

Juni 2015
Nummer 9

Economische Ontwikkelingen en Vooruitzichten

DeNederlandscheBank

EUROSYSTEEM

Economische Ontwikkelingen en Vooruitzichten

Juni 2015, nummer 9

© 2015 De Nederlandsche Bank N.V.

Oplage: 1600

Afsluitdatum: 3 juni 2015

Iedere openbaarmaking en vereenvoudiging 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

Internet: www.dnb.nl

Inhoud

Samenvatting	5
1 De Nederlandse economie in 2015-2017	6
Box 1 Het effect van de versoering van het Witteveenkader op pensioenpremies	15
2 Bestedingen en overheidsfinanciën nader belicht	18
3 Een alternatief scenario voor de Nederlandse economie	28

Samenvatting

Door het aantrekken van de binnenlandse bestedingen komt de Nederlandse economie in 2015 op stoom met een geraamde bbp-groei van 2%, de hoogste groei sinds 2008. In 2016 en 2017 bedraagt de economische groei gemiddeld 2% per jaar. Het contrast tussen de vooruitzichten voor 2015-2017 en de ontwikkelingen in de afgelopen zes jaar is groot. Diverse binnenlandse factoren die de groei tot nu toe belemmerden, zijn inmiddels in betekenis afgenomen dan wel omgeslagen in een groeibevorderende factor. Zo is het sentiment van consumenten en producenten sterk verbeterd, is de woningmarkt het dal gepasseerd, vergt het op orde brengen van de overheidsfinanciën minder offers, loopt de werkloosheid terug in plaats van op en neemt het reëel beschikbaar inkomen toe in plaats van af. Daarnaast wordt het groeiherstel ondersteund door een verbetering van de internationale omgeving, zoals het aantrekken van de groei van de relevante wereldhandel en de lagere olieprijs. Bovendien is de prijsconcurrentiepositie van exporteurs verbeterd door de depreciatie van de euro.

5

Voorzien wordt dat voor het eerst sinds het uitbreken van de kredietcrisis het bbp meerdere jaren achtereen harder groeit dan het potentiële groeitempo. Hierdoor neemt de *output gap* gestaag af, hoewel deze in het laatste ramingsjaar nog niet is gesloten. De geraamde inflatie loopt geleidelijk op, van 0,2% in 2015 tot 1,2% in 2016 en 1,4% in 2017. Dit komt onder andere door de kleiner wordende *output gap* en de hogere invoerprijzen. De werkloosheid daalt in een traag tempo, zodat de arbeidsmarkt voorlopig ruim blijft. Mede hierdoor blijven de contractlonen zich in de ramingsperiode gematigd ontwikkelen, met een groei van gemiddeld 1,6% per jaar.

Een alternatief scenario analyseert de gevolgen voor de Nederlandse economie van een sterkere divergentie tussen de Amerikaanse en Europese rentes. De consequenties van de zogenoemde *lift-off* van de Amerikaanse beleidsrente zijn beperkt, doordat de positieve en negatieve economische effecten elkaar grotendeels compenseren. Zo wordt de invloed van een afnemende wereldhandel gemitigeerd door het prijsconcurrentievoordeel als gevolg van een lagere effectieve eurokoers.

1 De Nederlandse economie in 2015-2017

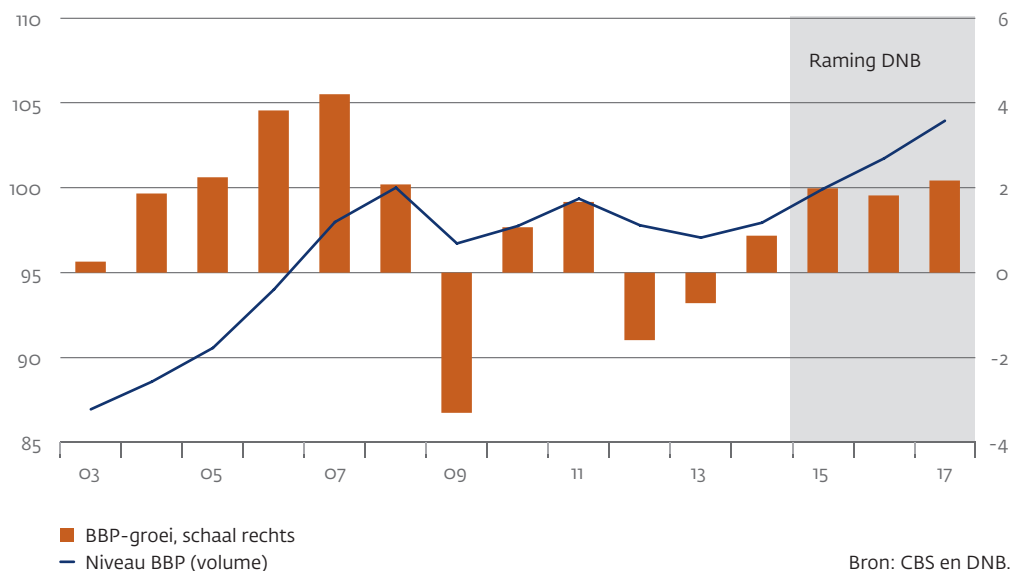
6

Economie komt op stoom

Na een periode van zeven magere jaren, waarin het reële bruto binnenlands product (bbp) per saldo niet groeide, komt de Nederlandse economie in 2015 op stoom. De economische groei versnelt met ruim een procentpunt; van 0,9% in 2014 naar 2,0% in 2015. Deze groeiversnelling komt vooral door het aantrekken van de binnenlandse bestedingen; in het bijzonder van de particuliere consumptie, de bedrijfsinvesteringen en de investeringen in woningen. Door tijdelijke, fiscale maatregelen is het aantrekken van de woninginvesteringen wat meer geprononceerd in de periode eind 2014 en begin 2015. Daardoor komt de bbp-groei in 2016 iets lager uit, op 1,8%. Onderliggend blijft de economische groei echter versnellen naar 2,2% in 2017, het hoogste groeicijfer in tien jaar (zie Grafiek 1). De depreciatie van de euro heeft de prijsconcurrentiepositie van exporterende bedrijven verbeterd, waar de Nederlandse economie van profiteert via de uitvoer van goederen en diensten.

Grafiek 1 Bruto binnenlands product

2008 = 100 en procentuele mutaties jaar op jaar



Kwartaalgroei trekt geleidelijk aan

Gemiddeld groeide het bbp in 2014 met ruim 0,3% per kwartaal, met een uitschieter van 0,8% in het vierde kwartaal. Dat hoge groeicijfer hing gedeeltelijk samen met het per 1 januari 2015 aflopen van de verruiming van de vrijstelling voor de schenkbelasting. Daardoor steeg het aantal woningtransacties spectaculair, wat eraan bijdroeg dat de investeringen in woningen in het laatste kwartaal 15,5% hoger waren dan in het voorafgaande kwartaal. Verwacht wordt dat de groei van het bbp in de ramingsperiode geleidelijk oploopt, van gemiddeld 0,4% per kwartaal in 2015, naar 0,5% in 2016 en 0,6% in 2017. In dit tempo komt het reële bbp aan het eind van 2015 voor het eerst weer boven het niveau van vlak voor de kredietcrisis.

Economische vooruitzichten gunstiger dan eerder voorzien ...

Vergeleken met de *Economische Ontwikkelingen en Vooruitzichten* van een half jaar geleden, komt de gecumuleerde bbp-groei in 2015-2016 naar verwachting ruim 1%-punt hoger uit. Vooral de groeiraming voor 2015 is opwaarts aangepast, met 0,8%-punt. Grofweg de helft daarvan komt voor rekening van de hogere dan voorziene bbp-groei in het vierde kwartaal van 2014. De andere helft kan worden toegeschreven aan een gunstigere inschatting van enkele belangrijke determinanten van de economische vooruitzichten. Zo zijn de lange rente, de wisselkoers en de olieprijs verlaagd met respectievelijk 0,4%-punt, ruim 10% (13 US dollarcent per euro) en 25% (bijna 22 dollar per vat UK Brent), terwijl de veronderstelde groei van de relevante wereldhandel met 0,5%-punt is verhoogd. Deze verbeterde internationale uitgangspunten hebben vooral gunstige effecten op de raming van de bedrijfsinvesteringen en de uitvoer.

... mede door uitbreiding van het aankoopprogramma van de ECB

Een groot deel van deze aanpassingen vloeit voort uit de op 22 januari 2015 door de ECB aangekondigde uitbreiding van het aankoopprogramma van het Eurosysteem. Hoe groot dat deel precies is, valt niet met zekerheid te bepalen, doordat niet bekend is hoe de internationale en nationale economie zich zou hebben ontwikkeld zonder deze zogenoemde kwantitatieve verruiming (hierna *Quantitative Easing*, QE). Over de belangrijkste kwalitatieve effecten van QE is meer bekend. Voor de open Nederlandse economie vormt de eurodepreciatie, die de prijsconcurrentiepositie van Nederlandse exporteurs ten goede komt, tezamen met de hogere economische groei in het eurogebied het dominante kanaal. Daarnaast stimuleert de lagere rente de kredietvraag van huishoudens en bedrijven, en daarmee de particuliere consumptie, de bedrijfsinvesteringen en de investeringen in woningen. Ook worden via dat kanaal de huizenprijs en het aantal woningtransacties gestimuleerd, wat eveneens een positief effect heeft op de particuliere consumptie en de woninginvesteringen. Bovendien is het aannemelijk dat QE tot hogere aandelenkoersen leidt, wat – via een hoger netto financieel gezinsvermogen

8

en een hoger consumentenvertrouwen – ook positief uitwerkt op de consumptiegroei. Daar staat tegenover dat het reëel beschikbaar inkomen zich minder gunstig zal ontwikkelen door de hogere inflatie en hogere pensioenpremies (in reactie op de lagere rente), wat de particuliere consumptie neerwaarts beïnvloedt. Per saldo is het verwachte effect positief; naar schatting heeft de aankondiging van QE de geraamde bbp-groei in 2015-2017 gemiddeld met 0,2%-punt per jaar verhoogd.

Economie groeit harder dan potentieel

De geraamde potentiële groei, dat wil zeggen de bbp-groei gecorrigeerd voor conjuncturele invloeden, is in 2015-2017 circa 1,25% per jaar. Sinds 2009 produceerde de Nederlandse economie onder zijn potentiële niveau, waardoor de *output gap* gestaag opliep tot -4,4% in 2014. In de raming ligt besloten dat voor het eerst sinds het begin van de kredietcrisis de economie met ingang van 2015 meerdere jaren achtereen harder groeit dan potentieel. Als gevolg hiervan halveert de output gap gedurende de ramingsperiode, tot -2,3% in 2017. Ook de komende twee jaar draait de economie gemiddeld genomen dus nog niet op volle toeren. Wel neemt de mate van onderbenutting van de potentiële beroepsbevolking en de kapitaalgoederenvoorraad gestaag af en daarmee ook de neerwaartse invloed van de conjunctuur op de inflatie en de loonontwikkeling.

