

December 2017  
Nummer 14

# Economische Ontwikkelingen en Vooruitzichten

DeNederlandscheBank

EUROSYSTEEM



# Economische Ontwikkelingen en Vooruitzichten

December 2017, nummer 14

© 2017 De Nederlandsche Bank NV

Oplage: 1400

Afsluitdatum: 14 december 2017

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  
Internet: [www.dnb.nl](http://www.dnb.nl)

# Inhoud

Samenvatting	4
1 De Nederlandse economie in 2017-2019	5
Box 1 Het economische herstel in historisch en internationaal perspectief	10
2 Bestedingen en overheidsfinanciën nader belicht	18
Box 2 Belang van woningmarktherstel voor de economische opgang	25
3 Rentestijging: een alternatief scenario	28

# Samenvatting

4

De economische opleving blijft zeer krachtig. Naar verwachting bereikt de bbp-groei in 2017 een piek van 3,3%. De aantrekkende wereldhandel is daarvan een belangrijke determinant. Voor 2018 en 2019 wordt een langzaam afnemende, maar nog steeds boventrendmatige groei geraamd, van achtereenvolgens 3,1% en 2,3%. De bbp-stijging in 2018 en 2019 wordt grotendeels bepaald door de binnenlandse bestedingen. De consumptie van huishoudens neemt de komende twee jaar flink toe, met gemiddeld 2,2% per jaar. De beschikbare inkomens verbeteren door hogere bruto beloning van werkenden, lagere inkomstenbelasting en sterk aantrekkende werkgelegenheid. In de komende jaren vertraagt de groei van de bedrijfsinvesteringen, van 7% dit jaar naar gemiddeld 4,5% per jaar, in lijn met de afnemende bbp-groei. Niettemin zijn de vooruitzichten voor bedrijven gunstig, gesteund door verbeterde financiële omstandigheden, een hoge bezettingsgraad en goed gevulde orderportefeuilles. De werkloosheid zet de daling voort, naar 3,9% van de beroepsbevolking in 2018 en 3,5% in 2019. De economie komt duidelijk in een fase van hoogconjunctuur.

Het herstel van de huizenprijzen heeft tot nu toe een significante bijdrage aan de economische groei geleverd, via hogere vermogens van huishoudens, gestegen consumentenvertrouwen en toegenomen woninginvesteringen. In de raming neemt de huizenprijsstijging geleidelijk wat af. De woninginvesteringen groeien dit jaar met ruim 11%. In 2018 en 2019 is de geraamde groei wat rustiger, maar met 8,5% en 7,0% nog steeds stevig. Bouwbedrijven stuiten in toenemende mate op capaciteitsgrenzen.

De inflatie is voorlopig gematigd, met 1,3% in 2017 en 1,4% in 2018. In 2019 neemt de jaarlijkse prijsstijging scherp toe naar 2,3%, vooral door de geplande verhogingen van energiebelastingen en het lage btw-tarief (van 6% naar 9%). Gezien de sterk verbeterde arbeidsmarkt, is de groei van de contractlonen dit jaar nog gematigd (1,6%). Voor volgend jaar wordt een toename van 2,1% geraamd. Door de krappe arbeidsmarkt en de hogere inflatie loopt de contractloonstijging op naar 2,5% in 2019. De overheidsfinanciën staan er in de ramingsperiode goed voor, met jaarlijks een begrotingsoverschot en een naar 50,8% bbp dalende overheidsschuld.

Een alternatief scenario toont de potentiële gevolgen van wereldwijd hogere rentes voor de Nederlandse economie. Indien de kapitaalmarktrente abrupt met 1 procentpunt stijgt, heeft dit in de eerste vier jaar een drukkend effect op de bbp-groei van gemiddeld 0,4 procentpunt per jaar. De effecten op de groei zijn de eerste twee jaren wat groter en nemen daarna geleidelijk af.

# 1 De Nederlandse economie in 2017-2019

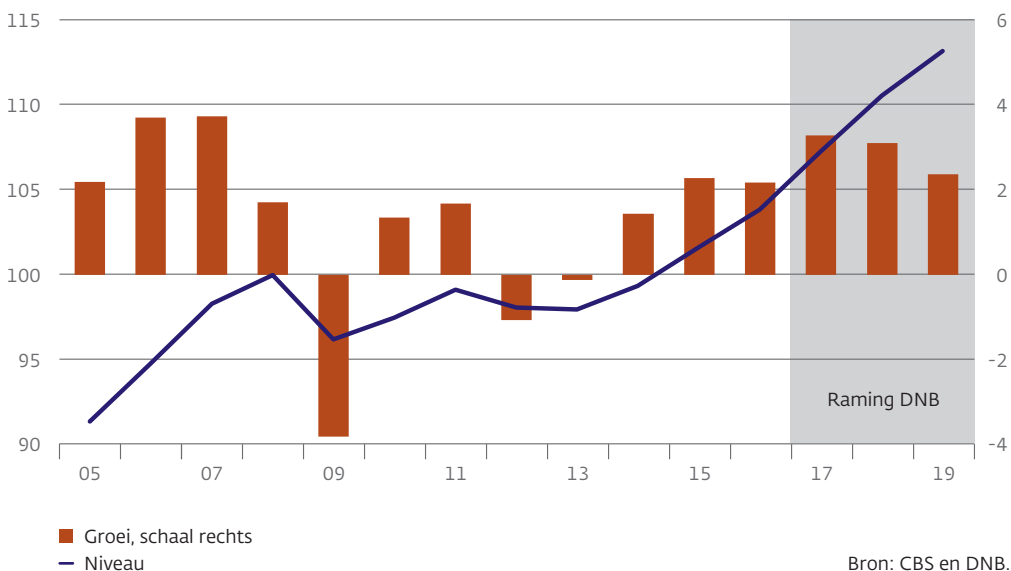
## Economie groeit in hoog tempo

De Nederlandse economie laat voor het vierde achtereenvolgende jaar een gunstige ontwikkeling zien. De groei van het bruto binnenlands product (bbp) komt dit jaar opnieuw hoger uit. De geraamde groei is 3,3%; het hoogste tempo van de laatste tien jaar. Voor de komende jaren wordt een langzaam afnemende, maar nog steeds boventrendmatige groei geraamd, van achtereenvolgens 3,1% en 2,3% (Grafiek 1).

Dit jaar is de goede prestatie van de economie mede te danken aan de wereldhandel, die de hoogste groei in zes jaar bereikt. Vanaf volgend jaar ligt de verwachte wereldhandelsgroei iets lager, terwijl ook de woninginvesteringen het in de raming geleidelijk wat rustiger aan doen, na drie jaar met uitzonderlijk hoge getallen te zijn gegroeid. In 2018 en 2019 wordt dit voor een deel gecompenseerd door stimulerend overheidsbeleid. Volgens het regeerakkoord gaan de overheidsuitgaven omhoog (vooral in 2018) en de directe belastingen omlaag (vanaf 2019). Dit geeft een opwaartse impuls aan de economische groei.

### Grafiek 1 Bruto binnenlands product

Volume; 2008 = 100 en procentuele mutaties jaar op jaar



## 6 Volatiele kwartaalgroei en opwaarts momentum in 2017

De eerste drie kwartalen van 2017 lieten een volatiel groeipatroon zien. Na het eerste kwartaal, met een bovengemiddelde bbp-groei van 0,6% ten opzichte van het vierde kwartaal van 2016, volgde een historisch gezien zeer hoge uitschieter met 1,5% groei in het tweede kwartaal. Daarna was de terugval in het derde kwartaal groter dan verwacht (naar 0,4%). Een correctie was echter min of meer te voorzien en het is dan ook geen signaal van een afnemend groeimomentum. Bedrijven zien hun toekomst met een hoge mate van vertrouwen tegemoet. Het producentenvertrouwen stond in november bijna op het hoogste niveau in de laatste 30 jaar.

## Internationale economische uitgangspunten voor de raming

De mondiale groei bevindt zich momenteel in een opwaarts momentum en is breed gedragen binnen de ontwikkelde en opkomende economieën. De ECB voorziet een toename in de mondiale groei (exclusief eurogebied) van 3,7% in 2017 naar 3,9% in 2018, waarna de expansie in 2019 min of meer stabiliseert (3,8%).<sup>1</sup> Het verbeterde beeld voor opkomende economieën is vooral te danken aan het sterke herstel van Brazilië en Rusland en de robuuste groei in China. De groei in China zal geleidelijk afnemen als gevolg van maatregelen die de kredietgroei en fiscale stimuli inperken. De groei in de VS trekt naar verwachting aan, ondersteund door verbeterd vertrouwen bij consumenten en bedrijven, een krappere arbeidsmarkt en een zwakkere dollar. De ECB raamt de bbp-groei in het eurogebied op 2,4% in 2017, 2,3% in 2018 en 1,9% in 2019. Ondersteunende factoren hierbij zijn het accommoderende monetaire beleid, de snel aantrekkende arbeidsmarkt en de robuuste buitenlandse vraag. Het verbeterde mondiale beeld reflecteert zich in de voor Nederland relevante wereldhandel. De gemiddelde groei in de periode 2017-2019 wordt geraamd op 4,6%, waar in juni nog werd uitgegaan van 4,1%.

Het positieve beeld voor de wereldeconomie gaat gepaard met een aantal onzekerheden. De macro-economische effecten van het nieuwe Amerikaanse belastingplan zijn nog niet in de raming meegenomen. Daarnaast is een harde landing bij de transitie van China naar een trager, houdbaarder groeipad niet uit te sluiten. Het belangrijkste neerwaartse risico voor Nederland is een 'harde' Brexit. Een transitieperiode vanaf 2019 is het meest aannemelijk, maar dit vergt voortgang in de onderhandelingen tussen het VK en de EU. Tot slot lijkt het risico op toenemend protectionisme iets te zijn afgenomen. Protectionistische tendensen zijn nog aanwezig in de VS, wat blijkt uit de moeizame onderhandelingen van het NAFTA-akkoord en de gespannen relatie met China. Niettemin zijn diverse andere landen bezig met het onderhandelen over nieuwe handelsakkoorden.

<sup>1</sup> De uitgangspunten omtrent de ontwikkelingen van de relevante wereldhandel, wisselkoersen, internationale grondstoffenprijzen en rentes zijn gebaseerd op informatie die op 22 november 2017 beschikbaar was.



