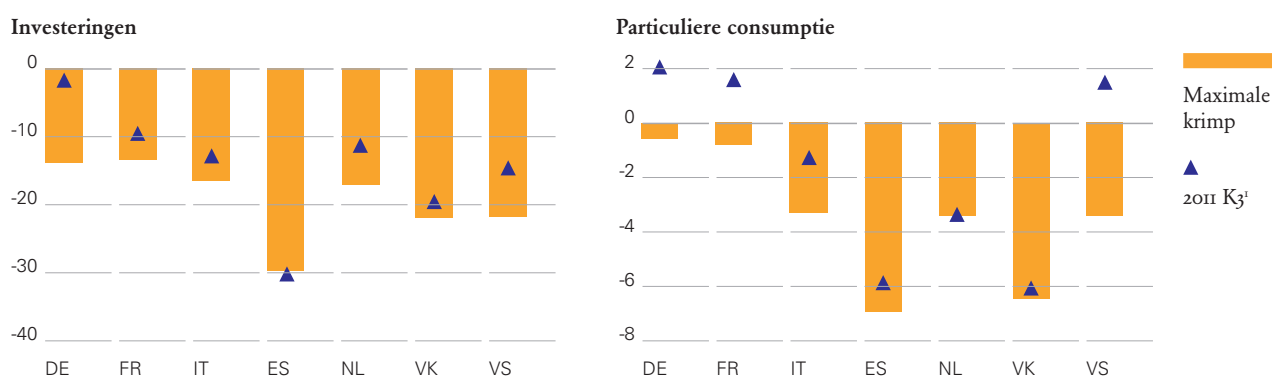
*Wereldhandelsgroei  
teruggevallen*

Een belangrijke oorzaak van het gebrek aan animo bij het bedrijfsleven om te investeren, is onzekerheid over de kracht van het herstel, met name van de particuliere consumptie. Huishoudens zijn in veel landen slechts in beperkte mate geneigd tot meer bestedingen. Die terughoudendheid is niet verrassend, gezien de gematigde loongroei en de hardnekkig hoge werkloosheid in veel landen. Onder invloed van de verslechterende arbeidsmarkt nemen – net als in Nederland – in een aantal landen de besparingen toe. Daarnaast speelt mee dat huishoudens door de crisis vermogensverliezen hebben geleden, vooral in de vorm van lagere woningprijzen. Die schade kan worden opgevangen met extra besparingen, wat minder consumptie betekent. In landen waar de woningprijzen sinds 2008 sterker zijn teruggevallen, is ook de particuliere consumptie sneller gedaald (Grafiek 11).

*Terughoudende huishoudens  
en bedrijven*

#### Grafiek 10 Zwakke binnenlandse vraag in Westerse economieën

Procentuele mutaties ten opzichte van top rond 2007/2008



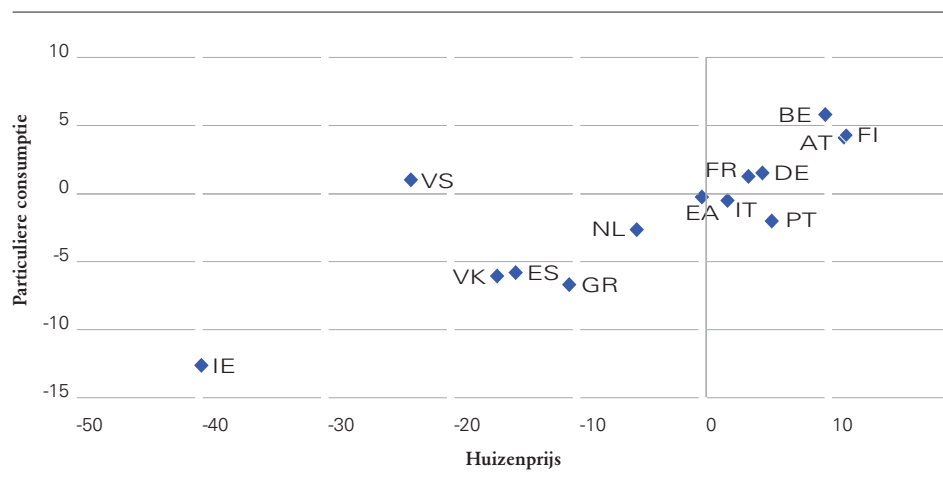
Toelichting: Maximale krimp is het laagste kwartaalniveau ten opzichte van het hoogste kwartaalniveau rond 2007/2008.

