

Economische Ontwikkelingen en Vooruitzichten

juni 2011 / nr. 1

EMBARGO

**Op deze publicatie rust een embargo tot
dinsdag 14 juni 2011, 13.00 uur.
Voor dat tijdstip mag geen enkele informatie
hieruit worden vrijgegeven.**

De Nederlandsche Bank

*Economische Ontwikkelingen
en Vooruitzichten*

juni 2011, nr. 1

© 2011 De Nederlandsche Bank NV

Oplage: 2.500

Afsluitdatum: 7 juni 2011.

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

Westeinde 1, 1017 ZN Amsterdam – Postbus 98, 1000 AB Amsterdam,
Telefoon (020) 524 91 11 – Telefax (020) 524 25 00
Internet: www.dnb.nl.

Inhoud

Voorwoord 4

Samenvatting 5

1 Economische vooruitzichten voor 2011-2013 6

Box 1 Conjunctuurberstel vlakkt de komende maanden af 9

2 Internationale ontwikkelingen 10

Box 2 DELFI: het nieuwe macro-economische model van DNB 13

3 Binnenlandse bestedingen 14

4 Arbeidsmarkt en prijzen 17

Box 3 Risico's voor de Nederlandse economie van een wereldwijd oplopende inflatie 20

Voorwoord

Met de halfjaarlijks verschijnende publicatie *Economische Ontwikkelingen en Vooruitzichten* introduceert DNB de opvolger van het gelijknamige artikel in het Kwartaalbericht. Net als voorheen staan daarin de voorspellingen van DNB voor de Nederlandse economie centraal.¹ Deze worden geplaatst tegen de achtergrond van de recente nationale en internationale ontwikkelingen. Waar nodig worden onzekerheidsvarianten rondom de economische vooruitzichten opgenomen.

¹ De aannames omtrent de ontwikkelingen van de wereldhandel, wisselkoersen, internationale grondstoffenprijzen en rentes zijn vastgesteld door deskundigen van de ECB en van de nationale centrale banken van het eurogebied, in het kader van de macro-economische voorspellingen voor het eurogebied. De aannames zijn gebaseerd op informatie die beschikbaar is tot en met 19 mei 2011.

Samenvatting

De economische vooruitzichten voor dit jaar zijn licht verbeterd ten opzichte van de vorige voorspellingen (eind 2010). In 2011 verwacht DNB voor Nederland een BBP-groei van 2,2%. Inmiddels verzwakken de internationale economische indicatoren enigszins. Ook in Nederland zwakt de conjunctuur naar verwachting af, waardoor het groeitempo in 2012 uitkomt op 1,7%. Wanneer in 2013 het binnenlandse herstel vastere vorm krijgt, trekt de groei voorzichtig aan tot 2,1%.

Daarmee blijft de economische groei de komende jaren naar verwachting rond de 2% liggen. Vergeleken met eerdere herstelperiodes na een diepe recessie, is dit geen al te hoog groeitempo. Toch ligt het boven het potentiële groeitempo (de groei die de economie over een lange termijn gemiddeld kan volhouden). Dit betekent dat de conjuncturele druk in de Nederlandse economie de komende jaren, net als in eerdere herstelfases, geleidelijk oploopt.

In de geïndustrialiseerde wereld houdt het economische herstel aan, maar dit verloopt in een trager tempo dan in eerdere herstelperiodes. In de opkomende economieën ligt de groei veel hoger en dreigt al een situatie van oververhitting. Al met al blijft de wereldhandel naar verwachting groeien, zij het niet meer in het uitbundige tempo van vorig jaar.

Vanuit de internationale omgeving komen ook de belangrijkste neerwaartse risico's voor de economische vooruitzichten. Een eerste risico betreft de gevolgen van de Europese schuldencrisis. Een verdere verslechtering daarvan, of de aanhoudende onzekerheden daar omheen, kunnen via de financiële markten doorwerken naar de reële economie van het eurogebied. Een additioneel risico is de dreigende oververhitting in opkomende economieën, die via hogere exportprijzen tot een wereldwijd hogere inflatie kan leiden. Tot slot kan het wereldwijde economische herstel in het algemeen trager verlopen dan nu voorzien, wat de Nederlandse uitvoer direct zou schaden, via een lagere wereldhandelsgroei.