Zowel de olieprijs als de eurokoers (in USD) zijn fors gestegen sinds de laatste raming uit juni. De toename in de olieprijs valt toe te schrijven aan de sterker dan verwachte vraag in 2017 en de naleving van recente afspraken over productiebeperkingen. Een remmende factor voor een verdere olieprijsstijging is het verwachte extra aanbod vanuit de VS in geval van hogere prijzen. De appreciatie van de euro reflecteert de relatief sterke economische ontwikkeling van het eurogebied, de afgenomen politieke onzekerheden en de verwachting van investeerders dat het Europese monetaire beleid gaat verkrappen.

## Binnenlandse bestedingen tillen groei naar hoger niveau

In Tabel 1 staan de kerngegevens van de Nederlandse economie voor 2016-2019. De voorziene groeiversnelling in 2017 is breed gedragen: zowel de uitvoer als de binnenlandse bestedingen nemen in 2017 sterker toe dan in 2016. Door de gunstige inkomensontwikkeling neemt de particuliere consumptiegroei in 2018 toe naar 2,5%, van 2,3% dit jaar. In 2019 gaat van de hogere inflatie een drukkend effect uit, zodat de consumptiegroei weer wat afneemt naar 2,0%. In de afgelopen drie decennia kwam het slechts enkele keren voor dat de consumptiegroei meerdere jaren achtereen boven de 2% lag.

Met ruim 11% groei in 2017 keren de woninginvesteringen geleidelijk terug naar een normaler, maar nog wel bovengemiddeld groeitempo. De bouwsector kampt in toenemende mate met capaciteitsproblemen. Bijna een derde van de bouwbedrijven ervaart belemmeringen in de productie door personeelstekort of te weinig productiemiddelen. Een jaar geleden was dit nog geen 10% van de bedrijven. De bedrijfsinvesteringen (exclusief woningen) herstellen dit jaar sterk (6,9%), na het tegenvallende groeicijfer in 2016 (2,2%). Ook daarna blijven bedrijven hun investeringen opvoeren, met geraamde groeicijfers die boven het langjarige gemiddelde van 3,5% per jaar liggen.

Mede door de bovengemiddelde groei van consumptie en investeringen wordt de bbp-groei de komende jaren voor het grootste deel gedreven door de binnenlandse bestedingen (Grafiek 2). De groeibijdragen van de particuliere consumptie zijn hoog, oplopend van 0,3 procentpunt vorig jaar naar 0,7 procentpunt dit jaar en volgend jaar. Met uitzondering van 2007 zijn groeibijdragen van 0,7 procentpunt of hoger sinds de eeuwwisseling niet meer voorgekomen. De binnenlandse groeibijdragen bestaan verder voornamelijk uit de investeringen. De bijdrage van de woninginvesteringen bereikte vorig jaar een piek en neemt in de ramingsperiode geleidelijk af. Opvallend is ook de sterke groeibijdrage van de overheidsbestedingen in de komende jaren. Dit hangt samen met de in het regeerakkoord voorgenomen extra uitgaven.

## Tabel 1 Kerngegevens raming Nederlandse economie

Procentuele mutaties, tenzij anders vermeld

	2016*	2017	2018	2019
<b>Volume bestedingen en productie</b>				
Bruto binnenlands product	2,1	3,3	3,1	2,3
Particuliere consumptie	1,5	2,3	2,5	2,0
Overheidsbestedingen	1,0	0,6	3,4	2,8
Bedrijfsinvesteringen	2,2	6,9	5,1	3,8
Woninginvesteringen	19,0	11,4	8,5	7,0
Uitvoer goederen en diensten	4,1	5,8	4,9	4,1
waarvan binnenlands geproduceerd	2,9	4,9	3,5	3,0
waarvan wederuitvoer	5,6	6,7	6,4	5,3
Invoer goederen en diensten	3,9	5,4	5,7	4,9
waarvan binnenlands verbruik	2,5	4,1	5,1	4,5
<b>Lonen en prijzen</b>				
Contractloon bedrijven	1,6	1,6	2,1	2,5
Loonsom per werknemer bedrijven	0,9	1,3	2,2	3,2
Arbeidskosten per eenheid product	0,5	0,5	1,3	2,1
Prijs binnenlands geproduceerde uitvoer	-2,3	2,5	0,7	1,0
Geharmoniseerde consumentenprijsindex	0,1	1,3	1,4	2,3
Prijsindex bestaande koopwoningen	5,1	7,5	7,1	5,2
<b>Arbeidsmarkt</b>				
Werkgelegenheid (personen, groei)	1,1	2,2	2,0	1,4
Arbeidsaanbod (personen, groei)	0,2	1,0	1,1	1,0
Werkloosheid (personen x 1000)	538,8	438,3	357,7	322,6
Werkloosheid (% beroepsbevolking)	6,0	4,9	3,9	3,5
<b>Collectieve sector en financieel</b>				
EMU-saldo (% bbp)	0,4	0,5	0,5	0,9
EMU-schuld (% bbp)	61,8	58,0	54,5	50,8
Lopende rekening (% bbp)	8,7	9,0	8,1	7,3
Woninghypotheken (obv ultimostand)	1,9	1,4	4,0	4,9
Bancair krediet bedrijven (obv ultimostand)**	-2,2	-2,5	0,0	1,6
<b>Internationale uitgangspunten</b>				
Volume relevante wereldhandel	3,6	5,1	4,7	4,0
Volume bbp VS	1,5	2,3	2,5	2,2
Eurogebied	1,8	2,4	2,3	1,9
Opkomende economieën	4,0	4,4	4,7	4,7
Korte rente eurogebied (%)	-0,3	-0,3	-0,3	-0,1
Lange rente Nederland (%)	0,3	0,5	0,6	0,9
Eurokoers (USD)	1,11	1,13	1,17	1,17
Concurrentenprijs	-3,0	2,0	0,4	2,0
Olieprijs (UK Brent in USD per vat)	45,1	54,8	61,6	58,9
Grondstoffenprijzen exclusief energie (USD)	-3,9	7,9	3,3	3,4

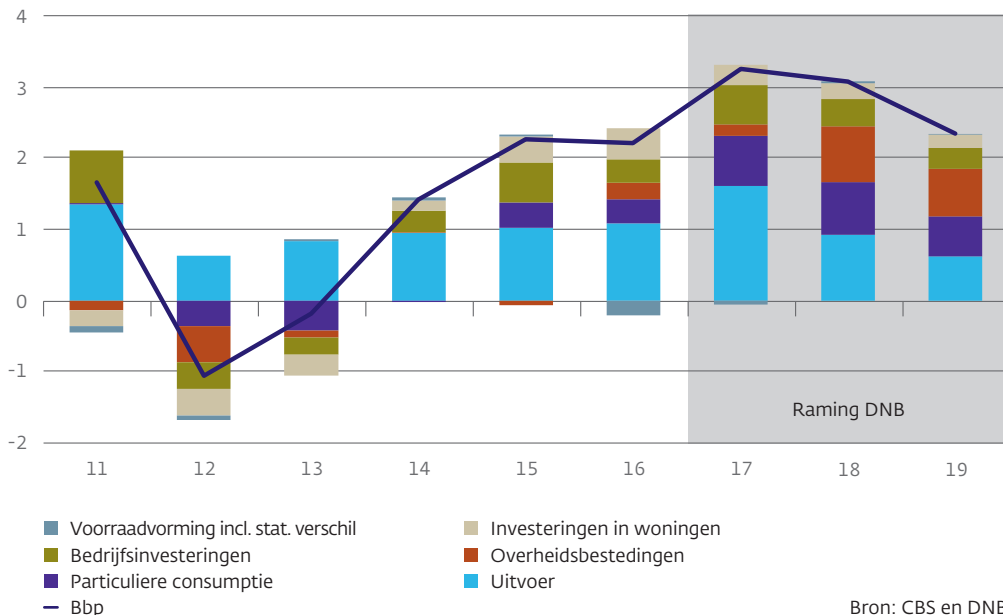
Bron: DNB en ECB.

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

\*\* Exclusief *cash pooling*, gecorrigeerd voor securitisaties en reeksbreuken.

## 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.

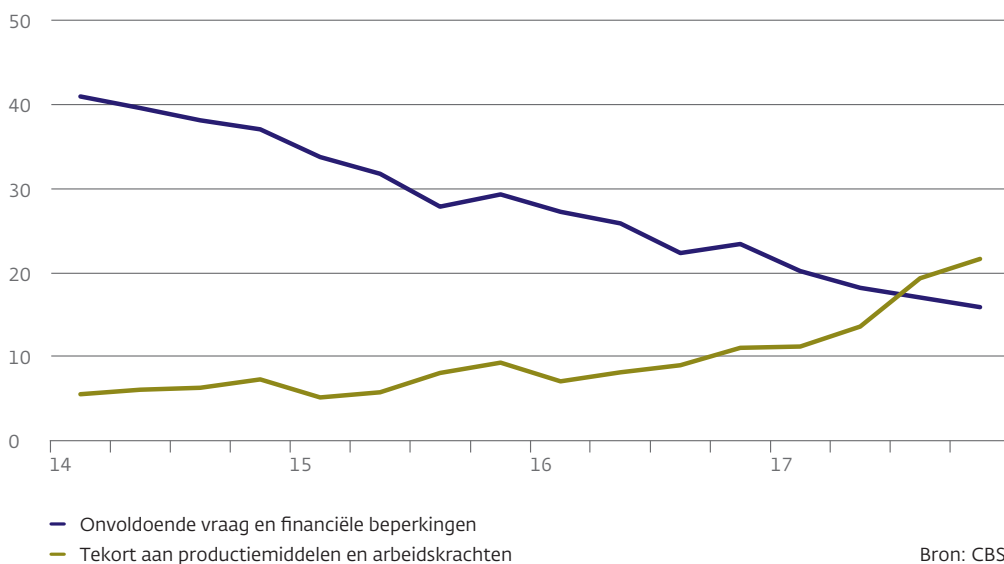
## Economie draait op volle kracht

Net als in de afgelopen jaren, ligt de bbp-groei in 2017 boven de geraamde potentiële groei van ongeveer 1,7% per jaar. Daardoor verbetert de *output gap*, die sinds 2008 vrijwel onafgebroken negatief was. Dit betekent dat de beschikbare productiecapaciteit meer wordt benut. Door de recente groeiversnelling is de *output gap* al dit jaar licht positief geworden. Dit duidt erop dat de economie op volle kracht draait. In de raming verbetert de *output gap* verder, tot 1,6% in 2018 en 2,2% in 2019, waarmee de economie duidelijk in een fase van hoogconjunctuur komt. Hoewel dit geleidelijk tot meer spanningen op arbeids- en productmarkten leidt, is de lengte van de herstelperiode sinds het conjuncturele dieptepunt nog relatief kort (zie Box 1).