1 Italië en VK: 2011 K2.

Bron: Eurostat.

**Grafiek II Huizenprijscorrectie en consumptie in Westerse economieën**

Gecumuleerde procentuele mutatie 2008 K1 - 2011 K2 (2007 K4 = 100)



Toelichting: Huizenprijs: Italië 1e halfjaar 2011 t.o.v. 2e halfjaar 2007.

Particuliere consumptie: Griekenland 2011 K1 t.o.v. 2007 K4.

Bron: ECB en Eurostat.

De overheden in de Westerse landen, in het bijzonder in het eurogebied, ontkomen er niet aan om hun openbare financiën op orde te brengen. Recent zijn in diverse eurolanden nieuwe maatregelen genomen, in aanvulling op eerdere bezuinigingspakketten. Hoewel dergelijke maatregelen op korte termijn de economische groei remmen, zijn ze essentieel voor geloofwaardige en houdbare overheidsfinanciën.

**Langzamer en veel zwakker herstel is niet uitgesloten: een vingeroefening***Zwakke groei na financiële crisis*

Het is denkbaar dat het financiële herstelproces bij overheden en huishoudens meer tijd vergt en dat de bestedingen, inclusief de bedrijfsinvesteringen, sterker zullen worden afgeremd dan nu voorzien. Daardoor zou de economische groei in de Westerse landen langere tijd op een laag niveau kunnen blijven steken. Onderzoek van Reinhart en Rogoff toont aan dat de economische groei na een financiële crisis langer zwak blijft dan na een “gewone” recessie, zodat een langjarige stagnatie momenteel een risico vormt.<sup>1</sup> Het bijzondere aan de huidige financieel-economische situatie is dat zoveel landen tegelijk grote financiële verliezen hebben opgelopen, de onzekerheden zo lang aanhouden en overheden en centrale banken al vergaand hebben ingegrepen, waardoor de additionele beleidsruimte zeer beperkt is.

*Een stagnatiescenario ....*

Een scenarioanalyse laat de risico's voor de Nederlandse economie zien indien een internationaal herstel in 2013 uitblijft en de wereldeconomie nog enkele jaren langer zou stagneren dan nu in de raming ligt besloten. In dit scenario is verondersteld dat de particuliere consumptie in de jaren 2012-2015 geheel geen groei vertoont in de VS, Canada, Europa en Japan. Daarnaast is aangenomen dat de groei van de bedrijfs- en woninginvesteringen halveert ten opzichte van het basispad.<sup>2</sup> Door de grote afhankelijkheid van de ontwikkelde economieën zal de groei van de binnenlandse bestedingen in de opkomende economieën hierdoor ook terugvallen. Het scenario is 'beleidsarm' geformuleerd. Dit betekent dat eventueel noodzakelijke, aanvullende bezuinigingen niet zijn meegenomen en het monetaire beleid ongewijzigd is gelaten.

<sup>1</sup> Reinhart, Carmen M. en Kenneth Rogoff, 2009, *This Time is Different*, Princeton: Princeton University Press.

<sup>2</sup> Voor exporteurs blijft er voor een deel vraag naar hun producten vanuit het buitenland en zijn dus investeringen nodig. Dat geldt voor bedrijven in de Westerse wereld die op de opkomende economieën zijn georiënteerd. Voor bedrijven die zich op de binnenlandse markt richten, is er door de zwakke consumptieve vraag weinig noodzaak om te investeren. Niet gerapporteerde modelsimulaties met NiGEM ondersteunen de keuze voor een halvering van de investeringsgroei ten opzichte van het basispad onder deze omstandigheden.

**Tabel 2 Scenario: Effecten van een mogelijk langjarige groeistagnatie op de Nederlandse economie**

Procentuele afwijking ten opzichte van de basisraming, tenzij anders vermeld

	2012	2013	2014	2015
Relevante wereldhandel	-2,3	-6,5	-9,6	-11,9
Bruto binnenlands product	-0,5	-1,7	-2,9	-4,2
Invoerprijs	0,0	-1,0	-3,8	-8,3
Geharmoniseerde consumentenprijsindex	-0,1	-0,7	-1,9	-4,3
Werkloosheid (procentpunt beroepsbevolking)	0,0	0,5	1,3	2,1
EMU-saldo (procentpunt bbp)	-0,1	-0,6	-1,7	-3,2
EMU-schuld (procentpunt bbp)	0,4	2,0	5,2	10,5

Bron: DNB.