Vooralsnog houdt de uitvoergroei aan, maar daarnaast wint het binnenlandse herstel aan kracht. De Nederlandse economie profiteert dit jaar en volgend jaar vooral van de toenemende activiteit van bedrijven, die hun investeringen flink opvoeren. Huishoudens blijven dit jaar en volgend jaar eerst nog wat terughoudend met hun bestedingen. Door de sneller dan voorziene groei in 2011, verbeteren de Nederlandse overheidsfinanciën in een hoger tempo dan eerder werd voorzien. Een jaar voor de deadline van de excessieve tekortprocedure daalt het tekort onder het criterium van 3% BBP. Niettemin is hier een verder herstel noodzakelijk.

De werkloosheid blijft laag en daalt geleidelijk tot onder de 4% in 2013. De werkgelegenheid bij de overheid neemt af, terwijl bedrijven nog maar langzaam hun werkgelegenheid uitbreiden, doordat er nog capaciteit over is van de afgelopen jaren. De inflatie komt dit jaar uit op gemiddeld 2,5% als gevolg van hogere energieprijzen. Daarna volgt een daling naar 2,1% in 2012 en 1,7% in 2013. De kerninflatie neemt toe door een licht toenemende conjuncturele druk, al blijft de loongroei vooralsnog gematigd.

I Economische vooruitzichten voor 2011-2013

De Nederlandse groei stabiliseert rond 2 procent

Steviger binnenlands groei-fundament

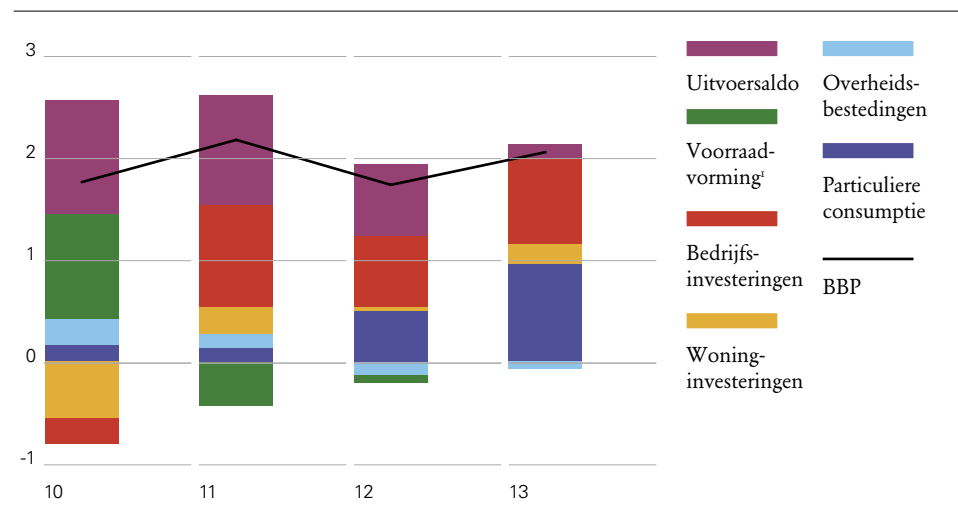
De Nederlandse BBP-groei stabiliseert in de periode 2011-2013 rond de 2% (Tabel 1). Vooral dit jaar is er een substantiële groeibijdrage van het uitvoersaldo, net als in 2010 (Grafiek 1). De uitvoer groeit stevig verder, terwijl de invoer vanwege de zwakke binnenlandse vraag nog achterblijft. Het binnenlandse fundament onder de economische groei wordt de komende jaren geleidelijk sterker. Dit begint bij de bedrijven. Mede door de exportgroei krijgen bedrijven betere vooruitzichten en ontplooiën dit jaar fors meer investeringsactiviteiten. De huishoudens daarentegen, zijn eerst nog terughoudend. Vanaf 2012 beginnen ook hun bestedingen aan te trekken. Deze verbetering van de private bestedingsgroei komt op het juiste moment. De publieke bestedingen waren de afgelopen jaren immers een belangrijke pijler onder de groei. Dit valt weg nu de overheid prioriteit gaat geven aan gezonde financiën.