Ook uit enquêtes onder bedrijven blijkt dat de productiecapaciteit van de economie – gemiddeld genomen – inmiddels volledig is bezet. Steeds minder bedrijven geven aan in hun productie te worden belemmerd door te weinig vraag of door financiële beperkingen (Grafiek 3). Tegelijkertijd is een snelle toename te zien van het aantal bedrijven dat kampt met belemmeringen voor de productie als gevolg van tekorten. Eind 2016 gaf 10% van de bedrijven aan een tekort aan productiemiddelen of personeel te hebben. In november 2017 was dit verdubbeld naar 20%.

### Grafiek 3 Productiebelemmeringen richting hoogconjunctuur

Procenten



Toelichting: Totaal bedrijfsleven (exclusief financiële instellingen en nutsbedrijven).

#### Box 1 Het economische herstel in historisch en internationaal perspectief

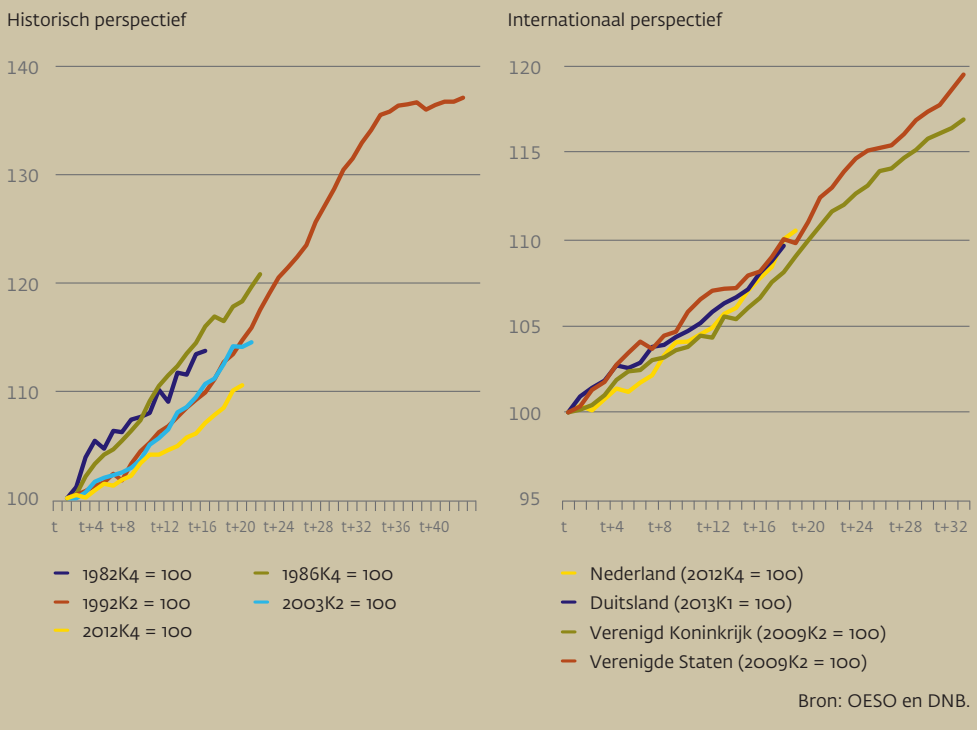
Hoeveel potentieel in termen van lengte en kracht bezit het huidige economische herstel? We vergelijken de cumulatieve reële bbp-groei vanaf 2012 met de cumulatieve groei in de vier voorafgaande herstelperiodes. De huidige opgang blijkt nog vrij jong (Grafiek 4 links). Momenteel (2017K3) is sprake van het negentiende kwartaal zonder recessieperiode (twee opeenvolgende kwartalen negatieve groei) sinds het dieptepunt. Alleen de opgang van 1982K4 was van kortere duur. Gemiddeld duurde een herstelperiode 25 kwartalen. In termen van volume is het huidige herstel tot nu toe relatief minder krachtig. Dat is deels te verklaren door de trendmatige groei van het bbp, die in vorige decennia hoger lag dan nu. Ook volgt het huidige herstel op een balansrecessie en financiële crisis, waarvan de effecten vaak langduriger en ingrijpender zijn.

Vergeleken met andere landen is de duur van de huidige herstelperiode tot nu toe eveneens kort.<sup>2</sup> In het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten duurt het herstel al 33 kwartalen (Grafiek 4, rechts). In tegenstelling tot deze twee landen is de Nederlandse economie in 2012 opnieuw in een recessie geraakt, onder invloed van de Europese schuldencrisis en de dalende huizenprijzen. Dit geldt ook voor Duitsland, waar momenteel sprake is van het achttiende kwartaal zonder recessieperiode. Hierdoor begon de huidige periode van herstel in Nederland en Duitsland pas in 2013, terwijl het herstel in het VK en de VS al startte in 2009. Het tempo waarin de Nederlandse economie herstelt, is daarentegen van vergelijkbare orde als in Duitsland, het VK en de VS (Grafiek 4, rechts). Gerekend vanaf het vierde kwartaal in 2012 tot en met het derde kwartaal van dit jaar, is het reële bbp in Nederland gegroeid met 10,5%.

Vooruitkijkend lijkt de huidige herstelperiode in Nederland opwaarts potentieel te hebben. Dit sluit aan bij de raming, waarin tot en met 2019 nog geen einde van de huidige economische opgang wordt verwacht.

### Grafiek 4 Herstel Nederlandse economie

Cumulatieve reële bbp-groei, dieptepunt=100



2 Strikt genomen, dient hierbij gecorrigeerd te worden voor de internationaal uiteenlopende ontwikkelingen van de bevolkingsomvang. Wanneer de analyse wordt verricht met het bbp per capita, blijft de conclusie hetzelfde.

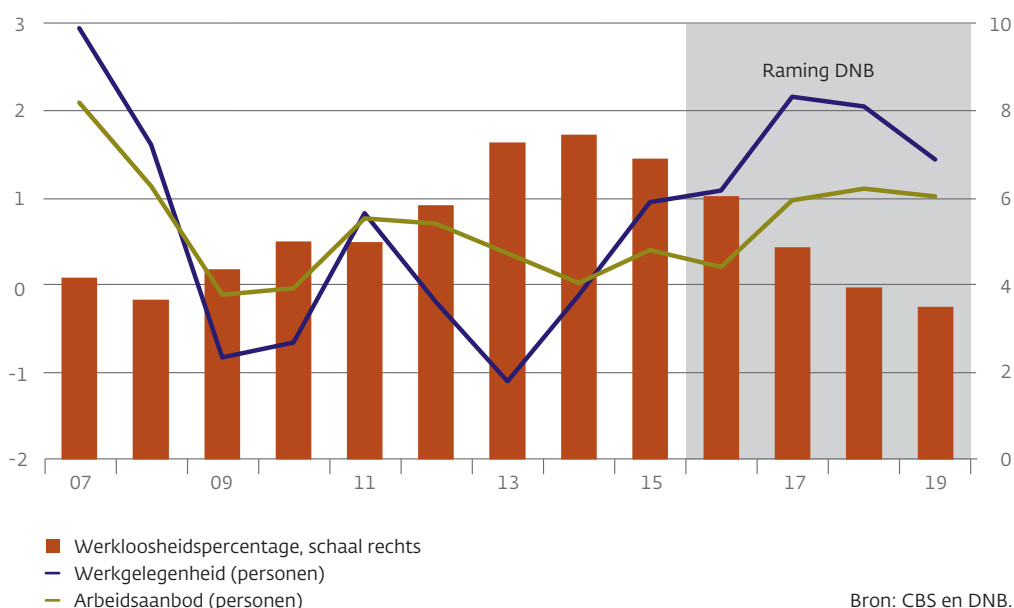
## Sterkste groei werkgelegenheid sinds 2007

Naar verwachting piekt de werkgelegenheidsgroei in 2017 op 2,2% (Grafiek 5). Dat is de sterkste groei van het aantal werkenden sinds 2007. Sinds het laatste kwartaal van 2016 kwamen er elk kwartaal ruim 50 duizend banen bij. De toenemende werkgelegenheid gaat hand in hand met de economische groei en houdt daarom ook in 2018 aan (2,0%). In 2019 zal de groei van de werkgelegenheid vertragen naar 1,4%, vooral doordat de economische groei wat lager is. Bovendien hebben bedrijven het steeds moeilijker om geschikt personeel te vinden.

Door de betere vooruitzichten worden meer mensen aangemoedigd om zich op de arbeidsmarkt te begeven. In 2017 groeit het arbeidsaanbod met 1,0%, terwijl dit in de afgelopen drie jaar nauwelijks toenam (gemiddeld 0,2% per jaar). Ook in 2018 en 2019 neemt het arbeidsaanbod met circa een procent per jaar toe. Niettemin blijft de groei van het arbeidsaanbod in de ramingsperiode achter bij de werkgelegenheidsgroei. De geraamde werkloosheid daalt dit jaar naar 4,9% van de beroepsbevolking en neemt volgend jaar verder af naar 3,9% en 3,5% in 2019. Daarmee zou de werkloosheid lager uitkomen dan in 2008. Deze toenemende spanning op de arbeidsmarkt komt in de raming tot uitdrukking in opwaartse druk op de lonen.

### Grafiek 5 Vraag en aanbod arbeidsmarkt

Procentuele mutaties jaar op jaar en procenten beroepsbevolking



De krapte op de arbeidsmarkt tekent zich nu al af, ondanks dat er in 2017 zo'n 100.000 meer werklozen waren dan in 2008. Steeds meer Nederlandse bedrijven hebben moeite met het vinden van geschikt personeel. Tussen oktober 2016 en oktober 2017 verdubbelde het aantal ondernemers dat in hun productie wordt belemmerd door te weinig arbeidskrachten. Een tekort aan arbeidskrachten is daarmee het belangrijkste knelpunt voor ondernemers, meer dan een tekort aan materialen, financiering of onvoldoende vraag. Vooral bedrijven in de zakelijke dienstverlening (uitzendbureaus en arbeidsbemiddelaars), IT-bedrijven, logistiek en de bouwrijverheid ervaren personeelstekorten. Uit recent UWV-onderzoek volgt hetzelfde beeld. Volgens Nederlandse bedrijven is een derde van de vacatures op dit moment moeilijk vervulbaar. De meest genoemde redenen hiervoor zijn dat sollicitanten niet over de juiste kwalificaties beschikken of dat er te weinig sollicitanten reageren.