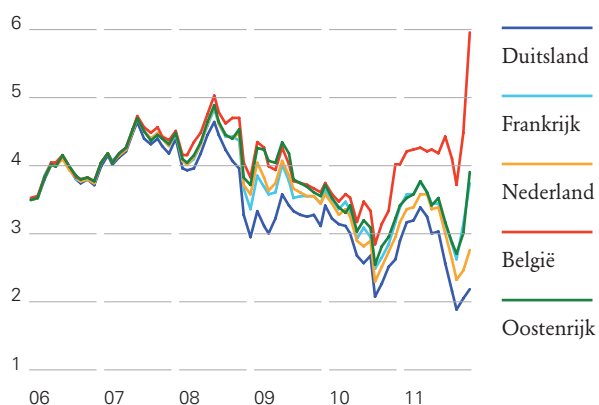
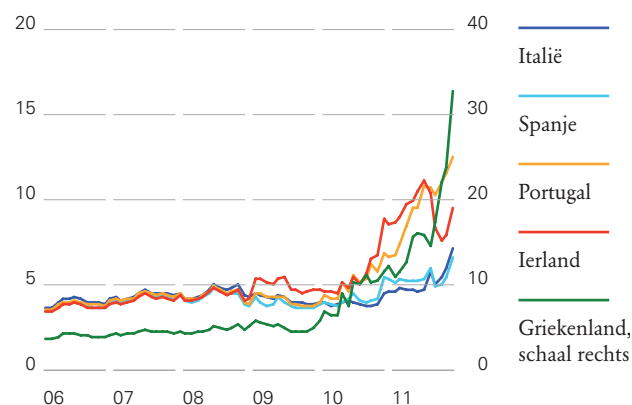
Gehandhaafd blijft de veronderstelling uit het basispad dat de Europese schulden-crisis uiteindelijk zonder grote schokken tot een oplossing komt.

De gevolgen voor de Nederlandse economie staan in Tabel 2 vermeld. Door de wereldwijde stagnatie ligt de voor Nederland relevante wereldhandel in dit scenario volgend jaar 2,3% onder het basispad, oplopend tot bijna 12% in 2015. Dit heeft allereerst een fors effect op de Nederlandse uitvoer. Voor Nederland is net als bij de andere landen aangenomen dat de consumptie niet groeit en de groei van de investeringen halveert. Het gevolg is dat het bbp in 2015 flink wordt aangetast en 4,2% onder het basispad uitkomt. De wereldwijd dalende vraag naar goederen en diensten heeft een drukkend effect op de importprijzen en daarmee op de inflatie. Door de zwakkere economische groei loopt de werkloosheid op. Daarnaast verslechteren de overheidsfinanciën aanzienlijk, wat in 2015 in een overheidsschuld resulteert die bijna 11 procentpunt bbp hoger ligt dan in het basispad.

*... veroorzaakt fors  
groei-verlies*

**Grafiek 12 Toenemende rentedivergentie in het eurogebied**

Procenten; maandultimo's

**Kernlanden****Perifere eurolanden**

Toelichting: Ultimo november 2011: 25 november.  
Bron: Thomson Financial.