Groeiuitschieter in eerste kwartaal 2011

In het eerste kwartaal van dit jaar versnelde de groei onverwacht tot 0,9% ten opzichte van het voorgaande kwartaal. Dit was een uitschieter die qua omvang, noch samenstelling maatgevend is voor het huidige hersteltempo. Alleen de voorraadvorming en de investeringen droegen bij aan de groei. De eerste maanden van dit jaar waren relatief warm, terwijl de laatste maanden van vorig jaar de koudste waren in dertig jaar. Daardoor konden de investeringen in woningen, bedrijfsgebouwen en infrastructuur explosief toenemen. Het omgekeerde trad op bij de bestedingen van huishoudens. Door het winterweer waren de uitgaven van huishoudens aan energie eind vorig jaar zeer hoog, maar begin dit jaar weer laag. Daardoor viel de particuliere consumptie in het eerste kwartaal zelfs iets terug. De terugval van de

Grafiek 1 Geleidelijke groeiverbreiding

Procentuele mutaties en procentpunten



1 Inclusief statistisch verschil.
Bron: CBS en DNB.

Tabel 1 Kerngegevens raming Nederlandse economie

Procentuele veranderingen, tenzij anders vermeld

	2010	2011	2012	2013
Volume bestedingen en productie				
Bruto binnenlands product	1,8	2,2	1,7	2,1
Particuliere consumptie	0,4	0,3	1,1	2,1
Overheidsbestedingen	0,9	0,4	-0,5	-0,2
Bedrijfsinvesteringen	-2,4	10,0	6,5	7,5
Woninginvesteringen	-10,9	6,1	0,9	4,4
Uitvoer	10,9	5,7	7,4	6,3
Invoer	10,5	5,0	7,3	6,9
Lonen en prijzen				
Contractloon per werknemer bedrijven	1,0	1,7	2,1	2,4
Loonsom per werknemer bedrijven	1,3	2,6	3,4	3,0
Geharmoniseerde consumentenprijsindex	0,9	2,4	1,9	1,7
Arbeidsmarkt				
Werkgelegenheid (personen, groei)	-0,5	0,9	1,0	1,1
Arbeidsaanbod (personen, groei)	0,3	0,6	0,8	0,8
Werkloosheid (personen x 1000)	391	366	348	329
Werkloosheid (niveau, %)	4,5	4,2	4,0	3,8
Collectieve sector				
EMU-vorderingensaldo (niveau, % bbp)	-5,3	-3,8	-2,5	-2,0
Bruto schuld (niveau, ultimo, % bbp)	62,7	63,1	62,8	62,7
Internationale uitgangspunten				
Volume relevante wereldhandel	10,2	6,8	6,7	6,6
VS	2,9	2,6	2,7	2,8
Eurogebied	1,7	1,5 – 2,3	0,6 – 2,8	
Opkomende economieën	7,2	6,3	6,0	6,1
Korte rente eurogebied (niveau, %)	0,8	1,6	2,3	2,8
Lange rente Nederland (niveau, %)	3,0	3,5	3,9	4,1
Eurokoers (niveau, USD)	1,33	1,42	1,43	1,43
Olieprijs (niveau, UK Brent in USD per vat)	79,8	111,2	108,0	103,7
Grondstoffenprijzen exclusief energie, in USD	37,1	20,4	1,2	5,1

Bron: DNB en ECB.

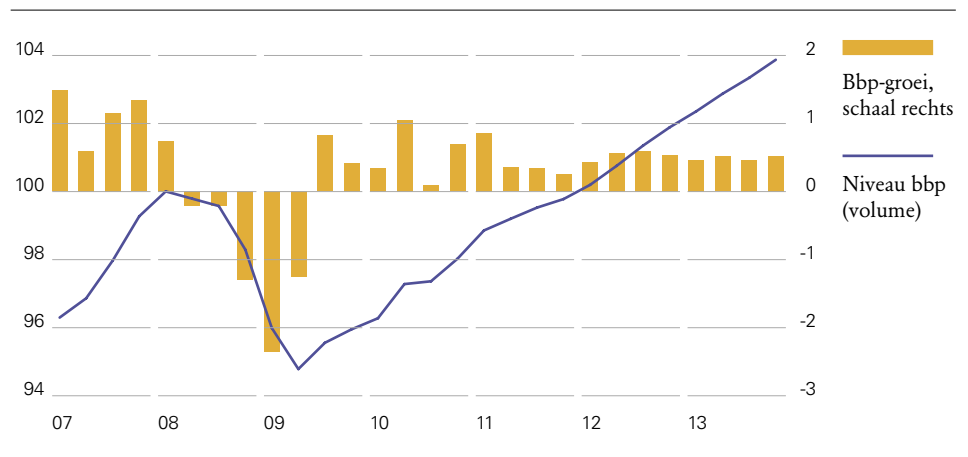
uitvoer hing samen met een langdurige stremming van de Rijn, die de wederuitvoer naar Duitsland ernstig belemmerde.