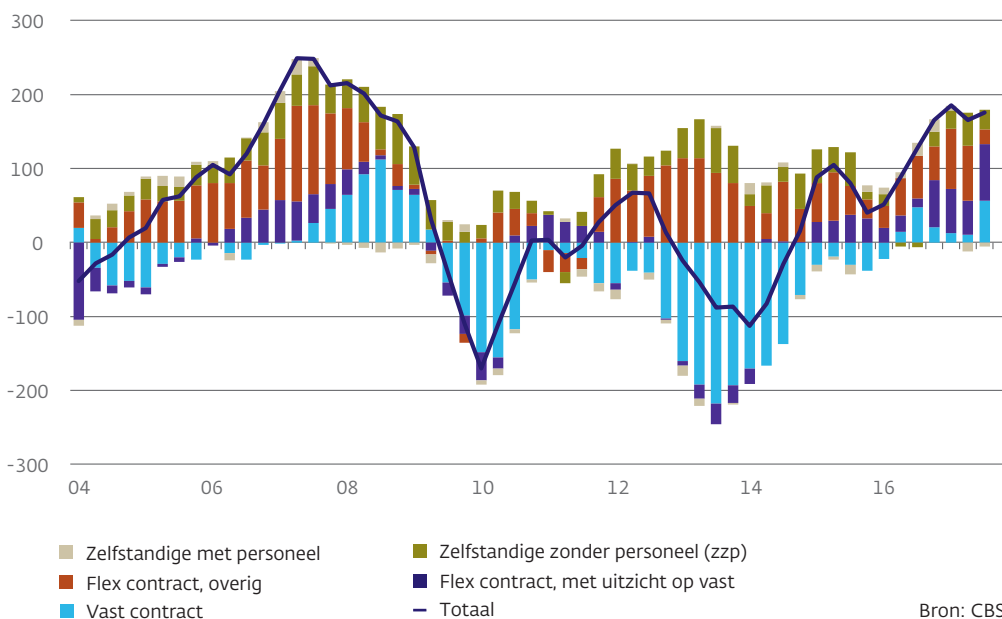
## Flexibilisering op zijn retour?

De aanhoudende werkgelegenheids groei en de toenemende arbeidsmarkt krapte gaan gepaard met een groei van het aantal vaste banen. Hoewel het aantal werknemers met een vast contract in de werkzame beroepsbevolking sinds de kredietcrisis fors is afgenomen, cumulatief met ruim 500.000 personen, neemt dat aantal sinds vorig jaar weer toe. Tegelijkertijd neemt het aantal zzp'ers en werkenden met een flexibel contract sneller toe, zodat het aandeel vaste contracten in de totale werkgelegenheid nog steeds afneemt.

In Grafiek 6 wordt de groei van de werkzame beroepsbevolking met een flexibel arbeidscontract uitgesplitst naar type contract. Daarin valt op dat de groei van het aantal personen 'met tijdelijke contracten met uitzicht op een vaste baan' vanaf eind 2016 snel toeneemt. Als deze tijdelijke contracten daadwerkelijk worden omgezet in vaste contracten, zal het aantal personen met een vast contract in 2018 en 2019 fors kunnen toenemen. In hoeverre dat gaat gebeuren, is onzeker. Ook in 2016K3 groeide het aantal vaste banen sterk, maar in de kwartalen daarna viel die groei terug. In de vorige periode van economische groei (2004-2007) was het patroon duidelijker dan in de huidige opgang. In eerste instantie werd de groei van de werkgelegenheid toen vooral gedragen door tijdelijke contracten (zonder uitzicht op vast), uitzend- en oproepwerk en banen met een nulurencontract. Daarna namen de tijdelijke contracten met uitzicht op vast dienstverband toe, uiteindelijk gevolgd door een groei van het aantal vaste contracten.

## Grafiek 6 Groei werkzame beroepsbevolking naar type arbeidsrelatie

Duizenden personen; mutatie ten opzichte zelfde periode een jaar eerder



## Loonontwikkeling versnelt

Tot nu toe is de loonontwikkeling gematigd. De groei van de loonsom per werknemer wordt in de eerste plaats getemperd door de beperkte contractuele loongroei. Na de crisis van 2008-2009 stegen de contractlonen gemiddeld met 1,3% per jaar; een procentpunt onder het langjarige gemiddelde (1980-2016). De contractloongroei bij bedrijven zal dit jaar net als in 2016 op 1,6% uitkomen. De op het eerste gezicht beperkte groei van de contractlonen in de afgelopen jaren is in lijn met de fundamentele factoren, zoals inflatie, arbeidsproductiviteitsgroei en werkloosheid. Pas vanaf volgend jaar trekt de contractloonstijging aan, naar 2,1% in 2018 en 2,5% in 2019. Dit komt onder andere door de krappere arbeidsmarkt en de olopemde inflatie.



De ontwikkeling van de loonsom wordt verder bepaald door het incidentele loon. Al vier jaar op rij is de groei daarvan negatief (Grafiek 7). Naast de gemiddelde toename van salarisperiodieken, bonussen en dergelijke, hangt de incidentele loongroei af van de samenstelling van de werkgelegenheid. De groei van de werkgelegenheid is niet voor alle groepen werknemers hetzelfde, zodat de gemiddelde beloning verandert als gevolg van de verschillen in beloning tussen deze groepen. Anders dan in de vorige periode van economische groei (2004-2007) bestaat de helft van de werkgelegenheidsgroei momenteel uit jonge en gemiddeld lager betaalde arbeidskrachten. Naar verwachting zal het incidentele loon vanaf 2018 weer enigszins bijdragen aan de groei van de loonsom per werknemer.

De aantrekkende loongroei in 2018 en 2019 heeft ook een bescheiden positief effect op de arbeidsinkomensquote (AIQ) van bedrijven. Die neemt tussen 2017 en 2019 met ongeveer een procentpunt toe, van 72,3 naar 73,4%, doordat de groei van de reële loonsom per werknemer in 2018 en 2019 groter is dan de groei van de arbeidsproductiviteit. De AIQ ligt ondanks deze stijging wel onder het langjarige gemiddelde van 74,6% (1978-2016).

### Grafiek 7 Decompositie loonontwikkeling bedrijven

Procentuele mutaties jaar op jaar; loonontwikkeling op basis van personen



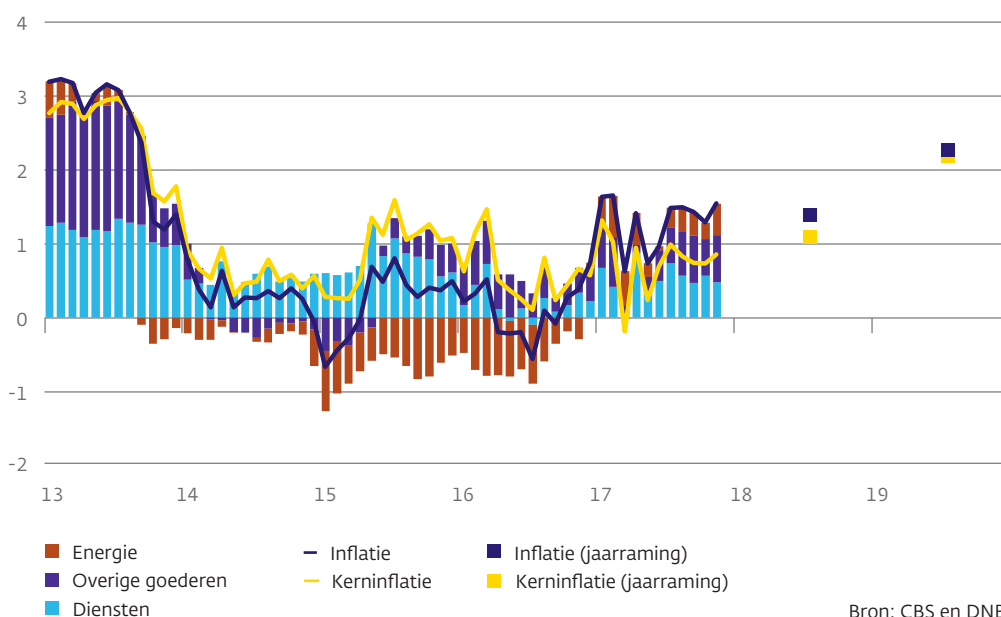
## Inflatie piekt in 2019 door hoger btw-tarief

De gemiddelde inflatie zal in 2017 naar verwachting uitkomen op ongeveer 1,3%, tegen 0,1% in 2016. De hogere inflatie in 2017 wordt voor het grootste deel veroorzaakt door hogere prijzen voor energie en voeding (Grafiek 8). De kerninflatie, zonder de bijdrage van energie en voeding, bedraagt in 2017 slechts 0,7%. Voor 2018 wordt een hogere kerninflatie verwacht. Vooral vanwege de krapper wordende arbeidsmarkt zal de loonsom sneller stijgen dan de arbeidsproductiviteit, waardoor de arbeidskosten per eenheid product toenemen. Producenten berekenen deze hogere kosten met vertraging door in hun prijzen, waardoor de kerninflatie in 2018 naar verwachting boven de 1% uitkomt. De totale HICP-inflatie in 2018 zal echter nog ruim beneden 2% blijven en uitkomen op 1,4%.

In 2019 komt de inflatie voor het eerst sinds 2013 weer boven de 2%, met een raming van 2,3%. Dit is grotendeels het gevolg van hogere indirecte belastingen, waarbij het aanpassen van het lage btw-tarief van 6% naar 9% het grootste gewicht in de schaal legt. Daarnaast krijgen de arbeidskosten per eenheid product in 2019 opnieuw een impuls (2,1%) via het sterker oplopen van contractlonen en incidentele lonen, bij een vrijwel ongewijzigde arbeidsproductiviteitsgroei.

### Grafiek 8 Inflatie (HICP)

Procentuele mutaties jaar op jaar en bijdragen in procentpunten



Bron: CBS en DNB.