Binnenlandse bestedingen vertonen krachtig herstel

Tabel 1 presenteert de kerngegevens van de economie voor 2014-2017.¹ De binnenlandse bestedingen ontwikkelen zich in de voorspeljaren aanzienlijk gunstiger dan in de afgelopen jaren. Dat geldt zeker voor de particuliere consumptie; de geraamde groei van gemiddeld ruim 2% per jaar in 2015-2017 contrasteert sterk met de krimp van gemiddeld bijna 0,8% per jaar in de periode 2009-2014. Bij de investeringen in woningen is dit contrast – gemiddelde groei van 8,4% per jaar in de ramingsjaren versus een gemiddelde krimp van 7,8% per jaar in de voorafgaande zes jaar – nog aanzienlijk groter. De bedrijfsinvesteringen vertonen met een gemiddelde groeiraming van 5,3% per jaar eveneens een krachtig herstel, waardoor de investeringsquote flink oploopt (zie Hoofdstuk 2). De omslag in het verloop van de binnenlandse bestedingen wordt ook zichtbaar in de bijdragen van de diverse bestedingscomponenten aan de groei van het bbp (zie Grafiek 2). In 2012 en 2013 hadden alle componenten van de binnenlandse bestedingen een negatief effect op de bbp-groei. In de ramingsjaren dragen naar verwachting de binnenlandse bestedingscategorieën per saldo positief bij aan de economische groei, maar blijft de uitvoer de belangrijkste bijdrage leveren.

¹ De aannames omtrent de ontwikkelingen van de relevante wereldhandel, wisselkoersen, internationale grondstoffenprijzen en rentes zijn vastgesteld door de ECB in overleg met deskundigen van de nationale centrale banken. De aannames zijn gebaseerd op informatie die op 19 mei 2015 beschikbaar was.

Tabel 1 Kerngegevens raming Nederlandse economie

Procentuele mutaties, tenzij anders vermeld

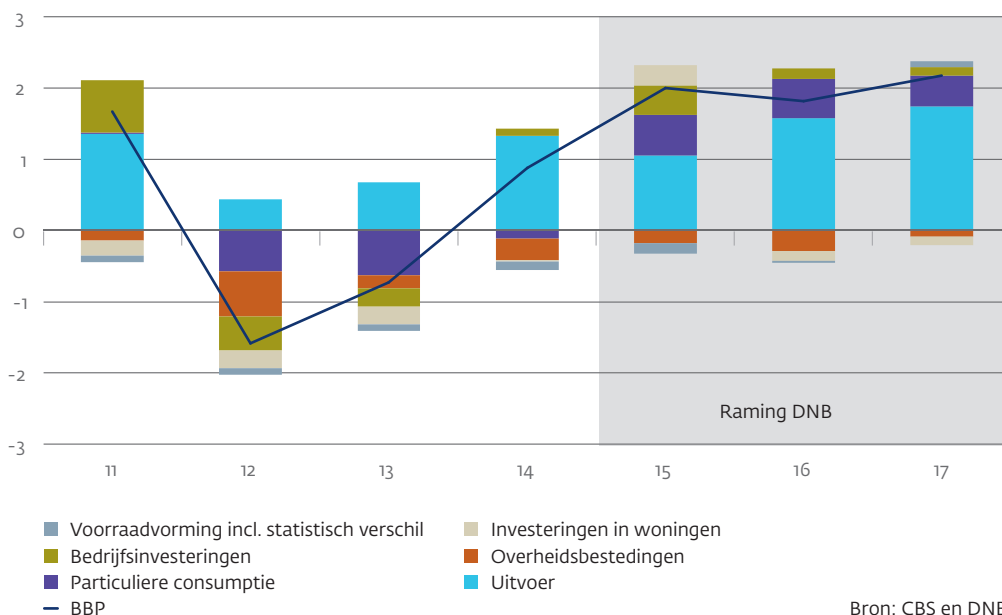
	2014*	2015	2016	2017
Volume bestedingen en productie				
Bruto binnenlands product	0,9	2,0	1,8	2,2
Particuliere consumptie	0,1	2,0	2,3	2,0
Overheidsbestedingen	0,0	-0,1	0,5	1,5
Bedrijfsinvesteringen	3,3	6,4	4,8	4,6
Woninginvesteringen	5,6	17,3	2,7	5,2
Uitvoer goederen en diensten	4,0	3,1	5,4	6,0
waarvan binnenslands geproduceerd	3,5	3,4	3,1	3,5
waarvan wederuitvoer	4,6	2,8	8,3	9,0
Invoer goederen en diensten	4,0	3,3	6,8	6,9
waarvan binnenslands verbruik	3,5	3,1	4,5	4,4
Lonen en prijzen				
Contractloon bedrijven	1,1	1,3	1,6	1,9
Loonsom per werknemer bedrijven	1,5	1,4	2,6	2,7
Arbeidskosten per eenheid product	0,3	0,3	1,0	0,9
Prijs binnenslands geproduceerde uitvoer	-1,5	-2,9	2,1	1,7
Geharmoniseerde consumentenprijsindex	0,3	0,2	1,2	1,4
Prijsindex bestaande koopwoningen	0,9	2,3	3,7	4,2
Arbeidsmarkt				
Werkgelegenheid (personen, groei)	-0,3	0,9	0,6	0,7
Arbeidsaanbod (personen, groei)	-0,1	0,5	0,4	0,5
Werkloosheid (personen x 1000)	660	628	618	605
Werkloosheid (% beroepsbevolking)	7,4	7,0	6,9	6,7
Collectieve sector				
EMU-saldo (% bbp)	-2,3	-1,6	-0,9	-0,6
EMU-schuld (% bbp)	68,8	68,9	67,2	64,9
Overig				
Lopende rekening (% bbp)	9,9	8,0	9,0	9,4
Internationale uitgangspunten				
Volume relevante wereldhandel	3,4	4,0	5,2	5,5
Volume bbpVS	2,4	2,6	3,1	2,7
Eurogebied	0,9	1,5	1,9	2,0
Opkomende economieën	4,5	3,9	4,8	4,9
Korte rente eurogebied (%)	0,2	0,0	0,0	0,2
Lange rente Nederland (%)	1,5	0,7	1,1	1,2
Eurokoers (USD)	1,33	1,12	1,12	1,12
Concurrentenprijs	-0,8	3,6	1,9	1,9
Olieprijs (UK Brent in USD per vat)	99,3	63,8	71,0	73,1
Grondstoffenprijzen exclusief energie (USD)	-6,2	-13,6	2,9	4,9

Bron: DNB en ECB.

* Jaarcijfers zijn berekend uit seizoenrijke kwartaalcijfers en kunnen daarom marginaal afwijken van de meest recente Nationale rekeningen.

Grafiek 2 Bronnen van bbp-groei

Procentuele mutaties en bijdragen in procentpunten



Toelichting: Netto bijdragen aan bbp-groei, waarbij de finale en gecumuleerde intermediaire invoer in mindering zijn gebracht op de bijbehorende afzetcategorieën.

Kredietverlening aan huishoudens en bedrijven neemt weer toe

De positieve ontwikkeling van de binnenlandse bestedingen komt ook tot uiting in het aantrekken van de kredietverlening. Onder invloed van het herstel op de woningmarkt neemt de hypotheekschuld in de periode 2015-2017 toe met gemiddeld 3,2% per jaar, na een afname in de afgelopen twee jaar (gecorrigeerd voor securitisaties). De hypotheekschuld in procenten van het bbp groeit niet verder, maar stabiliseert op ruim 97%. Bij niet-financiële bedrijven trekt de geraamde kredietverlening snel aan, in lijn met de opleving van de bedrijfsinvesteringen. Na een krimp van 4,9% vorig jaar, herstelt de zakelijke kredietverlening en loopt de groei naar verwachting op van 0,7% in 2015 tot 6,7% in 2017 (gecorrigeerd voor securitisaties).

In de raming kunnen banken met hun kredietaanbod voldoen aan de vraag naar krediet bij bedrijven en huishoudens. Over de periode 2014-2018 groeit de totale kredietverlening in de raming met ongeveer 2,3% per jaar, veronderstellend dat de geraamde kredietgroei van 2017 zich voortzet in 2018. Deze kredietgroei valt binnen het basisscenario voor het potentiële aanbod van krediet, zoals dat vorig jaar is opgesteld in *Kredietverlening en bancaire kapitaal* (DNB Occasional Studies Nr. 3). Daarin groeit het potentiële kredietaanbod in de periode 2014-2018 met 3,1% per jaar. Naarmate banken onverhoopt minder voortgang boeken bij

het versterken van hun kapitaalposities of moeilijker financiering kunnen aantrekken via de kapitaalmarkt, kan het potentiële kredietaanbod op enig moment een belemmering vormen voor de vraag naar krediet.

Internationale economie vertoont opgaande lijn

Het economische herstel in de eurozone begint meer momentum te krijgen, geholpen door de lage olieprijs en de gedeprecieerde euro. Ook de structurele hervormingen die een aantal landen de afgelopen jaren hebben doorgevoerd, beginnen hun vruchten af te werpen. De aantrekkende Europese groei wordt in toenemende mate gedreven door een stijging van de particuliere consumptie. Ondanks het relatief slechte eerste kwartaal van 2015, groeit de Amerikaanse economie in de periode 2015-2017 naar verwachting robuust, met gemiddeld 2,8% per jaar. Daarbij tonen de arbeidsmarkt en de huizenmarkt duidelijke tekenen van herstel. De economische vooruitzichten voor de opkomende economieën zijn divers. Waar India en China naar verwachting substantieel zullen blijven groeien, zijn de vooruitzichten voor Rusland en Brazilië minder gunstig. De voorziene economische teruggang in Rusland is grotendeels toe te schrijven aan de dalende olieprijs en de conflictsituatie in Oekraïne. Per saldo resulteert in 2015 een groei van de – voor Nederland relevante – wereldhandel van bijna 4,0%, die daarna geleidelijk oploopt tot 5,5% in 2017. Afgezet tegen de langjarige groei van de relevante wereldhandel van 5% per jaar, ontwikkelt de internationale economie zich in de jaren 2015 t/m 2017 gemiddeld.