## Europese schuldencrisis leidt tot aanvullende onzekerheid

### *Oplopende renteversillen*

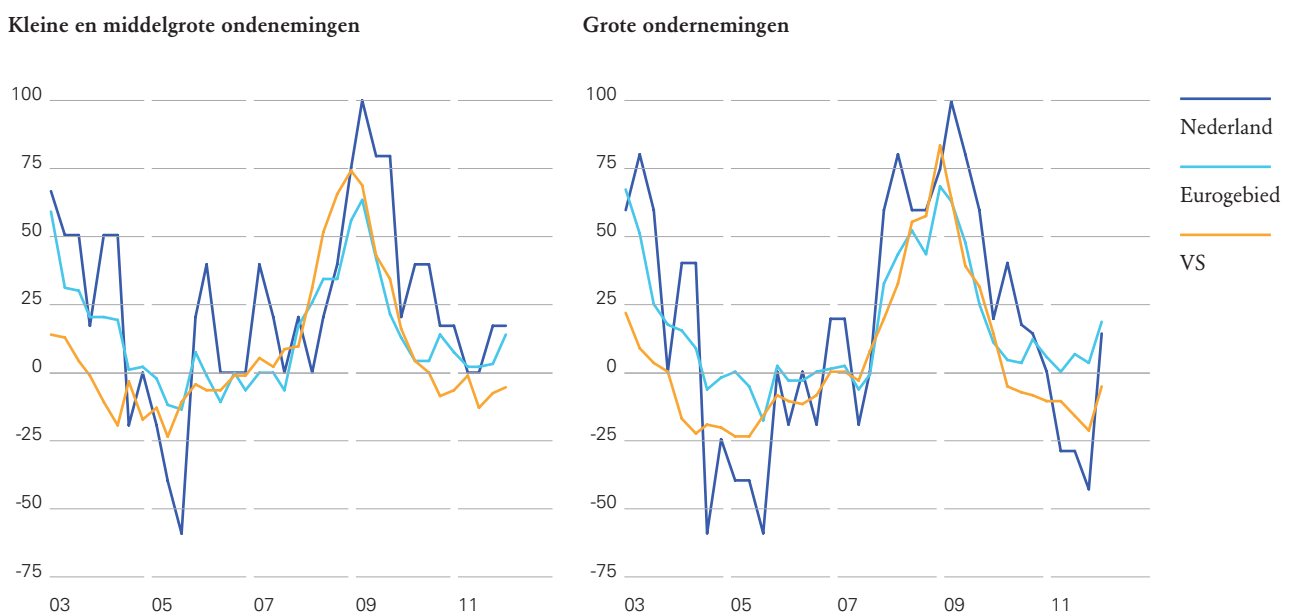
De heftige ontwikkelingen op de financiële markten getuigen van grote onzekerheid bij marktpartijen over de Europese schuldencrisis en de aanpak daarvan. Beleggers twijfelen aan de houdbaarheid van de overheidsfinanciën van diverse landen in het eurogebied. Daarnaast wordt getwijfeld aan de effectiviteit van gezamenlijk gedragen maatregelen op Europees niveau. Door de escalatie van de schuldencrisis is de rentedivergentie in het eurogebied enorm toegenomen, vooral sinds mei 2010 (Grafiek 12). Ierland en Griekenland waren de eerste landen die in ernstige financieringsproblemen kwamen door het vertrouwensverlies onder beleggers, daarna volgde Portugal. Deze landen krijgen financiële steun van de EU en het IMF, zodat zij de economie kunnen hervormen en de overheidsfinanciën op orde kunnen brengen. In de afgelopen maanden zijn ook Italië en Spanje in de vuurlinie komen te liggen. Nieuwe overheidsleningen vergen fors hogere rentevergoedingen, wat de budgettaire moeilijkheden vergroot. Opmerkelijk is ook de grotere rentespread van landen die tot de kern van het eurogebied worden gerekend, zoals Frankrijk, Oostenrijk en België.

### *Financieringsproblemen in bankwezen*

Behalve op de markten voor overheidsleningen, heeft de schuldencrisis ook een negatieve weerslag op andere financiële markten. De beurskoersen staan inmiddels ruim 25% lager dan in mei 2010, toen Griekenland het eerste steunpakket ontving. Een ander belangrijk besmettingskanaal van de schuldencrisis naar de reële economie verloopt via de financiering van het bankwezen. Beleggers vrezen dat banken verdere verliezen zullen lijden op overheidsobligaties. Daarom is het voor banken moeilijker en duurder geworden om financiering aan te trekken. Deze omslag in het bancaire financieringsklimaat verklaart voor een deel dat banken in het eurogebied de criteria voor leningen aan bedrijven verscherpen. Deze aanscherping is nog wel beperkter dan in september 2008 (Grafiek 13). Voor individuele landen of sectoren is het echter niet uit te sluiten dat bedrijven bij het financieren van hun investeringen last hebben van de strengere kredietvoorwaarden.

### Grafiek 13 Aanscherping kredietvoorwaarden door banken

Netto percentages (afgelopen kwartaal)



Toelichting: Veranderingen in acceptatiecriteria. Netto percentage is het aantal banken dat aangeeft te verscherpen minus het aantal banken dat versoepelt.  
Bron: ECB, DNB, Fed en Thomson Financial.