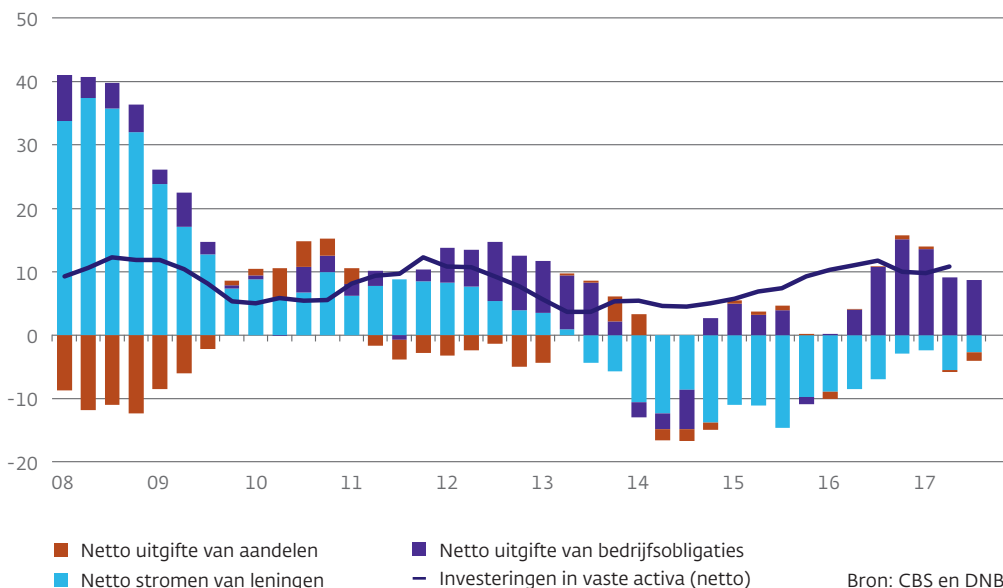
Toelichting: Kerninflatie = totaal minus voeding en energie.

## Verbeterde financieringsmogelijkheden voor bedrijven

De netto kredietverlening van banken aan niet-financiële bedrijven krimpt sinds 2013. Dit betekent dat het bedrag aan nieuwe leningen kleiner is dan de aflossingen op bestaande leningen. Grafiek 9 laat zien dat dit saldo sinds medio 2015 weer langzamerhand toeneemt, terwijl tevens de investeringen en daarmee de financieringsbehoefte van bedrijven toenemen. Voor de financiering van investeringen maken vooral de grotere bedrijven ook gebruik van aandelen en obligaties. De netto uitgifte van obligaties neemt sinds eind vorig jaar sterk toe. Bij externe financiering blijft het midden- en kleinbedrijf (MKB) echter vooral aangewezen op bankleningen. Uit enquêtegegevens blijkt dat bedrijven in het MKB steeds minder obstakels ondervinden voor het verkrijgen van bancair krediet. Het percentage afgewezen aanvragen neemt af, hoewel vooral bij het micro- en kleinbedrijf nog veel kredietaanvragen worden afgewezen (respectievelijk 34% en 24%, tegen 20% voor het MKB als geheel). In de periode van april tot en met september 2017 rapporteerde ruim de helft van de ondervraagde bedrijven in het MKB dat ze geen nieuwe bankleningen hadden aangevraagd omdat ze over voldoende middelen beschikten. Zowel bij het grootbedrijf als bij het MKB zijn de gemiddelde winsten sinds 2014 sterk verbeterd.

### Grafiek 9 Externe financiering van niet-financiële bedrijven

Miljarden euro; vierkwartaalssom



## 2 Bestedingen en overheidsfinanciën nader belicht

18

### Uitvoer groeit dit jaar sterker dan wereldhandel

De Nederlandse uitvoer profiteert dit jaar van een gunstige ontwikkeling van de wereldhandel, die in 2017 met 5,1% groeit, de hoogste groei in zes jaar (Tabel 2). De uitvoer neemt wat meer toe (5,8%), met een flinke groei van het binnenlands geproduceerde aandeel daarin (4,9%). Exclusief energie was dit zelfs 6,7%; de sterkste groei sinds 2000. Het resultaat is een flinke marktaandeelwinst. De komende jaren wordt een wat gematigder wereldhandelsgroei voorzien, wat zich vertaalt in een afzwakkende groei van de uitvoer en al zijn componenten. Ook het aandeel van 'made in Holland'-producten op de wereldmarkt neemt de komende jaren wat af, geheel in lijn met de historische trend in ontwikkelde landen.

De verbetering van de prijsconcurrentiepositie in 2017 draagt voor een belangrijk deel bij aan de uitvoergroei en daarmee aan de marktaandeelwinst. Ook in de verdere ramingsjaren blijft de concurrentiepositie positief bijdragen aan de ontwikkeling van de uitvoer, zij het in 2018 slechts marginaal (Grafiek 10).

### Tabel 2 Uitvoer Nederland en concurrentiepositie

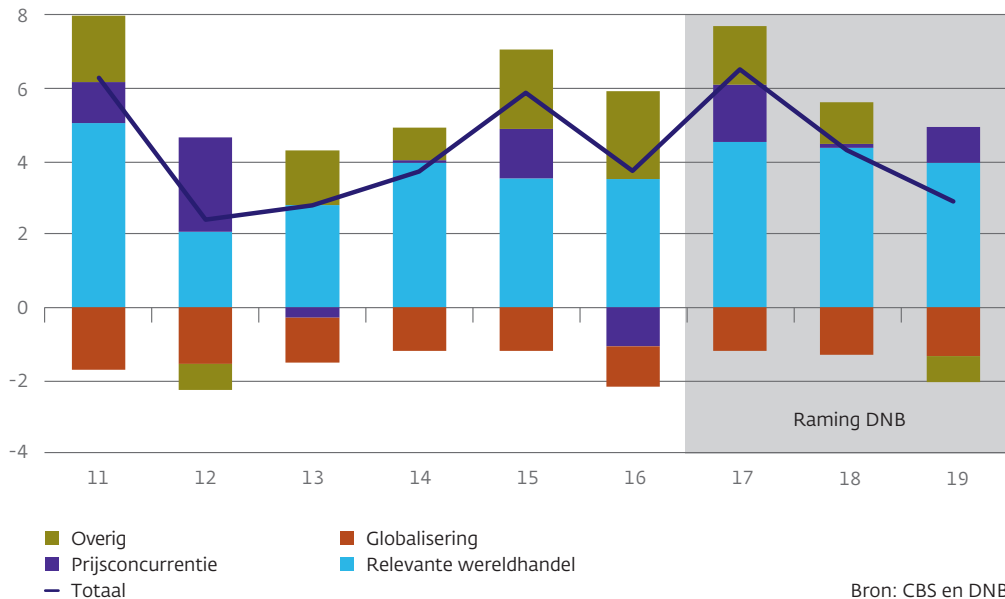
Procentuele mutaties, tenzij anders vermeld

	2016	2017	2018	2019
<b>Volume</b>				
Relevante wereldhandel (1)	3,6	5,1	4,7	4,0
Uitvoer goederen en diensten (2)	4,1	5,8	4,9	4,1
binnenlands geproduceerd	2,9	4,9	3,5	3,0
wederuitvoer	5,6	6,7	6,4	5,3
Handelsprestatie (2-1)	0,6	0,6	0,2	0,0
Uitvoer goederen en diensten excl. energie	4,4	6,7	5,3	4,0
binnenlands geproduceerd (3)	3,8	6,7	4,4	2,9
wederuitvoer	5,2	6,7	6,4	5,3
Marktaandeel (3-1)	0,2	1,6	-0,3	-1,1
<b>Prijs</b>				
Concurrentenprijs (4)	-3,0	2,0	0,4	2,0
Uitvoer goederen en diensten	-2,6	3,3	1,3	1,3
binnenlands geprod., excl. energie (5)	-1,1	-0,2	0,8	0,9
Prijsconcurrentie (4-5)	-2,0	2,2	-0,4	1,0

Bron: DNB en ECB.

## Grafiek 10 Bronnen van exportgroei

Procentuele mutaties en bijdragen in procentpunten



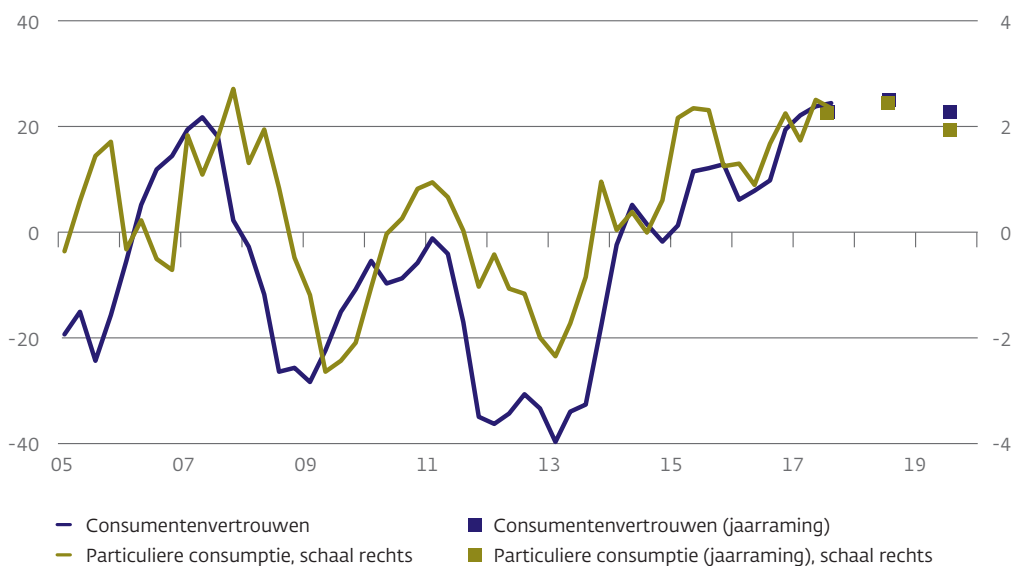
Toelichting: Betreft geschatte bijdragen aan binnenlands geproduceerde exportgroei exclusief energie.