De mondiale economische vooruitzichten zijn omgeven met diverse onzekerheden. Voorbeelden hiervan zijn het oplaaieren van de spanningen in Oekraïne en het Midden-Oosten en het oplopen van de financiële stress in het eurogebied in verband met de politieke ontwikkelingen in Griekenland. Daarnaast zijn er onzekerheden rond de doorwerking van het QE-programma van de ECB op de reële economie en de inflatie in het eurogebied en rond het verdere monetaire beleid in de VS. Hoofdstuk 3 bevat hierover een verkennend scenario.

Heftige schommelingen in olieprijs en wisselkoers

In de tweede helft van 2014 daalde de olieprijs met bijna 60% (van top tot dal), naar 47 US-dollar per vat (VK Brent). Dit heeft wereldwijd de inflatie sterk verlaagd. In de eerste maanden van 2015 volgde enig herstel. Op basis van marktverwachtingen wordt aangenomen dat de olieprijs in de ramingsperiode geleidelijk verder oploopt. Daarmee komt het gemiddelde in 2015 uit op bijna 64 dollar per vat; nog steeds ruim 35% lager dan gemiddeld in 2014. Ook de effectieve wisselkoers van de euro, waarvan het verloop in belangrijke mate samenhangt met het verloop van de euro-dollarkoers, vertoonde het afgelopen jaar veel dynamiek. Moest begin mei 2014 nog bijna 1,40 dollar voor een euro worden betaald, ruim tien maanden later was dat minder dan 1,05 dollar. De prijsconcurrentiepositie van exporteurs in het eurogebied

is hierdoor flink verbeterd. Rond de aankondiging van QE kwam de eurodepreciatie in een stroomversnelling, waarna vanaf medio april 2015 enig herstel intrad. In de raming is gerekend met een gelijkblijvende eurokoers van 1,12 dollar vanaf medio mei 2015.

Arbeidsmarkt aan de beterende hand ...

De Nederlandse arbeidsmarkt is het dieptepunt gepasseerd en vertoont sinds medio vorig jaar een gematigd herstel. Vanaf het tweede kwartaal van 2014 neemt het aantal werkzame personen toe, maar de verschillen per sector zijn aanzienlijk. Vooral in de zakelijke dienstverlening, waartoe ook de uitzendbranche behoort, is sindsdien de werkgelegenheid flink gestegen. In sectoren zoals de industrie en de bouwnijverheid is het aantal werkzame personen gestabiliseerd, na ruim vijf jaar te zijn gedaald. In geheel 2014 waren er 6,6% meer uitzenduren dan het jaar ervoor, wat niet alleen op herstel maar ook op voortgaande flexibilisering van de arbeidsmarkt duidt. Dat de arbeidsmarkt aan de beterende hand is, valt ook af te lezen aan de daling van het aantal ontslagaanvragen en de toename van het aantal vacatures.

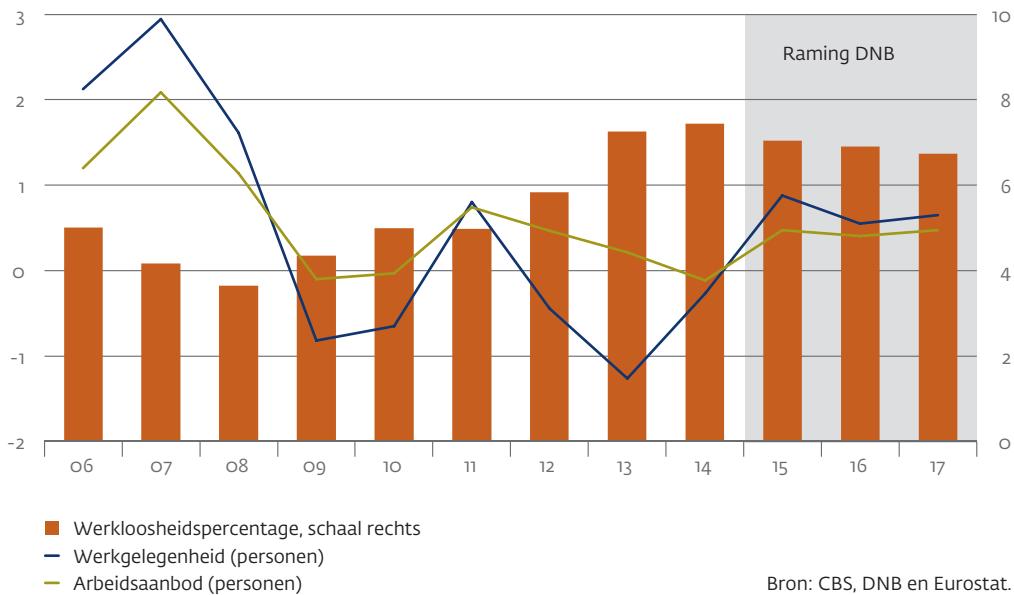
... maar werkloosheid blijft voorlopig hoog

Afgezet tegen het krachtige economische herstel blijft de daling van de werkloosheid gematigd. Nadat het werkloosheidspercentage in het eerste kwartaal van 2014 piekte op 7,8%, zette een geleidelijke daling in tot 7,1% in het eerste kwartaal van 2015. Onder jongeren (15 tot 25 jaar) daalde het werkloosheidspercentage ruim drie keer sneller dan gemiddeld, maar is de werkloosheid nog altijd relatief hoog. Naar verwachting blijft de werkloosheid in 2015 rond 7% schommelen, om daarna mondjesmaat verder te dalen, tot gemiddeld 6,7% in 2017 (zie Grafiek 3).

Daarmee daalt de werkloosheid in de jaren na de piek van begin 2014 in een veel trager tempo dan dat zij steeg in de jaren ervoor. Een van de oorzaken hiervan is dat het arbeidsaanbod in de ramingsperiode wat sterker groeit dan in de voorafgaande jaren, toen toetreding tot de arbeidsmarkt in grotere mate werd ontmoedigd door de verminderde kans op het vinden van een geschikte baan. Daarnaast wordt de behoefte aan extra personeel in bedrijven gedrukt doordat werknemers, afgezien van conjuncturele schommelingen, steeds productiever worden. Ten slotte speelt mee dat de scherpe daling van de werkgelegenheid bij de overheid in de periode dat de werkloosheid opliep niet gevolgd wordt door een even grote stijging in de jaren daarna. Verwacht wordt dat het aantal bij de overheid werkzame personen in de periode 2015-2017 nagenoeg stabiliseert. Al met al blijft over het geheel genomen de arbeidsmarkt voorlopig ruim, ook al doen zich op bepaalde segmenten, zoals onder technisch geschoold personeel en ICT-specialisten, al enige tijd spanningen voor.

Grafiek 3 Vraag en aanbod arbeidsmarkt

Procentuele mutaties jaar op jaar en procenten beroepsbevolking



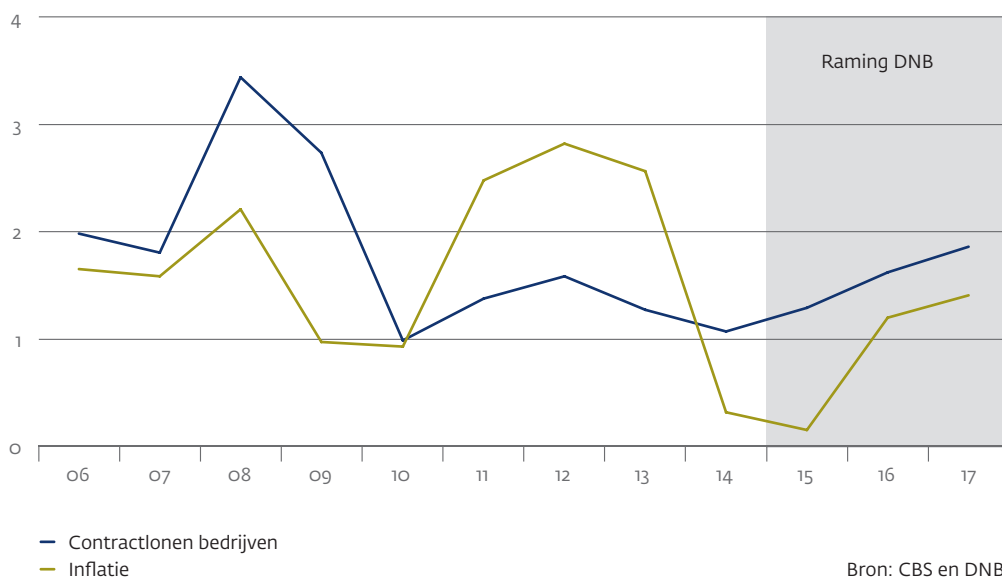
Gematigde loonontwikkeling

De afgelopen twintig kwartalen vertoonde de contractloonstijging in bedrijven een stabiele ontwikkeling, schommelend tussen 0,9% en 1,7%. Dit is opmerkelijk, omdat in dezelfde periode de inflatie juist substantiële verschillen liet zien, variërend van 3,4% tot -0,7% (zie Grafiek 4). Logischerwijs vertoonde ook de reële contractloonontwikkeling grote uitslagen, wat het verloop van de koopkracht van huishoudens en daarmee het consumptievolume sterk beïnvloedde. Vanaf begin 2014 stijgen de contractlonen in bedrijven harder dan de inflatie en loopt de reële loonstijging gestaag op.

In het eerste kwartaal van 2015 bereikte de inflatie een dieptepunt en namen de reële contractlonen met 1,7% toe, de grootste stijging in ruim vijf jaar. Verwacht wordt dat de contractlonen in bedrijven zich onder invloed van vooral de ruim blijvende arbeidsmarkt gematigd blijven ontwikkelen. Wel leiden de toenemende arbeidsproductiviteitsgroei, het herstel van de arbeidsmarkt en de oplopende inflatie ertoe dat de contractlonen in bedrijven in 2016 (1,6%) en 2017 (1,9%) iets sterker stijgen dan in de voorafgaande zes jaar.