Door de uitschieter van de groei in het eerste kwartaal komt de groei over heel 2011 alsnog uit op 2,2%. In 2012 volgt een lichte terugval naar 1,7%. Dit is het gevolg van een conjuncturele afzwakking die in de loop van dit jaar begint. Vooral de investeringen keren dan terug naar een normaler, lager groeitempo. De conjuncturele afzwakking in de loop van dit jaar is in lijn met het beloop van de DNB-conjunctuurindicator (zie Box 1). In de vooruitzichten is vervolgens vanaf begin 2012 weer ruimte voor verder groeiherstel. In de loop van volgend jaar zal het BBP zodanig zijn hersteld dat het niveau van voor de crisis weer is bereikt (Grafiek 2).

*Conjuncturele afzwakking
in loop van dit jaar*

Grafiek 2 BBP-groei Nederland

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



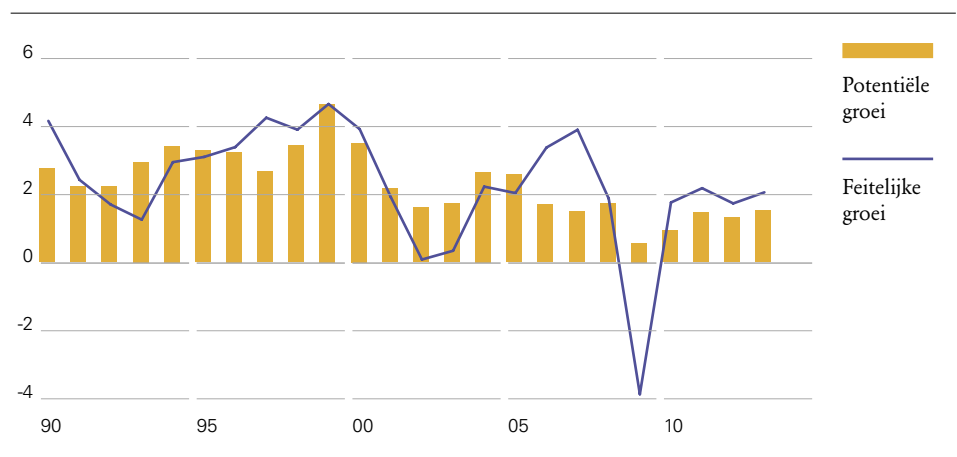
Bron: CBS en DNB.

Groei blijft boven potentiële tempo

De groei in het huidige economische herstel ligt lager dan in de twee voorgaande opgangen (Grafiek 3). Na 2005 kwam de groei enige tijd ruim boven de 3% uit. Bij de opgaande conjunctuur halverwege de jaren negentig werden zelfs nog hogere groeicijfers bereikt. De huidige groeicijfers lijken daarom op het eerste gezicht niet indrukwekkend. De groei ligt echter wel degelijk boven de potentiële groei: het groeitempo dat de Nederlandse economie over de lange termijn kan volhouden. In de huidige herstelfase van 2010-2013 wordt de potentiële groei geraamd op slechts 1,3%. Ten tijde van de vorige opgang lag de potentiële groei gemiddeld boven de 2% en halverwege de jaren negentig bedroeg die zelfs meer dan 3%. De lagere potentiële groei in 2010-2013 is vooral een gevolg van de omslag die zich op de arbeidsmarkt voltrekt. Door demografische ontwikkelingen – vergrijzing; pensionering van baby-boomers – ligt de groei van het arbeidsaanbod de komende jaren een stuk lager dan voorheen. Op zichzelf is die demografische ontwikkeling een gegeven bij het opstellen van de economische vooruitzichten. Niettemin, de potentiële groei hangt ook af van de verbetering van de arbeidsproductiviteit die in de toekomst nog mogelijk is.

Grafiek 3 Feitelijke groei weer boven potentiële groei

Procentuele mutaties ten opzichte van vorige overeenkomstige periode



Bron: CBS en DNB.

Box 1 Conjunctuurherstel vlak de komende maanden af

De DNB-conjunctuurindicator voor de Nederlandse economie wijst voor de korte termijn op aanhoudend economisch herstel. Naar verwachting zal de kracht van het herstel wat verminderen.