## Stabiele en robuuste groei van particuliere consumptie ...

De particuliere consumptie kende de laatste twee jaar een volatiel kwartaalpatroon, onder andere door uitzonderlijke weersomstandigheden, vooral relevant voor het gasverbruik. Niettemin is de jaar-op-jaargroei sinds eind vorig jaar vrij stevig boven de 2% verankerd, het groeitempo van kort voor de kredietcrisis (Grafiek 11). In de raming blijft deze stabiele groei gehandhaafd, met gemiddeld 0,5% kwartaal-op-kwartaal in 2018 en 2019. Over een langere termijn voldoet de particuliere consumptie aan de empirische wetmatigheid dat inkomensschokken in eerste instantie grotendeels worden opgevangen in de besparingen en dat de bestedingen daar pas na enige tijd op reageren. Deze "consumption smoothing" zorgt er bijvoorbeeld voor dat de geplande belastingverlaging van 2019 in de raming nog niet voor een grote schok in de consumptie zorgt.

## Grafiek 11 Consumentenvertrouwen en particuliere consumptie

Saldo positieve/negatieve antwoorden en procentuele volumemutaties jaar op jaar, seizoengecorrigeerd



Bron: CBS en DNB.

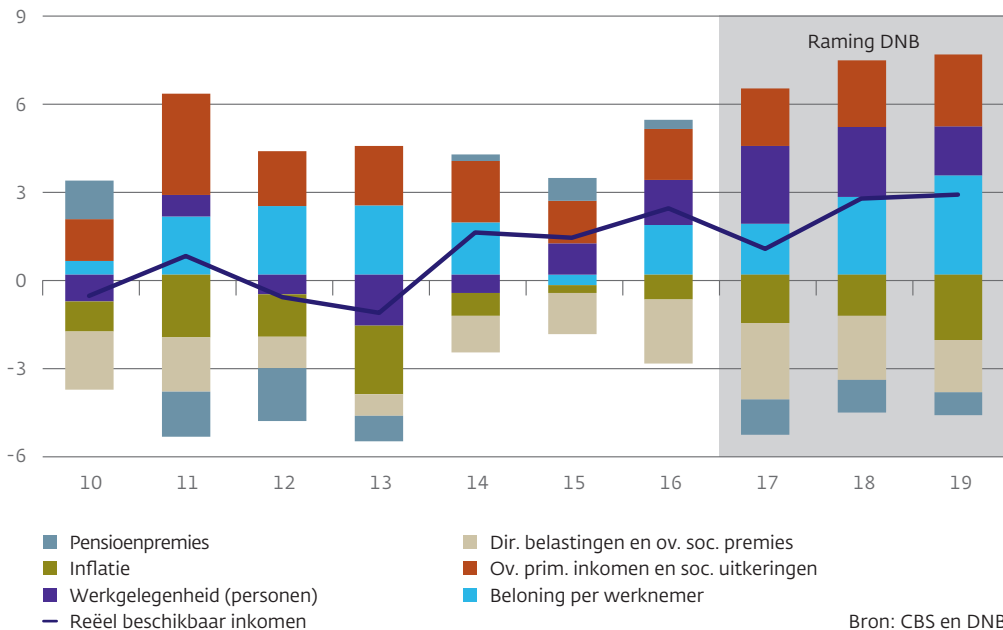
Grafiek 11 toont de verbetering van de consumptiegroei en van het consumentenvertrouwen. Gedurende 2017 schommelt het vertrouwen rond een uitzonderlijk hoog niveau, dat het laatste piekniveau van kort voor de kredietcrisis bijna evenaart. Het herstel van de consumptiegroei sinds 2013 hangt voor een belangrijk deel samen met het herstel van de woningmarkt. Zonder dit herstel zou de consumptiegroei gemiddeld per jaar een procentpunt lager hebben gelegen (zie Box 2). In de komende jaren zal dit effect beperkter zijn, doordat de huizenprijsstijging en de groei van de woninginvesteringen in de raming afvlakken.

### ... mede door sterke inkomensgroei in 2018 en 2019

De belangrijkste determinant van de particuliere consumptie is het beschikbare inkomen van huishoudens (Grafiek 12). Na enkele jaren van krimp herstelt het inkomen sinds 2014. Dit jaar valt de groei wat terug (0,9%), gevolgd door een forse toename in 2018 en 2019 met respectievelijk 2,6% en 2,7%. Dit zijn de hoogste groeicijfers sinds 2001. Het reële beschikbare inkomen ligt in 2019 ruim 9% boven het niveau van 2009.

## Grafiek 12 Reëel beschikbaar inkomen huishoudens

Procentuele mutaties jaar op jaar en bijdragen in procentpunten



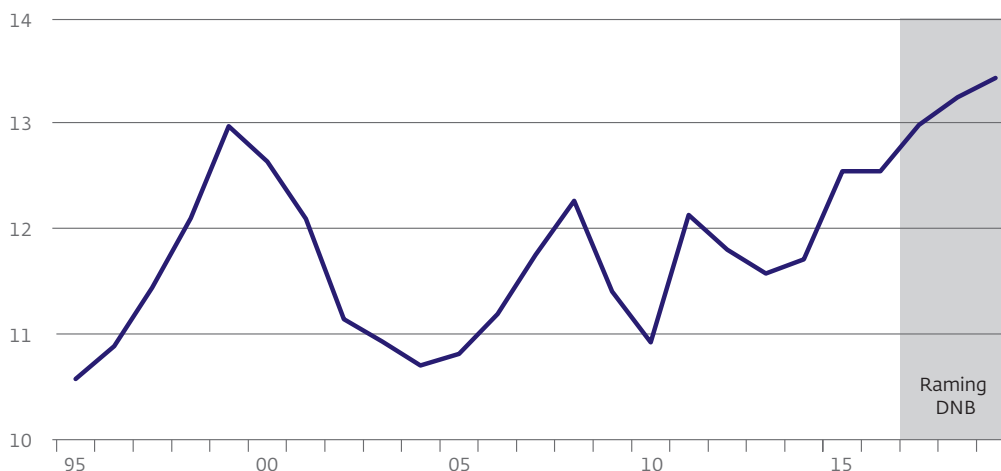
De groei van het beschikbare inkomen wordt dit jaar gedomineerd door de bijdrage van de werkgelegenheid. In de latere jaren van de voorspelperiode wordt het stokje overgenomen door de stijging van de lonen. Het overige primaire inkomen blijft bijdragen door de toename van het aantal zelfstandigen. Naast de inflatie wordt het reële bruto inkomen gedrukt door directe belastingen, pensioenpremies en overige sociale premies. De pensioenuitkeringen worden in de raming niet geïndexeerd, terwijl ook geen macro-economisch significante kortingen zijn voorzien.

## Stevige groei van bedrijfsinvesteringen

De groei van de investeringen van bedrijven (exclusief woningen) vertoont gewoonlijk een wat volatieler verloop dan de andere bestedingscomponenten. Dit komt mede door incidentele componenten, zoals investeringen in vliegtuigen. Na een groei van 2,2% in 2016, is voor 2017 een groei van 6,9% te verwachten. Bij de licht vertragende economische groei doet ook de investeringsgroei de komende jaren een stapje terug, naar 5,1% in 2018 en 3,8% in 2019. Ondanks de lagere groeicijfers loopt de investeringsquote – de verhouding tussen de reële bedrijfsinvesteringen en het reële bbp – geleidelijk op van 12,6% in 2016 naar 13,4% in 2019 (Grafiek 13). Dit is het hoogste niveau sinds 1977. Voor veel bedrijven is het noodzakelijk om de productiecapaciteit uit te breiden. De bezettingsgraad in de industrie was in oktober 83,1% en ligt daarmee weer boven het niveau dat kort voor het uitbreken van de kredietcrisis werd gemeten.

## Grafiek 13 Bedrijfsinvesteringen

Procenten bbp; volume



Bron: CBS en DNB.

Daarnaast zijn de omstandigheden voor het opvoeren van de bedrijfsinvesteringen gunstig. Het producentenvertrouwen in de industrie was in november vrijwel gelijk aan het hoogste niveau in de laatste drie decennia, dat begin 2008 werd gemeten. De afgelopen jaren is de financieel-economische situatie in de bedrijvensector gemiddeld genomen sterk verbeterd. Over het derde kwartaal rapporteerde per saldo 9,4% van de bedrijven een gestegen winstgevendheid, tegen 5,8% een jaar eerder. Het percentage ondernemingen dat aangeeft financiële beperkingen te ondervinden in de bedrijfsvoering is aan het begin van het vierde kwartaal van dit jaar afgenomen naar 6,5%; vier jaar geleden was dat nog het dubbele. Daarbij zijn de financieringskosten nog steeds laag, met een rentepercentage op nieuwe bankleningen dat voor alle looptijden sinds 2011 vrijwel is gehalveerd.

## Woningmarkt draait op volle toeren

In de twaalf maanden tot en met oktober wisselden 239.000 woningen van eigenaar; het hoogste aantal sinds 1992 (Grafiek 14, links). Het vorige verkooprecord dateert van 2006 en lag zo'n 10% lager. De Nederlandse woningmarkt draait dan ook op volle toeren, wat niet verrassend is in het licht van de stevige economische groei, de dalende werkloosheid en de lage hypotheekrente. Opmerkelijk is dat de grootste toename van transacties nu plaatsvindt in regio's waar het herstel van de woningmarkt lange tijd achterbleef bij het gemiddelde, zoals Flevoland en Drenthe. In Amsterdam en Utrecht daarentegen nam het aantal transacties juist af. De markt is daar in het afgelopen jaar zodanig verhit geraakt dat een kentering in het aantal transacties onvermijdelijk werd.



## Grafiek 14 Woningmarkt: transacties en overcapaciteit

Vierkwaartaalssom in duizenden en genormaliseerd percentage, driemaandsgemiddelde



Bron: Europese Commissie en CBS.

Toelichting: Verkochte woningen 2017K4 = twaalfmaandssom t/m oktober 2017.  
Overcapaciteit betreft deelvraag ("onvoldoende vraag") in enquête naar vertrouwen in bouwsector. Genormaliseerd over de historische lengte van de reeks.

De gemiddelde huizenprijs steeg in oktober 8,2% ten opzichte van oktober 2016. Het is bijna 16 jaar geleden dat de prijsstijging boven de 8% lag (in januari 2002). Tot en met het derde kwartaal van 2017 is de gemiddelde huizenprijs sinds het dieptepunt in 2013 met 22% gestegen. Dit is vrijwel gelijk aan de voorafgaande prijsdaling tussen 2008 en 2013, die 21,5% bedroeg. In de grote steden liggen de prijzen echter al weer enige tijd boven de piek van 2008; in Amsterdam bijvoorbeeld ruim 25% en in Rotterdam 13%.