Grafiek 4 Contractlonen en inflatie

Procentuele mutaties jaar op jaar

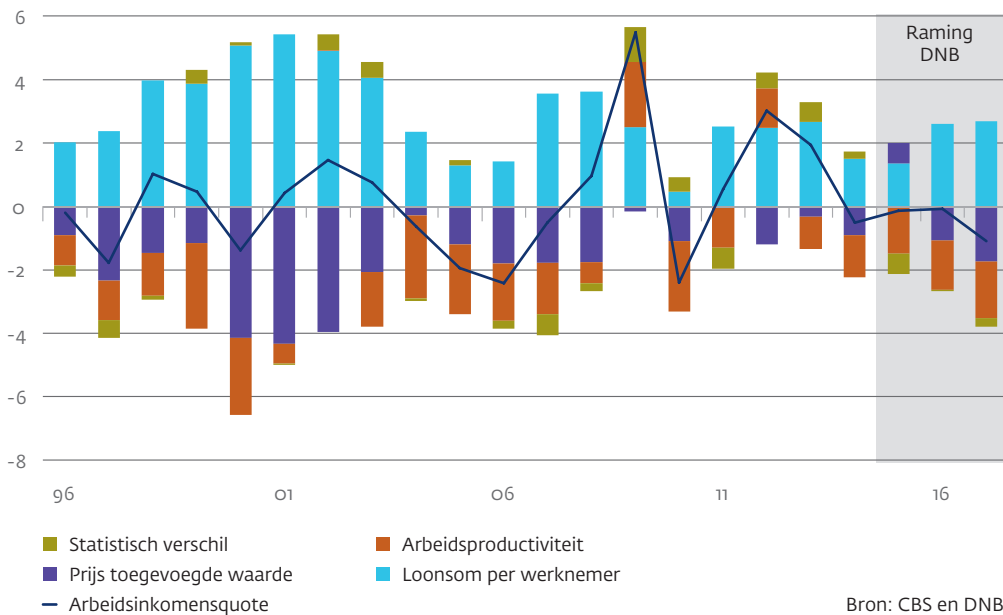


Arbeidsinkomensquote neemt geleidelijk af

Voor de arbeidskosten van werkgevers zijn naast de contractlonen ook de incidentele lonen en de door hen te betalen sociale lasten van belang. In 2015 stijgen de arbeidskosten per werknemer, oftewel de loonvoet, in bedrijven vrijwel even sterk als het contractloon. Het opwaartse effect van de hogere incidentele lonen wordt vrijwel volledig gecompenseerd door de daling van de sociale werkgeverslasten. Deze daling vloeit vooral voort uit de versobering van de fiscale aftrekbaarheid van pensioenpremies, het zogenoemde Witteveen-kader. Box 1 gaat nader in op de effecten van de versobering van het Witteveen-kader op de pensioenpremies. In 2016 en 2017 nemen de pensioenpremies en daarmee de sociale werkgeverslasten – mede door de lagere rente – juist toe. Dat is de voornaamste reden dat de loonvoetstijging bijna verdubbelt, van krap 1,4% in 2015 tot gemiddeld ruim 2,6% per jaar in 2016 en 2017. In Grafiek 5 wordt de loonvoetstijging in bedrijven verminderd met de ontwikkeling van de productieprijzen en de arbeidsproductiviteit, wat resulteert in de verandering van de arbeidsinkomensquote. Sinds het begin van de kredietcrisis is de arbeidsinkomensquote in bedrijven met 6,5%-punt opgelopen tot 80,5% in 2013, de hoogste waarde sinds 1980. Doordat in 2014 en naar verwachting in de periode 2015-2017 de productiviteitsgroei zich niet volledig vertaalt in hogere lonen, neemt de arbeidsinkomensquote geleidelijk af, tot 79% in 2017.

Grafiek 5 Arbeidsinkomensquote bedrijven

Procentuele mutaties en bijdragen in procentpunten



Box 1 Het effect van de versoering van het Witteveen kader op pensioenpremies

Onder de zogenoemde omkeerregel zijn de pensioenpremies in Nederland fiscaal aftrekbaar, terwijl de pensioenuitkeringen belast zijn. De overheid stelt een maximum aan de aftrek van pensioenpremies via het Witteveen kader. Dit Witteveen kader is versoerd door het maximale opbouwpercentage te verlagen van 2,25 per jaar in 2013 naar 2,15 in 2014 en 1,875 in 2015. Dit percentage geldt voor middelloonregelingen. Daarnaast is in 2014 de pensioenrichtleeftijd verhoogd van 65 naar 67 jaar en kan per 2015 over inkomens boven EUR 100.000 niet langer fiscaal vriendelijk pensioen worden opgebouwd.

In 2013 stelde DNB dat deze versoeringen een unieke kans boden om gelijktijdig de overheidsfinanciën en het besteedbaar inkomen te verbeteren, zonder daarbij de prijsconcurrentiepositie te verslechteren. De economische impuls zou verder kunnen worden vergroot door de vrijvallende premie volledig door te sluisen naar de werknemers, vanuit de gedachte dat zowel het werkgeversdeel als het werknemersdeel van pensioenpremies uitgesteld loon vormen.

Nu de premies voor 2015 zijn vastgesteld, rijst de vraag hoe deze maatregelen hebben uitgewerkt op de premie. Dit is niet eenvoudig te bepalen aangezien vele factoren de jaarlijkse mutatie van de premie beïnvloeden. Naast de versobering van het Witteveenkader zijn dat bijvoorbeeld veranderingen in het deelnemersbestand en de rente, wijzigingen in herstellpremies en verbeteringen of versoberingen van pensioenregelingen. DNB heeft daarom een uitvraag onder pensioenfondsen gedaan om inzicht te krijgen in het effect van de versobering van het Witteveenkader op de pensioenpremie in 2015. Het onderzoek biedt geen inzicht in hoeverre de loonruimte die is ontstaan door de versobering van het Witteveenkader zich heeft vertaald in lagere werknemerspremies, hogere loongroei, verbetering van secundaire arbeidsvoorwaarden en een daling van de arbeidskosten.

Uit het onderzoek blijkt dat de versobering van het Witteveenkader ervoor zorgt dat er in 2015 circa EUR 2,4 mld minder premie-inkomsten nodig zijn. Deze premievrijval wordt ten dele gebruikt voor verbetering van de pensioenregelingen (ongeveer EUR 0,7 mld).¹ Ook het aflopen van herstellpremies heeft een drukkend effect op de premies. Daarnaast is er een opwaarts effect op de premies door de daling van de rente en de voortgaande vergrijzing. De onderzochte pensioenfondsen hebben in 2015 per saldo de premies met EUR 1,9 mld verlaagd.

De versobering van het Witteveenkader heeft ook in 2014 de premie neerwaarts beïnvloed. Een kwantitatieve inschatting is lastig te maken, omdat de daarvoor benodigde gegevens ontbreken. Het is echter aannemelijk dat deze van dezelfde orde van grootte was als in 2015, gezien het feit dat in 2014 voor alle pensioenfondsen tezamen de premies met ongeveer EUR 3,0 mld zijn gedaald, waarvan ongeveer EUR 0,6 mld toe te schrijven is aan vervallende herstellpremies.²

1 Op basis van een uitvraag onder 158 pensioenfondsen die 93% van het premievolume voor hun rekening nemen.

2 In 2015 is de premiedaling voor alle pensioenfondsen tezamen EUR 2,1 mld, waarvan EUR 0,9 mld vanwege aflopende herstellpremies.

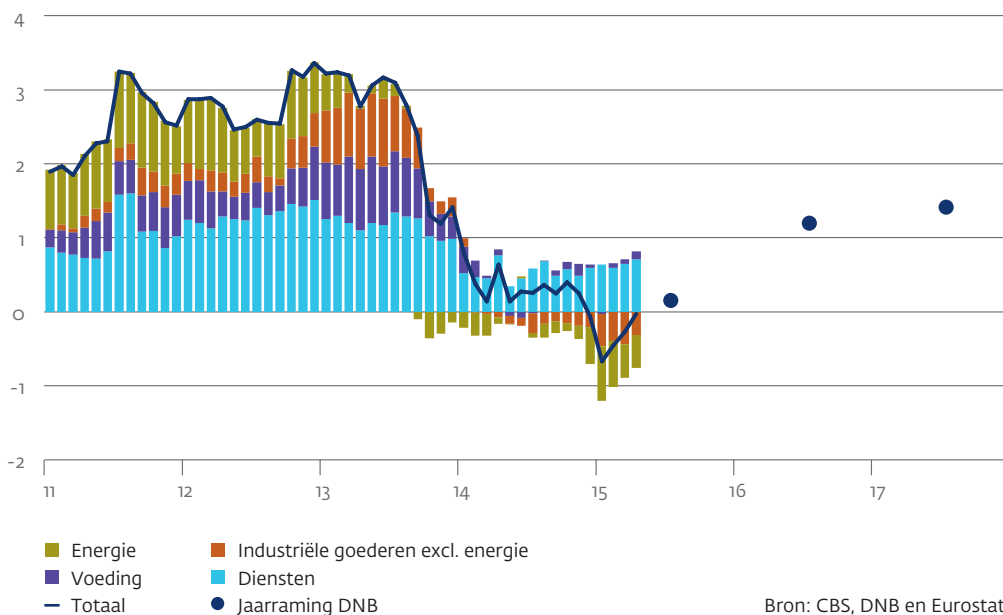
Inflatie loopt op, maar blijft voorlopig laag

In 2014 is de inflatie (HICP) uitgekomen op 0,3%; het laagste jaarcijfer sinds de introductie van de HICP-maatstaf in 1997.² Door de wereldwijde prijsdaling van voedingsmiddelen en energie, het wegvallen van het prijsverhogende effect van belastingmaatregelen en het uitblijvende economische herstel kwam de inflatie begin 2014 in een duikvlucht richting de 0% terecht.

2 De inflatie volgens de consumentenprijsindex (CPI) ligt sinds begin 2014 beduidend hoger dan de HICP. Dit wordt vooral veroorzaakt doordat de HICP geen en de CPI wel rekening houdt met de kosten van de eigen woning, die de laatste tijd relatief sterk zijn toegenomen. In de CPI wordt voor eigen-woningbezitters een huurbedrag toegerekend dat overeenkomt met de huur die de consument zou moeten betalen als hij de woning huurde.

Grafiek 6 Inflatie (HICP)

Procentuele mutaties en bijdragen in procentpunten



Hoewel de inflatie daar enige maanden net boven bleef, nam ze uiteindelijk – hand in hand met de olieprijs – eind 2014 nog verder af en daalde tot -0,7% in januari 2015. In de daaropvolgende maanden liep de inflatie geleidelijk op om in april 2015 weer op 0% uit te komen (zie Grafiek 6).