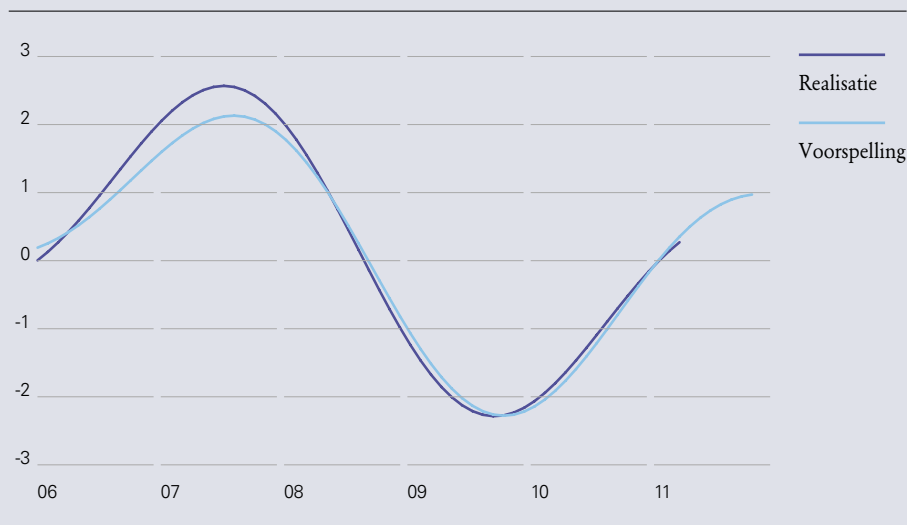
De DNB-conjunctuurindicator vormt een aanvulling op de halfjaarlijkse voorspellingen. Anders dan de DELFI-ramingen van de economische ontwikkelingen op de middellange termijn (2 tot 3 jaar vooruit), heeft de DNB-conjunctuurindicator tot doel omslagen in de conjunctuur te signaleren. Daarbij kan maximaal zeven maanden vooruit worden gekeken.

De DNB-conjunctuurindicator bestaat uit twee reeksen: de realisatie van de conjunctuur en de verwachte ontwikkeling daarvan in de nabije toekomst. De realisatie van de conjunctuur is gebaseerd op waarnemingen van de industriële productie. Door zijn internationale oriëntatie is de industriële productie een belangrijke graadmeter voor de Nederlandse conjunctuur, die in grote mate wordt beïnvloed door de internationale omgeving. De laatste conjuncturomslag trad op in het derde kwartaal van 2009, daarna heeft de herstelfase voortgeduurd tot en met maart 2011 (Grafiek 4).

De indicator van de toekomstige conjunctuur blijkt tot zeven maanden vooruit en is samengesteld op basis van consumenten- en producenten-enquêtes, financiële indicatoren en indicatoren voor de uitvoer. De conjunctuurindicator voorziet voor de Nederlandse economie een verder herstel tot en met oktober 2011. De lichte afvlakking van de indicator wijst er op dat het conjuncturele herstel tegen die tijd wat aan kracht verliest. Zo neemt het vertrouwen onder consumenten en producenten over de toekomstige economische situatie en bedrijvigheid minder hard toe dan in de beginfase van het herstel. Ook de rally op de aandelenmarkten die na het dieptepunt begin 2009 ontstond, is het afgelopen jaar afgezwakt. Ten slotte is ook de toename van de nieuwe exportorders minder uitbundig en is het vertrouwen onder Duitse producenten over de Duitse economie wat afgenomen.