De groei van de uitstaande hypotheekschuld is dit jaar naar verwachting 1,4%, op het eerste gezicht een bescheiden groeicijfer in het licht van de uitbundige woningmarkt. De uitstaande schuld is echter een resultante van onder andere de nieuw verstrekte hypotheekleningen en aflossingen op bestaande leningen. Vooral deze laatste component is de afgelopen jaren toegenomen. Bij de gerealiseerde inkomensgroei en de lage rente op spaargeld en beleggingen, is het aantrekkelijk om extra af te lossen. Dit geldt vooral bij consumenten met een vaste, hogere hypotheekrente, die moeilijk of slechts tegen hoge kosten is te herfinancieren. Dit had een drukkend effect op de hypotheekgroei van naar schatting 2 procentpunt per jaar in de periode 2013-2016. Mede hierdoor is de verhouding tussen de totale hypotheekschuld en het inkomen van huishoudens afgenomen van 228% in 2009 naar 209% in 2016. In de raming daalt dit geleidelijk verder, naar 206% in 2019. Naar verwachting neemt de groei van de hypotheekschuld de komende jaren geleidelijk toe.

24

In de raming houdt de stijging van de huizenprijs aan, met 7,5% in 2017 en enigszins afvlakkend naar respectievelijk 7,1% en 5,2% in de komende twee jaren. Naast factoren die de vraag naar woningen stimuleren, zoals hypotheekrente, vertrouwen en inkomen, houdt de aanhoudende prijsstijging verband met krapte aan de aanbodkant van de markt. Landelijk bedraagt momenteel de verhouding tussen aangeboden en verkochte woningen ongeveer vijf. In 2013 werden nog ongeveer 30 woningen aangeboden per transactie (bron: Rabobank). Het aantal nieuwbouwvergunningen ligt ook nog ver onder het niveau van voor de crisis. Weliswaar is daar de komende jaren een significante groei van te verwachten, maar de bouwsector loopt inmiddels duidelijk tegen zijn capaciteitsgrenzen aan. Zo blijkt uit enquêtes dat aan de langdurige periode van overcapaciteit in de bouwsector eind vorig jaar een einde is gekomen (Grafiek 14, rechts). Het ondernemersvertrouwen in de bouw is zeer positief, maar in oktober toch wat afgenomen, mogelijk als gevolg van de productiebelemmeringen en de snel afgenomen overcapaciteit.

## Overschot op overheidsbegroting en snel afnemende schuld

De overheidsfinanciën ontwikkelen zich gunstig. Voor 2017, 2018 en 2019 zijn begrotingsoverschotten voorzien van achtereenvolgens 0,5%, 0,5% en 0,9% bbp, ondanks de budgettaire verruiming die besloten ligt in het regeerakkoord. Zo verhoogt het nieuwe kabinet de uitgaven aan onder andere onderwijs en defensie. Per saldo nemen de collectieve uitgaven in procenten van het bbp echter af, van 43,2% tot 42,9% bbp (Tabel 3). Dit komt door de effecten van eerder ingezet beleid, de stevige economische groei en de lagere rentelasten.

### Tabel 3 Kerngegevens overheidsfinanciën

Procenten bbp

	2016	2017	2018	2019
Collectieve uitgaven	43,5	43,2	43,1	42,9
Collectieve lasten	38,9	38,8	38,9	39,1
Overige inkomsten	5,0	4,9	4,7	4,7
Primair saldo	1,4	1,5	1,5	1,8
EMU-saldo	0,4	0,5	0,5	0,9
Structureel saldo (EC-methode)	1,0	0,4	-0,1	0,1
EMU-schuld	61,8	58,0	54,5	50,8

Bron: DNB.

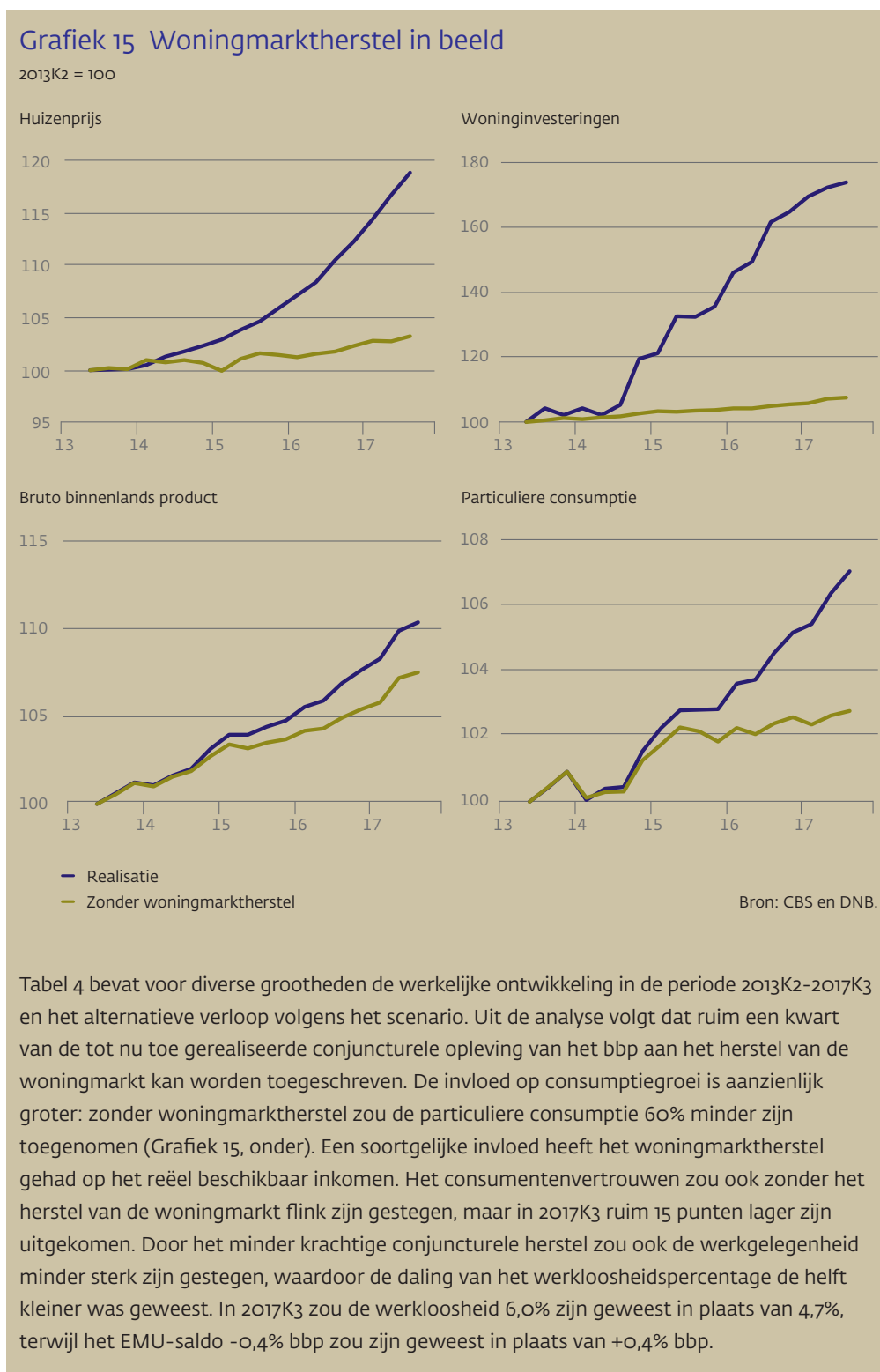
Vanaf 2019 wordt de inkomstenbelasting verlaagd; daar tegenover staan hogere indirecte belastingen (btw en energiebelastingen). Verder nemen de belastinginkomsten toe door eerder ingezet beleid, zoals maatregelen rondom het pensioen in eigen beheer, en door de gunstige conjunctuur. Per saldo stijgen de collectieve lasten van 38,8% bbp in 2017 tot 39,1% bbp in 2019.

De overheidsschuld daalt van 61,8% bbp in 2016 naar 50,8% in 2019. Deze forse daling wordt gedreven door de begrotingsoverschotten en de stevige economische groei. Daarnaast zijn er andere factoren die de schuld doen dalen, zoals de verdere verkoop van ABN AMRO. De schuld voldoet naar verwachting dit jaar aan de Europese begrotingsnorm voor de schuld (maximaal 60% bbp). Ook het structurele overheidssaldo en het EMU-saldo blijven in de ramingsperiode onder de 'Europese' normen.

## Box 2 Belang van woningmarktherstel voor de economische opgang

Het herstel van de Nederlandse economie begon in het tweede kwartaal van 2013. Vanaf dat moment loopt het reële bbp weer op en wordt de negatieve output gap geleidelijk kleiner. Een vergelijkbare ontwikkeling zien we op de woningmarkt. De gemiddelde verkoopprijs van bestaande woningen bereikte in het tweede kwartaal van 2013 het dieptepunt en steeg daarna weer, in een geleidelijk toenemend tempo. Ook de woningtransacties, de woninginvesteringen en de activiteit in de bouwsector kennen rond halverwege 2013 een kantelpunt. Dit roept de vraag op in hoeverre de conjuncturele opgang kan worden toegeschreven aan het herstel van de woningmarkt.

De gerealiseerde huizenprijsstijging heeft via de toenemende waarde van het eigenwoningbezit en het consumentenvertrouwen een opwaarts effect gehad op de particuliere consumptie en daarmee op het bbp. De investeringen in woningen – die bestaan uit nieuwbouw, verbouw en transactiekosten van woningverkopen – hadden eveneens een productieverhogend effect. Door deze impuls zijn ook de werkgelegenheid en de investeringen van bedrijven toegenomen, wat het positieve effect op de consumptie en het bbp verder heeft vergroot. Om de bijdrage van het woningmarktherstel aan de huidige economische opgang te kwantificeren is een alternatief economisch scenario berekend. Daarin is verondersteld dat de huizenprijzen vanaf 2013K2 gelijk oplopen met de consumptieprijzen, en de reële woninginvesteringen in hetzelfde tempo groeien als het reële bbp. In de eerste vier kwartalen van dit scenario ontwikkelen de huizenprijzen en de woninginvesteringen zich grosso modo nog conform de realisaties; daarna blijven ze daar in toenemende mate bij achter (Grafiek 15, boven). In het scenario stijgen de woninginvesteringen tot en met 2017K3 in totaal met 7,5%, in plaats van de gerealiseerde 73,4%. De huizenprijsstijging blijft beperkt tot de inflatie van 3,2%.