Prijzdalingen zijn op zichzelf niet uitzonderlijk en eerder regel dan uitzondering bij sommige delen van het consumptiepakket, zoals computers en televisies. Wel opmerkelijk was dat in 2014 en begin 2015 de prijsdalingen zich over zo'n breed front van producten voordeden. In 2014 waren het vrijwel alleen de diensten die gedurende het gehele jaar positief bijdroegen aan de inflatie, zij het historisch gezien wel in bescheiden mate. De inflatie is al geruime tijd in de gehele eurozone lager dan de ECB-doelstelling van net onder 2%, terwijl ook de inflatieverwachtingen zijn afgenomen. Om de feitelijke (en verwachte) inflatie dichterbij de 2% te brengen, heeft de ECB eind januari het QE-programma gelanceerd. Hierdoor zijn sinds medio februari 2015 de inflatieverwachtingen toegenomen en is de euro gedeprimeerd. Een direct effect van de depreciatie is een prijsstijging van invoerproducten, met name van buiten het eurogebied. Met enige vertraging zal dit *ceteris paribus* tot hogere consumptieprijzen leiden. Naar schatting heeft QE via dit kanaal een opwaarts effect op de HICP-inflatie van 0,1% à 0,2%-punt in alle drie de ramingsjaren. Eind 2015 zal daarnaast het neerwaartse effect op de inflatie van de forse olieprijsdaling aan het eind van 2014 verdwijnen. Als gevolg van deze ontwikkelingen en ondersteund door de kleiner wordende *output gap*, loopt de geraamde inflatie geleidelijk op, van 0,2% in 2015 tot 1,2% in 2016 en 1,4% in 2017.

2 Bestedingen en overheidsfinanciën nader belicht

18

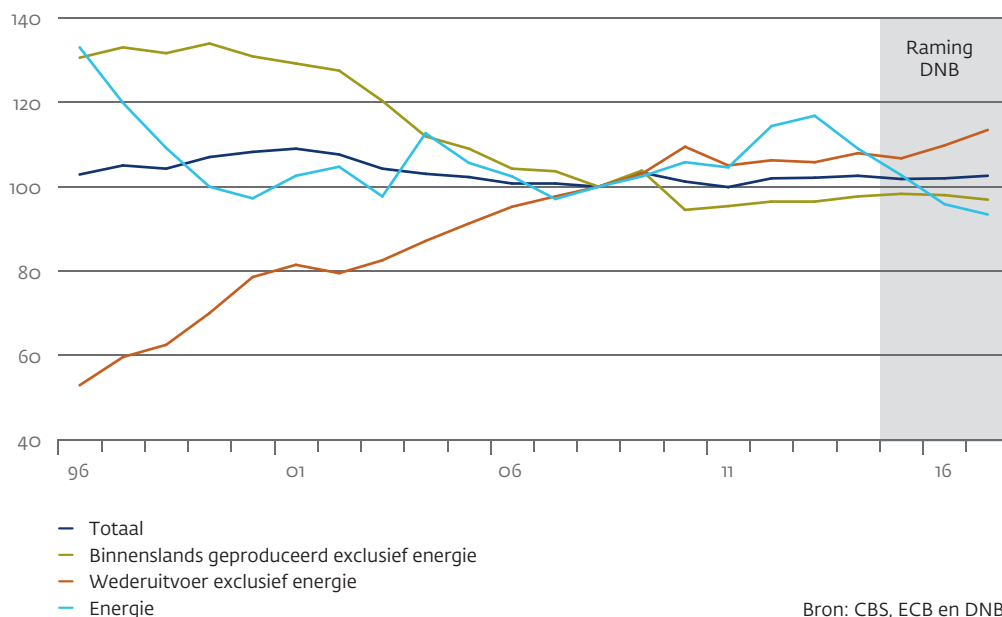
Uitvoer profiteert van internationaal herstel en goedkopere euro

In de ramingsperiode groeit het volume van de uitvoer in totaal met ruim 15%; evenveel als de groei van de relevante wereldhandel in die periode. Ook in de afgelopen twee decennia heeft het Nederlandse marktaandeel zich tamelijk stabiel ontwikkeld (zie Grafiek 7). Achter dit stabiele verloop gaan echter sterk uiteenlopende ontwikkelingen schuil van de drie belangrijke uitvoercomponenten, te weten de binnenslands geproduceerde uitvoer, de wederuitvoer en de uitvoer van energie.

Sinds 2012 loopt het groeitempo van de wereldmarkt voor Nederlandse producten ieder jaar wat op. Tot en met 2015 blijft de groei van deze relevante wereldhandel achter bij het langjarige gemiddelde van 5% per jaar. In 2016 en 2017 groeit de wereldmarkt naar verwachting iets sterker, met respectievelijk 5,2% en 5,5%. De binnenslands geproduceerde uitvoer (exclusief energie) profiteert van deze aantrekkende wereldhandel (zie Tabel 2). In 2015 groeit de 'made in Holland'-uitvoer zelfs iets sterker dan de relevante wereldhandel, wat veroorzaakt wordt door de verbeterde prijsconcurrentiepositie. De depreciatie van de euro speelt hierbij een hoofdrol. Terwijl de prijs van de binnenslands geproduceerde uitvoer (exclusief energie) in 2015 met 1% stijgt, neemt die van buitenlandse concurrenten (in euro's gemeten) met 3,6% toe.

Grafiek 7 Marktaandeel uitvoer goederen en diensten

2008 = 100; volume



Toelichting: Index is desbetreffende categorie gedeeld door de relevante wereldhandel.

Tabel 2 Uitvoer Nederland en concurrentiepositie

Procentuele mutaties, tenzij anders vermeld

	2014	2015	2016	2017
Volume				
Relevante wereldhandel (1)	3,4	4,0	5,2	5,5
Uitvoer goederen en diensten (2)	4,0	3,1	5,4	6,0
waarvan binnenslands geproduceerd	3,5	3,4	3,1	3,5
waarvan wederuitvoer	4,6	2,8	8,3	9,0
Uitvoer goederen en diensten excl. energie	5,1	3,8	6,3	6,4
waarvan binnenslands geproduceerd (3)	4,7	4,6	4,9	4,4
waarvan wederuitvoer	5,6	2,8	8,3	9,0
Prijs				
Concurrentenprijs (4)	-0,8	3,6	1,9	1,9
Uitvoer goederen en diensten	-1,7	-1,6	3,3	1,5
waarvan binnenslands geproduceerd				
exclusief energie (5)	0,3	1,0	1,2	1,7
Concurrentiepositie				
Prijsconcurrentie (4-5)	-1,2	2,6	0,6	0,2
Handelsprestatie (2-1)	0,6	-0,8	0,2	0,5
Marktprestatie (3-1)	1,2	0,6	-0,3	-1,0

Bron: DNB en ECB.

Doordat het enige tijd duurt voordat relatieve prijsveranderingen volledig zijn doorgewerkt, ondervindt de binnenslands geproduceerde uitvoer hiervan ook in 2016 en 2017 nog positieve gevolgen, zij het in mindere mate dan in 2015. In 2016 en 2017 kan de verbeterde concurrentiepositie niet voorkomen dat het marktaandeel van binnenslands geproduceerde goederen krimpt. Deze krimp hangt sterk samen met de voortschrijdende globalisering.

De wederuitvoer (exclusief energie) profiteert juist van de voortgaande globalisering. In lijn met de oplevende internationale economische ontwikkeling trekt de groei van de wederuitvoer stevig aan. In de ramingsperiode groeit de wederuitvoer (exclusief energie) met gemiddeld 6,7% per jaar, waardoor de historische trend van een groeiend aandeel in de relevante wereldhandel voortzet (zie Grafiek 7). De uitvoer van energie kent zijn eigen dynamiek. Mede onder invloed van het productieplafond in de aardgaswinning neemt het uitvoervolume van energie in de periode 2014-2016 af. In 2014 nam de buitenlandse vraag naar aardgas ook af door de zachte weersomstandigheden. In de zes voorafgaande jaren nam de uitvoer van energie nog met gemiddeld 3,3% per jaar toe. Verwacht wordt dat de energie-uitvoer in 2017 wel weer stijgt, maar minder dan de relevante wereldhandel.

Saldo op lopende rekening neemt toe na terugval ultimo 2014

Sinds de kredietcrisis is het saldo op lopende rekening van de betalingsbalans (in procenten van het bbp) meer dan verdubbeld, van 4,5% in 2008 tot 9,9% in 2014. Naast een sterke stijging van het inkomenssaldo, kwam dat door de achterblijvende binnenlandse bestedingen, die de invoergroei afremden. In het laatste kwartaal van 2014 daalde het overschot op de lopende rekening tot 7,5% van het bbp. Deze daling kwam volledig op het conto van het primaire-inkomenssaldo, dat voor het eerst sinds 2009 negatief was. De forse winstdaling bij Shell, gedreven door de lagere olieprijs, vormt hiervan de voornaamste oorzaak. Door het aantrekken van de binnenlandse bestedingen zal het overschot op de handelsbalans, na de piek in het eerste kwartaal van 2015, in lichte mate teruglopen. Het primaire-inkomenssaldo loopt in de raming geleidelijk op. Hierdoor groeit het saldo op de lopende rekening (in % bbp), maar het blijft in 2017 nog wel iets lager dan het hoge niveau van 2014.

Particuliere consumptie in de lift

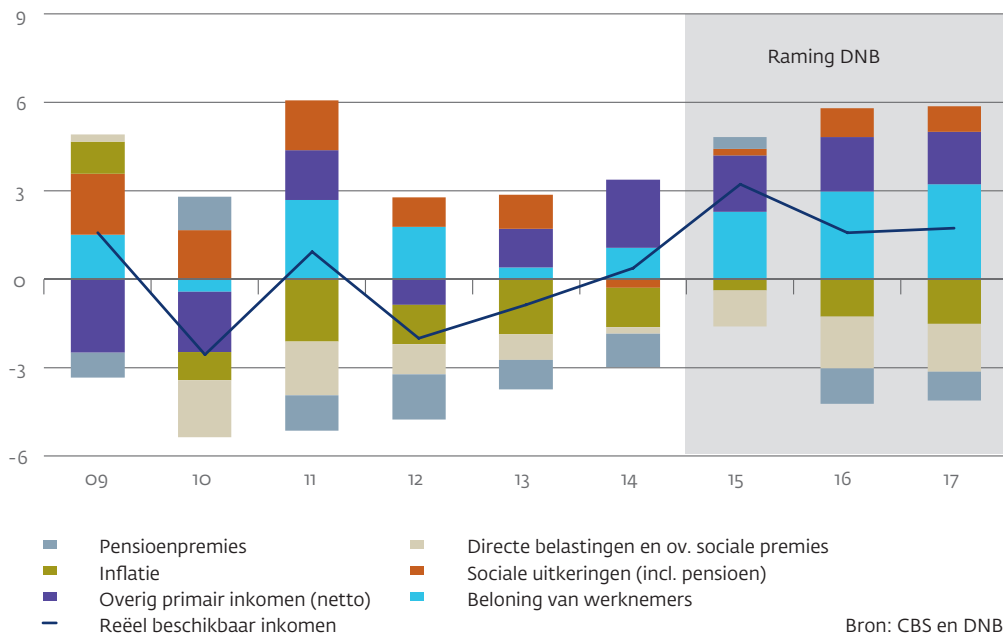
Vooraf door het sterk verbeterde consumentenvertrouwen en het herstel van de woningmarkt, kwam vorig jaar een einde aan een periode van vijf jaar waarin de particuliere consumptie gemiddeld met bijna 1% per jaar afnam. Na een minieme groei van 0,1% in 2014, neemt in 2015 de particuliere consumptie voor het eerst sinds het begin van de kredietcrisis substantieel toe, met 2%. Deze groeiversnelling ten opzichte van vorig jaar komt voornamelijk door de gunstige ontwikkeling van het reëel beschikbaar inkomen. Daarnaast is de consumptiebereidheid toegenomen doordat sinds begin 2014 de werkloosheid geleidelijk daalt, wat de onzekerheid onder huishoudens vermindert. Ook in 2016 en 2017 neemt de consumptie naar verwachting met zo'n 2% per jaar toe. Dan zal de consumptiegroei in nog grotere mate dan in 2015 worden gedragen door de stijging van het reëel beschikbaar inkomen. De positieve effecten op de consumptieve bestedingen van het toegenomen consumentenvertrouwen en de afgenomen arbeidsmarktonzekerheid zijn dan uitgewerkt. Daarnaast besteden huishoudens in 2016 en 2017 meer door de stijging van hun netto vermogen. Vooral de waardeverhoging van het netto huizenvermogen heeft een positief effect op de consumptiegroei, maar ook de stijging van het netto financieel vermogen, zoals aandelen en obligaties, draagt daaraan bij.