De geschetste penibele budgettaire situatie in sommige landen en de bancaire financieringsproblemen van banken hebben een negatieve invloed op de reële economie. Daarnaast is in alle eurolanden sprake van een sterke daling van het vertrouwen, zowel van consumenten als producenten. Die daling is het sterkste in Spanje, Griekenland, Ierland en Portugal, waar huishoudens in een moeilijke financiële positie verkeren. Maar ook in de kernlanden is het vertrouwen flink afgenomen sinds de escalatie van de schuldencrisis.

*Sterk gedaald vertrouwen*

### Mogelijke vertrouwensimpuls door een daadkrachtige crisisaanpak

De onzekerheid rond de schuldencrisis leidt in het gehele eurogebied tot een afwachtende houding van consumenten bij de aanschaf van duurzame goederen, van bedrijven bij grote investeringen en van banken bij de kredietverstrekking aan huishoudens en bedrijven. Tegelijkertijd zijn beleggers minder bereid om risico's te nemen, getuige de lagere aandelenkoersen, divergerende Europese rentevoeten en hogere financieringskosten van banken. Al deze factoren bij elkaar hebben een negatieve invloed op de ramingen.

*Negatieve invloed schuldencrisis*

In een scenarioanalyse kan worden beschouwd wat de gevolgen voor de economische vooruitzichten zijn als de negatieve 'schokken' rond de schuldencrisis teniet worden gedaan. Een dergelijk scenario, zou voorstelbaar zijn bij een daadkrachtige, snelle aanpak van de schuldencrisis. Meer specifiek is de aanname dat gedurende het eerste kwartaal van 2012 enkele positieve vertrouwensimpuls worden afgegeven, die gedurende de rest van het jaar in stand blijven. Deze impuls zijn zodanig van omvang dat ze de negatieve effecten samenhangend met de verslechtering van de schuldencrisis compenseren. Het consumentenvertrouwen herstelt in dit scenario in het eerste kwartaal, met als gevolg dat de consumptiegroei in de geïndustrialiseerde landen in het tweede en derde kwartaal een positieve stimulans van 0,25% krijgt. Door het vertrouwensherstel stijgen de aandelenkoersen met 20%, waardoor een groot deel van de eerdere daling weer wordt goedge maakt. Hierdoor komen bedrijven gemakkelijker aan aandelenkapitaal en kunnen de investeringen extra toenemen. Daarnaast zullen banken weer gemakkelijker krediet verstrekken. De eerdere divergentie van de rentevoeten wordt (voor een deel) ongedaan gemaakt, waardoor de lange rente in Nederland stijgt. Het teruggekeerde vertrouwen in de eurozone leidt tot een appreciatie van de euro met 5 dollarcent.

*Scenario met snelle crisisaanpak ...*

Tabel 3 geeft de kortetermijneffecten op de Nederlandse economie van het scenario met een versneld vertrouwensherstel. De particuliere consumptie en bedrijfsinvesteringen laten een duidelijke stijging zien ten opzichte van het centrale pad. Beide

*... geeft in 2012 groei-impuls*

### Tabel 3 Scenario: Vertrouwenseffecten van een snelle oplossing van de schuldencrisis op de Nederlandse economie

Procentuele afwijking ten opzichte van de basisraming, tenzij anders vermeld

	2012
Bruto binnenlands product	0,4
Particuliere consumptie	0,6
Bedrijfsinvesteringen	0,9
Uitvoer	0,9
Invoer	1,1
EMU-saldo (procentpunt bbp)	0,2
EMU-schuld (procentpunt bbp)	-0,4

Bron: DNB.

zijn er verantwoordelijk voor dat het bbp 0,4 % hoger uitvalt dan in de basisraming. Het overschot op de lopende rekening daalt, doordat de importen sneller stijgen dan de exporten. Dit wordt voor een groot deel gedreven door de appreciërende euro, die Nederlandse exporten duurder maakt. Door de hogere groei daalt het overheidstekort met 0,2% bbp en verbetert de schuldpositie met 0,4% bbp. Al met al onderstreept dit scenario hoe belangrijk een oplossing van de schulden crisis is om de Nederlandse groei naar een hoger niveau te tillen.