**Tabel 4 Effecten van het herstel van de woningmarkt op de Nederlandse economie**

Procentuele mutaties, tenzij anders vermeld

	Totale groei in 2013K2 - 2017K3	
	Realisatie	Zonder herstel woningmarkt
Bruto binnenlands product (volume)	10,4	7,5
Particuliere consumptie (volume)	7,0	2,8
Bedrijfsinvesteringen (volume)	25,7	20,6
Reëel beschikbaar inkomen huishoudens	7,3	3,1
Consumentenvertrouwen ( $\Delta$ )	58,7	43,5
Werkgelegenheid (personen)	4,4	2,5
Werkloosheid (% beroepsbevolking) ( $\Delta$ )	-2,4	-1,2
EMU-saldo (% bbp) ( $\Delta$ )	2,9	2,1

## 3 Rentestijging: een alternatief scenario

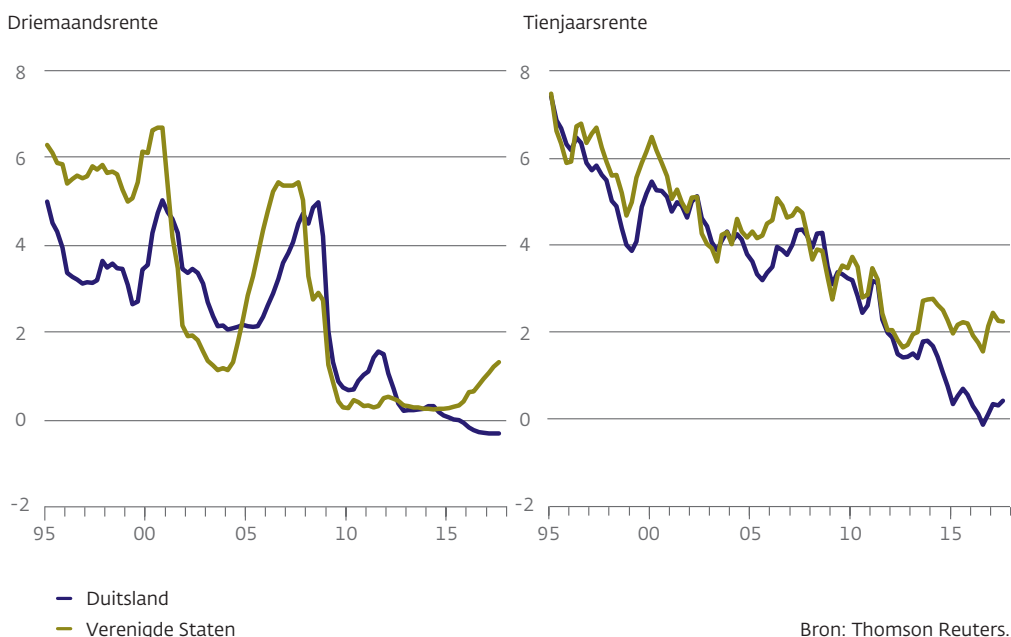
28

Terwijl de mondiale economische groei momenteel flink aantrekt, is in veel ontwikkelde economieën sprake van langdurig lage markttrentes. Grafiek 16 illustreert de lage niveaus van de driemaands- respectievelijk tienjaarsrente in Duitsland en de Verenigde Staten. Voor overheden, huishoudens en bedrijven met schulden is de lage rente in het algemeen voordelig. Tegelijkertijd brengen langdurig lage markttrentes onder andere het risico met zich mee dat huishoudens en bedrijven er bij hun beslissingen ten onrechte van uitgaan dat de rente ook in de toekomst zo laag blijft.

Het is aannemelijk dat zich op enig moment in de toekomst weer een rentestijging gaat voordoen, hoewel het ongewis is wanneer en in welk tempo. In dit alternatieve scenario wordt onderzocht wat de economische effecten zijn als de rentes abrupt zouden oplopen. Omdat de gevolgen van een rentestijging moeilijk los te zien zijn van de achterliggende oorzaken, heeft het scenario een partieel karakter en zijn de berekende effecten met de nodige onzekerheid omgeven. Hogere markttrentes kunnen het gevolg zijn van toegenomen onzekerheid bij financiële marktpartijen, die hun risico's herprijzen. De toegenomen marktonzekerheid kan bijvoorbeeld zijn ingegeven door een veranderde perceptie over het monetaire beleid, de economische ontwikkeling of de geopolitieke situatie.

### Grafiek 16 Driemaands- en tienjaarsrente in Duitsland en de VS

Procenten



In dit alternatieve scenario wordt een exogene stijging van de kapitaalmarktrente gesimuleerd.<sup>3</sup> Ten opzichte van het basispad is verondersteld dat de rente wereldwijd voor langere tijd 100 basispunten hoger ligt. Dit gaat gepaard met een neerwaarts effect op de wereldhandel en de internationale aandelenmarkten. Tabel 5 laat zien dat de voor Nederland relevante wereldhandel in het tweede jaar ruim 3% lager uitkomt dan in het basispad. Tegelijkertijd vallen de aandelenkoersen terug met ruim 15%.<sup>4</sup> De gevolgen hiervan voor de Nederlandse economie zijn berekend met het macro-econometrische model DELFI.

De rentestijging verhoogt de kapitaalkosten van bedrijven, waardoor de bedrijfsinvesteringen afnemen. De lagere aandelenkoersen hebben een additioneel negatief effect op de investeringen. Door de lagere winstgevendheid en minder vraag naar investeringsgoederen daalt de productie en daarmee ook de vraag naar arbeid. Lagere werkgelegenheid en (op termijn) lagere reële lonen dempen de reële beschikbare inkomens van huishoudens. Dit heeft een neerwaarts effect op de particuliere consumptie. Het prijsniveau komt door de afgenomen bedrijvigheid ook lager uit. Door de hogere rente neemt eveneens de hypotheekrente toe, wat leidt tot een flinke daling van het hypothecair krediet en de huizenprijs. De afkoeling van de woningmarkt gaat gepaard met minder investeringen in woningen. De lagere huizenprijs heeft bovendien een drukkend effect op de vermogens van huishoudens, waardoor de particuliere consumptie nog sterker afneemt. De gedaalde bestedingen leiden tot olopemde werkloosheid. Doordat de bestedings- en vermogenseffecten met enige vertraging optreden, ligt het zwaartepunt van het scenario ruwweg in het vierde jaar. In lijn met de analyse van Box 2 illustreert het scenario dat de woningmarkt een belangrijk binnenlands kanaal vormt voor de Nederlandse economie. In het vierde jaar liggen het reële bbp en de consumptie 1,6% respectievelijk 3,6% onder het basispad,

## Tabel 5 Uitgangspunten rentescenario

Procentuele afwijking van het basispad, tenzij anders vermeld

	jaar:	1	2	3	4
Kapitaalmarktrente (bps)		+100	+100	+100	+100
Volume relevante wereldhandel		-1,6	-3,2	-2,8	-1,9
Aandelenkoers		-14,9	-15,8	-16,0	-16,1

Bron: DNB.

Toelichting: Wereldhandelseffecten en aandelenkoers zijn gebaseerd op berekeningen met NiGEM.

- 3 Omdat de raming niet verder dan twee jaar vooruitkijkt en de gevolgen van een renteverhoging langere tijd doorwerken, worden de effecten berekend ten opzichte van een gerealiseerd historisch basispad ('counter factual') voor de Nederlandse economie.
- 4 De internationale uitgangspunten voor Nederland ten aanzien van de wereldhandel en de aandelenmarkten zijn gesimuleerd met het wereldmodel NiGEM. Daarbij is aangenomen dat begrotingsbeleid en monetair beleid ongewijzigd blijven en dat economische agenten hun verwachtingen adaptief aanpassen.

30

wat gepaard gaat met een 5% lagere huizenprijs. Als gevolg van de afkoelende economie komt de werkloosheidsvoet na vier jaar 1,1 procentpunt hoger uit. Door de verslechterde arbeidsmarkt en de lagere economische groei valt het EMU-saldo 1,4 procentpunt van het bbp lager uit ten opzichte van het basispad. De daling van de relevante wereldhandel heeft een fors effect op de uitvoer. De invoer daalt nog sneller dan de uitvoer, doordat deze ook reageert op de afgenomen binnenlandse bestedingen. De uitvoer en de invoer komen in het vierde jaar 1,6% respectievelijk 2,9% lager uit dan in het basispad, waardoor het saldo op de lopende rekening oploopt (Tabel 6).

Hoewel de analyse met de nodige onzekerheid is omgeven, illustreert het scenario dat een abrupte wereldwijde rentestijging de groei van de Nederlandse economie flink kan afremmen. Ruwweg zou de bbp-groei zo'n 0,4 procentpunt gemiddeld per jaar achterblijven, waarbij de effecten in de eerste twee jaar groter zijn. Afgezet tegen de bbp-raming voor de komende twee jaar (gemiddeld 2,7% groei), is het te verwachten dat de groei ook in het scenario ruim boven potentieel zal blijven.

## Tabel 6 Uitkomsten rentescenario

Procentuele afwijking van het basispad, tenzij anders vermeld

	jaar:	1	2	3	4
Bruto binnenlands product		-0,5	-1,3	-1,7	-1,6
Particuliere consumptie		-0,5	-1,5	-2,7	-3,6
Bedrijfsinvesteringen		-0,4	-1,6	-3,5	-5,1
Woninginvesteringen		-0,8	-3,1	-4,3	-3,6
Uitvoer goederen en diensten		-1,2	-2,6	-2,4	-1,6
Invoer goederen en diensten		-1,1	-2,8	-3,2	-2,9
Contractloon bedrijven		0,0	-0,3	-0,8	-1,4
Geharmoniseerde consumentenprijsindex		0,0	-0,1	-0,4	-0,8
Prijsindex bestaande koopwoningen		-0,6	-1,8	-3,7	-5,2
Werkgelegenheid (personen)		-0,1	-0,7	-1,4	-1,7
Werkloosheid (% beroepsbevolking)		0,1	0,6	1,0	1,1
EMU-saldo (% bbp)		-0,2	-0,8	-1,3	-1,4
Lopende rekening (% bbp)		0,0	0,5	1,2	1,6
Woninghypotheken		-0,1	-1,3	-2,9	-3,8
Bancair krediet bedrijven		0,3	0,0	-0,6	-1,2

Bron: DNB.









DeNederlandscheBank

EUROSYSTEEM

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