Reëel beschikbaar inkomen van huishoudens groeit fors in 2015

In 2015 neemt het reëel beschikbaar inkomen met 3,2% toe, de sterkste stijging in 14 jaar. Het contrast met de afgelopen vijf jaar, waarin dit inkomen met gemiddeld 0,8% per jaar afnam, is groot (zie Grafiek 8). De forse toename in 2015 komt niet alleen door de stijging van de werkgelegenheid, maar ook door de lage inflatie. Bovendien nemen de pensioenpremies af, als gevolg van de versoering van de fiscale behandeling van pensioenbesparingen (het Witteveen kader). Ook in 2016 en 2017 neemt het reëel beschikbaar inkomen toe, maar het tempo halveert tot

Grafiek 8 Reëel beschikbaar inkomen huishoudens

Procentuele mutaties en bijdragen in procentpunten



Toelichting: De hoogte van elk gekleurd deel in een kolom geeft de bijdrage van een inkomenscomponent aan de groei van het totaal. Inflatie is gebaseerd op de particuliere consumptiedeflator.

gemiddeld 1,7% per jaar. Het lagere groeitempo hangt samen met de oplopende inflatie en het verloop van de pensioenpremies. Mede door de lage rente zien pensioenfondsen zich in 2016 en 2017 genoodzaakt hun premie-inkomsten te laten toenemen.

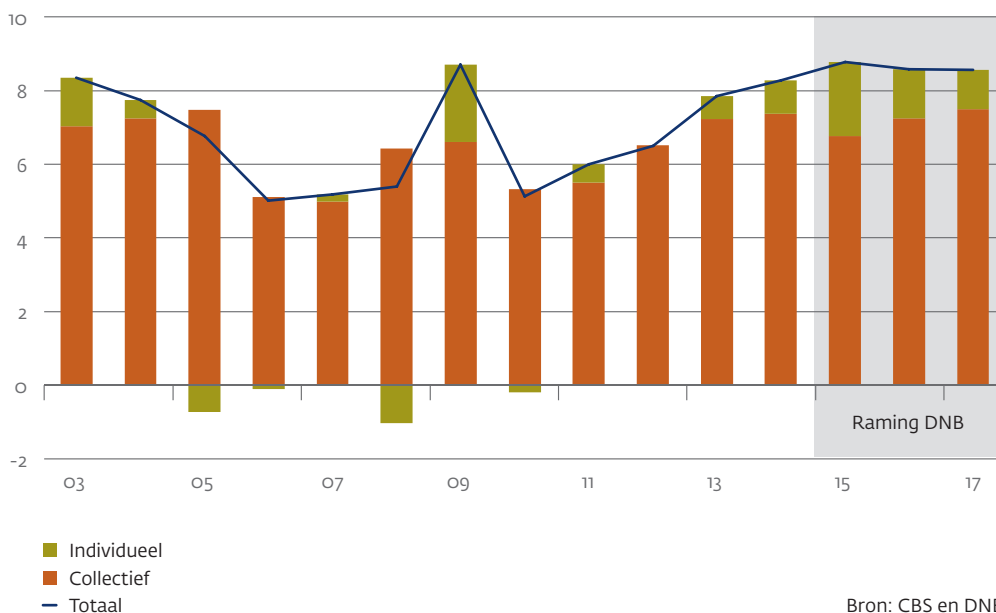
Het overig primair inkomen neemt in alle drie de ramingsjaren gestaag toe, vooral door een voortgaande groei van het aantal zelfstandigen en het door hen verdiende inkomen. Daarnaast groeit het overig primair inkomen doordat de verhouding tussen rente-inkomsten en -lasten zich gunstig ontwikkelt. In 2008 betaalden huishoudens nog ruim 15 mld EUR meer aan rente dan ze ontvingen, terwijl de door hen in 2015 betaalde en ontvangen bedragen aan rente elkaar min of meer in evenwicht houden. Ondanks de momenteel historisch lage rentestand op deposito's, zijn sinds 2008 de rentebetalingen van huishoudens veel sterker gedaald dan hun rente-inkomsten.

22 Veranderingen in individuele en collectieve besparingen compenseren elkaar

Huishoudens passen hun consumptieve uitgaven geleidelijk aan hun besteedbaar inkomen aan. De sterke inkomensgroei in 2015 vertaalt zich daarom niet volledig in extra consumptie in datzelfde jaar, maar ook in consumptieve bestedingen in de jaren daarna. Dit impliceert dat de individuele spaarquote in 2015 flink oploopt, om in 2016 en 2017 weer af te nemen (zie Grafiek 9). De collectieve besparingen, dat wil zeggen de pensioenpremies minus de pensioenuitkeringen, vertonen het omgekeerde patroon. De totale spaarquote, oftewel de individuele en collectieve besparingen in procenten van het beschikbaar inkomen, vertoont daardoor een stabiel verloop en schommelt in de ramingsperiode rond 8,5%.

Grafiek 9 Individuele en collectieve besparingen

Procenten beschikbaar inkomen (inclusief correctie pensioenvoorziening)



Bedrijven voeren hun investeringen op

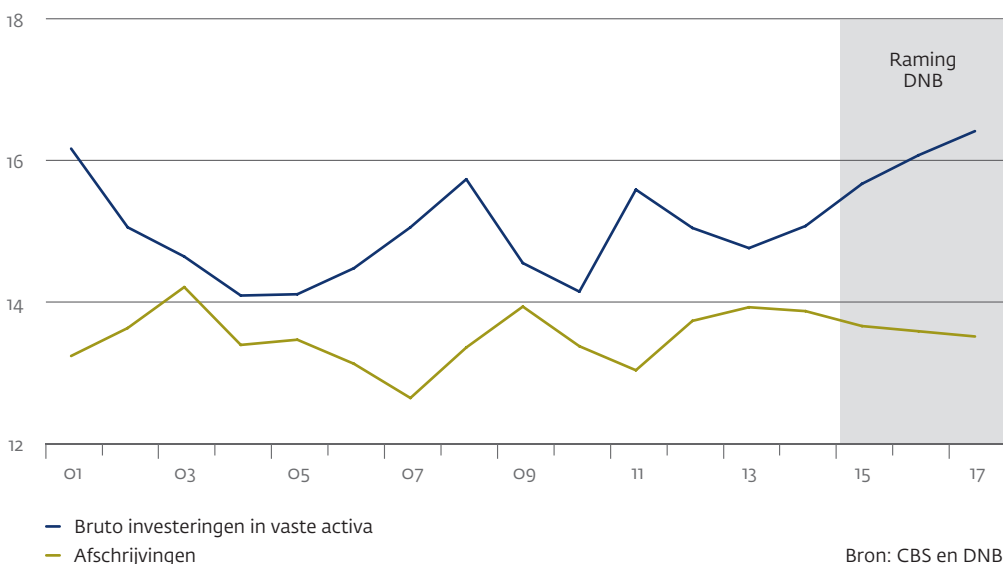
Onder invloed van de aantrekkelijke productiegroei en de lage kapitaalkosten vertoonden de bedrijfsinvesteringen in de tweede helft van 2014 een stevig herstel, wat mede in de investeringsgroei van 2015 tot uiting komt. Het sinds begin 2013 gestaag toegenomen producentenvertrouwen leidt er bovendien toe dat eerder uitgestelde vervangings- en uitbreidingsinvesteringen alsnog worden gedaan. Al met al nemen de bedrijfsinvesteringen in

2015 stevig toe, met 6,4%. Verwacht wordt dat bedrijven ook in 2016 en 2017 hun investeringen flink opvoeren. Met gemiddeld 4,7% per jaar valt de investeringsgroei dan wat terug, vooral doordat de groei van de productie dan wat minder aantrekt. Daar staat tegenover dat gemiddelde winstgevendheid van bedrijven toeneemt, wat de bedrijfsinvesteringen positief beïnvloedt.

De investeringsquote van bedrijven loopt gestaag op tot het in historisch perspectief hoge niveau van 16,4% in 2017 (zie Grafiek 10), dat in de afgelopen decennia alleen eind jaren negentig werd overtroffen. De netto investeringsquote – dat wil zeggen gecorrigeerd voor afschrijvingen – loopt nog wat sterker op, wat duidt op toenemende uitbreiding van de kapitaalgoederenvoorraad. De mate waarin deze uitbreiding de arbeidsproductiviteit opstuwt, is onder andere afhankelijk van de samenstelling van de investeringen naar type goederen. De afgelopen decennia is het aandeel van investeringen in informatie- en communicatietechnologie (ICT) in de totale investeringen (exclusief woningen) in vrijwel alle bedrijfstakken sterk toegenomen, ten koste van de investeringen in bedrijfsgebouwen en machines (zie Grafiek 11). Naar verwachting zet deze trend de komende jaren door, wat gunstig is voor de structurele groei van de productiviteit en daarmee voor de potentiële groei.

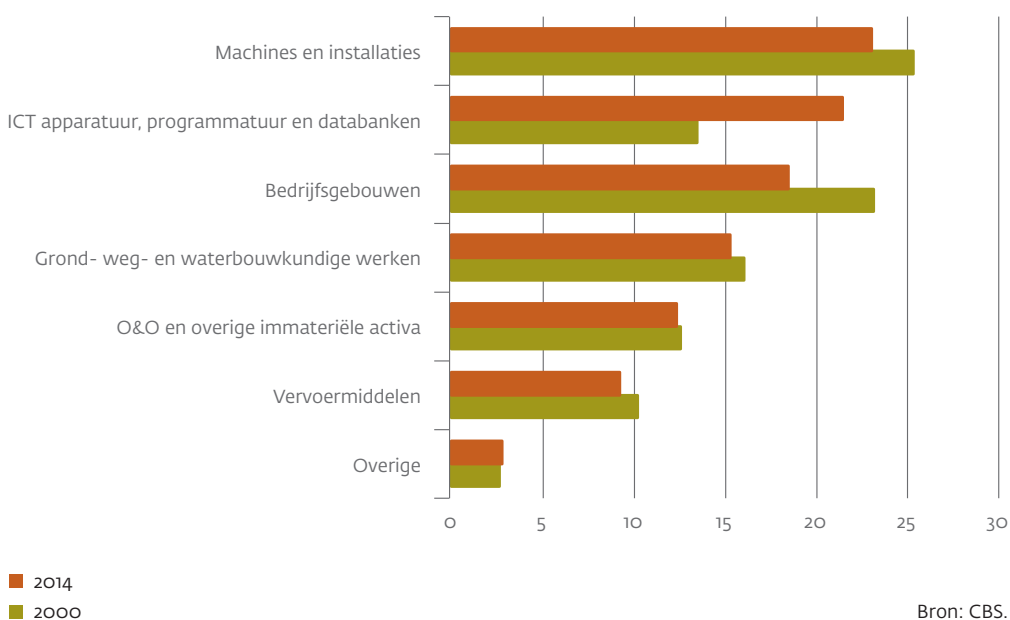
Grafiek 10 Bedrijfsinvesteringen

Procenten bbp; volume



Grafiek 11 Samenstelling bruto-investeringen (exclusief woningen)

Procenten



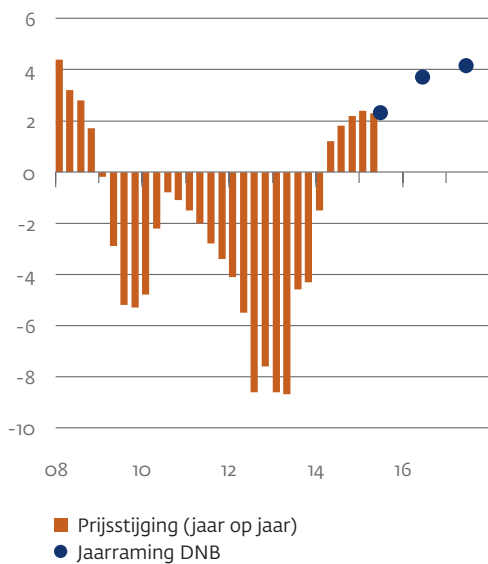
Woningmarkt en bouwnijverheid veren op

In de zomer van 2013 is de situatie op de woningmarkt omgeslagen. Dat komt niet alleen tot uiting in een forse toename van de verkoop van bestaande woningen (zie Grafiek 12, rechts), maar ook van nieuwbouwwoningen. Zo werden in 2014 80% meer nieuwbouwwoningen aan huishoudens verkocht dan in het jaar ervoor. Het aantal woningtransacties in het vierde kwartaal van 2014 lag bijna 43% hoger dan een jaar eerder. Dit kwam mede door het op 1 januari 2015 aflopen van de verruiming van de vrijstelling van de schenkbelasting, die gekoppeld was aan het kopen van een woning of het aflossen van een hypotheek. De omslag op de woningmarkt hangt samen met de verbeterde betaalbaarheid, de gunstige economische vooruitzichten, stijgende huren en het sterk toegenomen consumentenvertrouwen. Volgens de indicator van de Vereniging Eigen Huis is het vertrouwen in de woningmarkt inmiddels zelfs groter dan in de paar jaar voorafgaand aan de kredietcrisis. De betaalbaarheid van woningen is sterk verbeterd door de uitzonderlijk lage hypotheekrente. Zoals verwacht viel het aantal woningtransacties na de piek van eind 2014 in het eerste kwartaal van 2015 terug. Met een stijging van 19% ten opzichte van het eerste kwartaal van 2014 bleef de terugval in het aantal verkochte bestaande woningen echter beperkt en heeft het herstel van de woningmarkt zich begin 2015 voortgezet. Dit is ook zichtbaar in de bouwnijverheid. In het eerste kwartaal van 2015 lag het productievolume in de bouwnijverheid ruim 8% hoger dan een jaar eerder, waarmee de bouwnijverheid de op een na sterkst groeiende

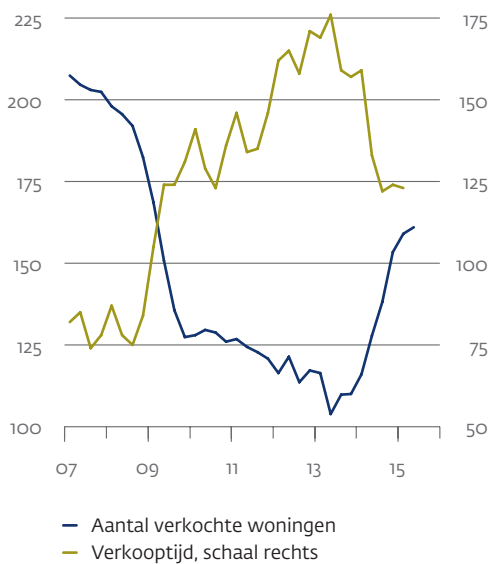
Grafiek 12 Woningmarkt: prijzen en transacties

Procentuele mutaties, vierkwartaalssom in duizenden en aantal dagen

Huizenprijzen



Aantal verkochte woningen en verkooptijd



Toelichting: Prijsstijging 2015K2 = april 2015; aantal verkochte woningen 2015K2 = twaalfmaandssom t/m april 2015.

Bron: CBS, DNB en NVM.

sector was. Deze hoge groei hangt gedeeltelijk samen met het per 1 juli 2015 aflopen van het tijdelijk verlaagde btw-tarief (van 21% naar 6%) voor de arbeidskosten bij renovatie en herstel van woningen. In de raming wordt er rekening mee gehouden dat dit de groei van de investeringen in woningen in de tweede jaarhalf enigszins drukt.

Huizenprijsstijging loopt geleidelijk op

Zoals gebruikelijk heeft de omslag in het aantal woningtransacties zich met een vertraging van ongeveer driekwart jaar vertaald in de gemiddelde huizenprijs. Vanaf het tweede kwartaal van 2014 neemt de prijs van verkochte woningen toe en loopt de prijsstijging geleidelijk op (zie Grafiek 12, links). In het eerste kwartaal van 2015 stegen voor het eerst sinds eind 2008 de huizenprijzen in alle provincies. Dit geeft aan dat het herstel van de woningmarkt inmiddels steviger is gefundeerd, ook al blijven er grote regionale verschillen bestaan. Verwacht wordt dat in 2015 de gemiddelde huizenprijs met 2,3% stijgt en dat gedurende de ramingsperiode deze prijsstijging aantrekt, tot ruim 4% in 2017. De huizenprijs wordt opwaarts beïnvloed door de stijging van het beschikbaar inkomen, de lage hypotheekrente, het toegenomen consumentenvertrouwen en de inhaalvraag van eerder uitgestelde aankopen. Daar staat

tegenover dat van het aanscherpen van de kredietvoorwaarden een drukkend effect op de gemiddelde huizenprijs uitgaat. Het gaat daarbij om het verlagen van de maximale verhouding tussen de hypotheekomvang en de waarde van de woning (LTV-ratio), het aanpassen van de Nibud-normen en het verlagen van de NHG-grens. Ook het grote aantal huishoudens met een onderwaterhypotheek heeft een neerwaarts effect op de huizenprijsontwikkeling. Verwacht wordt dat de onderwaterproblematiek gedurende de ramingsperiode heel geleidelijk afneemt. Door de verwachte huizenprijsstijging en de laag blijvende spaarrente, die aanzet tot vervroegde aflossing van de hypotheekschuld, zal het aantal huishoudens met een onderwaterhypotheek verder afnemen. Tussen eind 2012 en eind 2014 is dit aantal (in procenten van het totaal aantal huishoudens) naar schatting gedaald van 33% tot 28%.

Herstel overheidsfinanciën zet door

Het economische herstel dat in de loop van 2014 inzette en dit jaar naar verwachting aanhoudt, komt tot uitdrukking in de overheidsfinanciën. Uitgaven aan werkloosheidsuitkeringen lopen terug, terwijl de particuliere consumptie, die relatief veel aan belastinginkomsten oplevert, voor het eerst in jaren weer substantieel groeit. De overheid heeft voorts voordeel van het QE-programma van de ECB, in de vorm van lagere rentelasten. Ook beleidsmaatregelen dragen bij aan verbetering van het begrotingssaldo. Besparingen in de curatieve zorg en de hervorming van de langdurige zorg remmen de uitgavengroei, terwijl de versobering van het Witteveenkader de derving van belastingopbrengsten voor de overheid beperkt. Daartegenover staat dat het kabinet voor 2015 de lasten voor huishoudens licht verlaagt door tariefsverlaging in de eerste schijf. Voor de gasproductie is aangenomen dat het in januari vastgestelde jaarmaximum van 39,4 mld m³ voor de productie in het Groningen-gasveld wordt gerealiseerd. Dat impliceert een toename van de productie in de tweede jaarhelft, aangezien de productie in de eerste helft van 2015 is gelimiteerd op 16,5 mld m³. In juli besluit de minister of het jaarmaximum gehandhaafd blijft of wordt verlaagd. Een verlaging tot 33 mld m³ – oftewel een handhaving van het plafond zoals dat in de eerste jaarhelft gold – zou de schatkist dit jaar circa 0,2%-punt bbp aan inkomsten schelen. Al met al loopt het begrotingstekort terug van 2,3% bbp in 2014 tot 1,6% bbp in 2015; het laagste niveau sinds 2008 en duidelijk onder de Europese 3%-norm (zie Tabel 3). Het structurele saldo (volgens de EC-methode) komt uit op -0,3% bbp en ligt daarmee boven de middellange-termijndoelstelling van -0,5% bbp. De stijging van de overheidsschuld komt in 2015 vrijwel ten einde. Met 68,9% bbp bevindt de schuld zich op het niveau van 1997.

Tabel 3 Kerngegevens overheidsfinanciën

Procenten bbp

	2014	2015	2016	2017
Collectieve uitgaven	46,6	45,6	44,8	44,0
Collectieve lasten	37,9	38,0	38,2	38,1
Overige inkomsten	6,4	6,0	5,6	5,4
Primair saldo	-0,8	-0,2	0,4	0,6
EMU-saldo	-2,3	-1,6	-0,9	-0,6
Structureel saldo (EC-methode)	-0,3	-0,3	-0,2	-0,5
EMU-schuld	68,8	68,9	67,2	64,9

Bron: DNB.

Het begrotingstekort loopt in 2016 en 2017 verder terug. Dit komt hoofdzakelijk doordat de toename van de overheidsuitgaven achterblijft bij de nominale bbp-groei. De werkloosheidsuitgaven lopen nog wat terug, het aantal ambtenaren blijft min of meer stabiel en de rentelasten nemen nog wat verder af. De collectieve lasten blijven in de ramingsjaren min of meer ongewijzigd en schommelen rond de 38% bbp. Als gevolg van het afnemende begrotingstekort, de aanhoudende economische groei en een inflatie die wat hoger ligt dan in voorgaande jaren, daalt de schuldquote tot onder de 65% bbp in 2017. Daarbij is ervan uitgegaan dat ABN-AMRO nog in handen van de overheid is; na de aangekondigde verkoop zal de overheidsschuld verder omlaag kunnen gaan.

3 Een alternatief scenario voor de Nederlandse economie

28

Uiteenlopend monetair beleid in VS en eurogebied

Het internationale monetaire beleid divergeert. De Federal Reserve heeft het eind 2008 gestarte opkoopprogramma van Amerikaanse staatsobligaties onlangs beëindigd en overweegt onder bepaalde voorwaarden de beleidsrente te gaan verhogen, de zogenoemde *lift-off*. De ECB heeft daarentegen in januari besloten de monetaire condities verder te verruimen door het bestaande aankoopprogramma substantieel uit te breiden (*Expanded Asset Purchase Programme*, EAPP) en hiermee in beginsel door te gaan tot september 2016. Dit internationaal uiteenlopende monetaire beleid gaat gepaard met aanvullende onzekerheden. Deze behelzen niet alleen de timing en het tempo van de beleidsaanpassingen, maar ook de economische effecten ervan. In de raming is een licht toenemend verschil tussen de Europese en Amerikaanse rentes verondersteld, uitgaande van de huidige situatie op de financiële markten. Daarin ligt de verwachting besloten dat de beleidsrente in de VS vanaf eind 2015 geleidelijk omhoog gaat. De huidige (rente)verwachtingen op de financiële markten worden weerspiegeld in de wisselkoersen, die in de raming – zoals gebruikelijk – constant worden gehouden vanaf het afsluitmoment van de raming (19 mei 2015).

Dit alternatieve scenario verkent de mogelijke effecten op de Nederlandse economie van een sterker dan nu voorziene divergentie tussen het Amerikaanse en Europese rentebelooft. In het scenario wordt verondersteld dat – onder invloed van een voortzetting van het economische herstel in de VS – de Amerikaanse *lift-off* van de beleidsrente plaatsvindt in het derde kwartaal van 2015 en dat de Amerikaanse rentestijging sterker is dan voorzien in de raming. Het verhoogde stijgingstempo is gebaseerd op de projecties van de leden van het FOMC, het monetair beleidscomité van de Federal Reserve, die al geruime tijd beduidend hoger liggen dan de marktverwachting (zie Grafiek 13).³ Door deze discrepantie kan een snellere en eerdere beleidsnormalisatie in de VS gepaard gaan met extra financiële turbulentie. In het scenario wordt hiermee rekening gehouden door een wereldwijde daling van aandelenprijzen met 10% in het derde kwartaal van 2015.⁴ De internationale divergentie in rentes gaat in het scenario ook gepaard met lagere lange en korte rentes in het eurogebied. Tot en met het derde kwartaal van 2016 wordt een korte rente van 0% aangenomen, iets lager dan in de raming. De Europese lange rente ligt in 2015 25 basispunten lager dan in de raming, maar dit verschil wordt geleidelijk kleiner. Tabel 4 geeft de internationale veronderstellingen en de hieruit voortvloeiende uitgangspunten voor Nederland, die zijn afgeleid met behulp van het wereldmodel NiGEM.

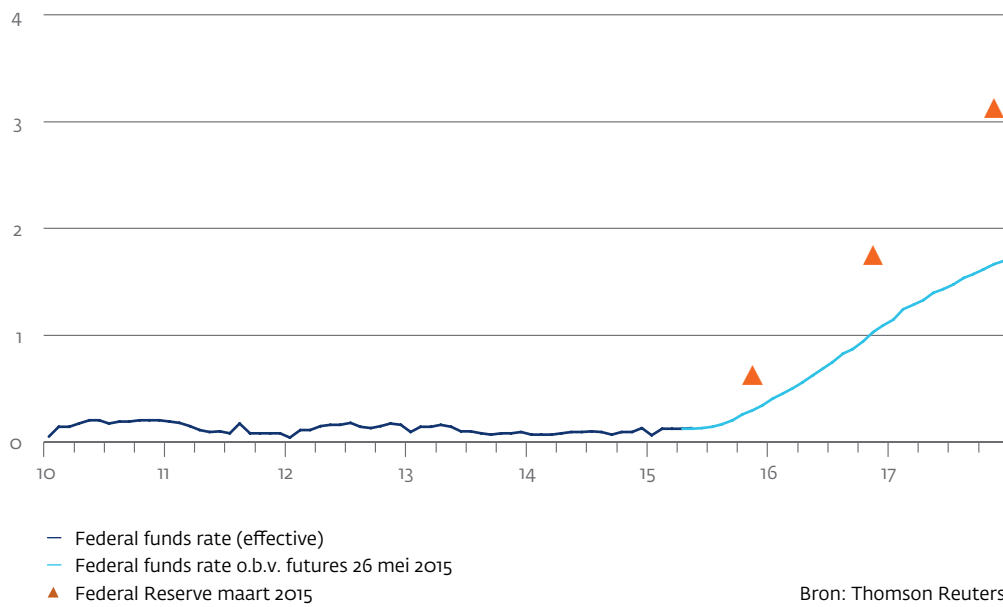
Door de sterkere *lift-off* en de daarmee samenhangende hogere toekomstige korte rentes, stijgt in het derde kwartaal van 2015 de lange rente in de VS in één klap met ruim 40 basispunten. De hogere lange rente leidt naast een lagere groei van de Amerikaanse economie

3 Marktverwachtingen over de toekomstige beleidsrente zijn gebaseerd op prijzen van zogenoemde 'Federal funds futures' contracten bezien over verschillende looptijden.

4 Deze wereldwijde daling van aandelenkoersen komt overeen met de daling die volgde op de aankondiging van het afbouwen van het Amerikaanse opkoopprogramma in mei 2013, de zogenoemde 'taper talk'.

Grafiek 13 Verwachtingen Amerikaanse beleidsrente

Procenten



Tabel 4 Uitgangspunten scenario

Procentuele afwijking van het centrale pad, tenzij anders vermeld

	2015	2016	2017
Internationaal:			
Korte rente VS (bps)	14	57	109
Lange rente VS (bps)	21	37	29
Korte rente eurogebied (bps)	0	-5	0
Lange rente eurogebied (bps)	-15	-5	-5
Voor Nederland:			
Volume relevante wereldhandel	0,0	-0,4	-0,4
Eurokoers	-2,9	-4,0	-3,7
Concurrentenprijs	0,0	-0,6	-0,9
Olieprijs	-1,0	-1,9	-2,2
Aandelenkoers	-3,8	-0,8	1,1

Bron: DNB.

Toelichting: Uitgangspunten voor Nederland op basis van NiGEM.

in 2016 en 2017 ook tot aanpassingen van internationale kapitaalstromen. In de opkomende economieën gaat de uitstroom van kapitaal gepaard met depreciërende wisselkoersen. Door de lagere aandelenkoersen en de wegvallende internationale vraag komt vervolgens in de opkomende economieën de economische groei onder druk te staan. Uiteindelijk valt de groei van de relevante wereldhandel in 2016 en 2017 0,4%-punt per jaar lager uit dan in de raming. Ook in het eurogebied leiden de grotere renteversillen met de VS tot een depreciatie van de wisselkoersen. Pas aan het eind van 2017 begint dit effect af te nemen, mede doordat de bbp-groei in de VS lager uitkomt.

De gevolgen van de sterkere Amerikaanse *lift-off* voor de Nederlandse economie zijn beperkt. De geringere groei van de relevante wereldhandel heeft via de uitvoer een neerwaarts effect op het bbp. Dit ongunstige effect wordt grotendeels tenietgedaan door een lagere olieprijs en de depreciatie van de effectieve eurokoersen, die de prijsconcurrentiepositie van exporteurs ten goede komt. Door de daling van de aandelenkoersen zakt het consumentenvertrouwen vooral in 2015 terug, wat een neerwaarts effect heeft op de particuliere consumptie. Per saldo valt de economische groei alleen in 2016 0,1%-punt lager uit dan in de raming (zie Tabel 5). De lagere productiegroei remt de bedrijfsinvesteringen. De gevolgen voor de inflatie, de werkloosheid en het begrotingsaldo zijn in dit scenario gering.

Tabel 5 Effecten van divergerend monetair beleid

Procentuele mutaties, tenzij anders vermeld

	Verschil met		Verschil met		Verschil met	
	2015	raming	2016	raming	2017	raming
Bruto binnenlands product	2,0	(0,0)	1,7	(-0,1)	2,2	(0,0)
Particuliere consumptie	2,0	(0,0)	2,2	(-0,1)	2,1	(0,1)
Bedrijfsinvesteringen	6,3	(-0,1)	4,9	(0,1)	4,3	(-0,3)
Uitvoer goederen en diensten	3,2	(0,1)	5,1	(-0,3)	5,8	(-0,2)
Invoer goederen en diensten	3,4	(0,1)	6,5	(-0,3)	6,7	(-0,2)
Consumentenvertrouwen (niveau)	-2,8	(-0,7)	1,1	(0,1)	2,0	(0,2)
Geharmoniseerde consumentenprijsindex	0,2	(0,0)	1,2	(0,0)	1,2	(-0,2)
Werkloosheid (% beroepsbevolking)	7,0	(0,0)	6,9	(0,0)	6,8	(0,1)
EMU-saldo (% bbp)	-1,6	(0,0)	-0,9	(0,0)	-0,7	(-0,1)
Lopende rekening (% bbp)	8,0	(0,0)	8,6	(-0,4)	8,9	(-0,5)

Bron: DNB.

DeNederlandscheBank

EUROSYSTEEM

De Nederlandsche Bank n.v.
Postbus 98, 1000 AB Amsterdam
020 524 91 11
dnb.nl