Grafiek 4 DNB-conjunctuurindicator

Gestandaardiseerde afwijking ten opzichte van de trend



2 Internationale ontwikkelingen

Opgang zet gematigd door, maar niet zonder risico's

*Gematigde groei in
Westerse wereld*

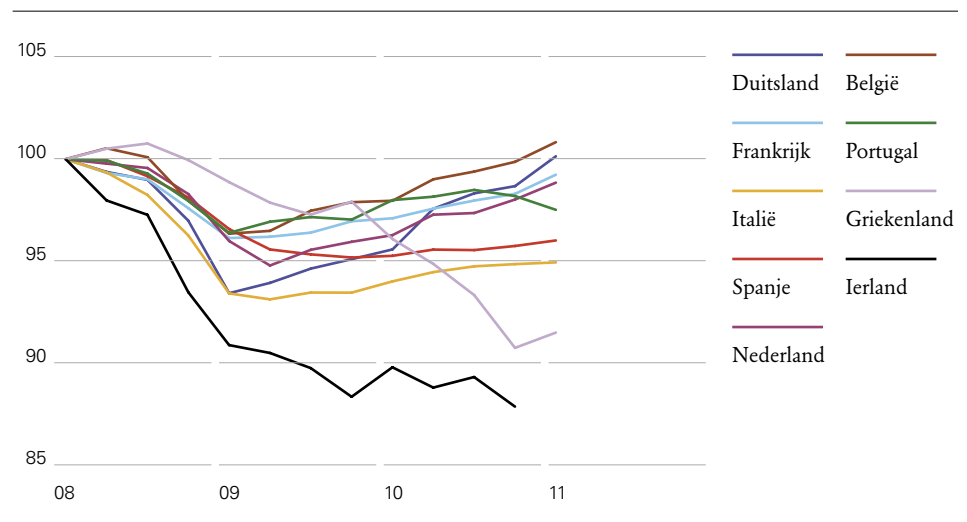
De groei van de Nederlandse economie wordt in belangrijke mate bepaald door de internationale economische ontwikkelingen. Wereldwijd bevinden landen zich in een economische opgang, zij het dat de groei in de ontwikkelde economieën flink achterblijft bij de opkomende economieën. Ook vergeleken met eerdere herstelperiodes blijft de groei de komende jaren in veel Westerse landen aan de gematigde kant. De Europese Commissie en de OESO voorspellen voor het eurogebied een groei van respectievelijk 1,6% en 2,0% dit jaar en nauwelijks hoger volgend jaar. Daar komt bij dat het herstel gedifferentieerd verloopt. Nog maar enkele eurolanden (Duitsland en België) hebben de terugval van het BBP tijdens de crisis goedge maakt (Grafiek 5). Hier speelt mee dat de particuliere consumptie en de woninginvesteringen in sommige landen sterk worden gedrukt door de zwakke huizenmarkt en het noodzakelijke balansherstel dat daarop volgt. Een voorbeeld is Spanje, waar de hypotheekschuld voor de crisis jarenlang overmatig is toegenomen en de huizenprijzen inmiddels sterk zijn gedaald. Om de geleden schade goed te maken liggen de besparingen van huishoudens flink hoger. Ook staan de bestedingen in veel landen nog onder druk door de hardnekkig hoge werkloosheid en de gematigde loongroei.

*Overheidsschulden
vormen groeirisiko*

Een belangrijke onzekere factor voor de kracht van het internationale herstel blijft de houdbaarheid van de overheidsfinanciën. Tijdens de kredietcrisis zijn bijna overal in de geïndustrialiseerde wereld de overheidsfinanciën in korte tijd ongekend snel verslechterd. In het VK zijn al belangrijke consolidatiemaatregelen genomen, maar in de VS en veel Europese landen is de discussie daarover nog gaande. Ondanks hoge overheidstekorten, kunnen veel landen nog rekenen op het vertrouwen van de financiële markten. Dat vertrouwen zal echter met een stringenter budgettair

Grafiek 5 Divergent groeiherstel

2008 Ki = 100



Bron: Thomson Financial.

beleid moeten worden waargemaakt. De Europese schulden crisis illustreert wat er gebeurt als de markt het vertrouwen daarin verliest. Nadat eerder Ierland en Griekenland hun schuld niet meer zelf op de kapitaalmarkt konden financieren, bleek in de afgelopen maanden ook Portugal daar niet meer toe in staat. In ruil voor vergaande hervormingen en bezuinigingen is voor Portugal een steunpakket overeengekomen van EUR 78 miljard. De ervaringen met Griekenland en Ierland leren dat een ingrijpend bezuinigingspakket op grote maatschappelijke weerstand kan stuiten. Hierdoor blijven de financiële markten alert op de mogelijkheid van een herstructurering van de overheidsschuld van deze landen. De spanningen op de financiële markten die daardoor kunnen ontstaan, kunnen doorwerken naar de reële economie en op die manier het groeiherstel belemmeren.

Daarnaast stijgen wereldwijd de prijzen van grondstoffen, waaronder energie. Hogere grondstofprijzen hebben niet alleen gevolgen voor de inflatie, maar remmen ook de bestedingen af en zetten de productiekosten onder druk. Begin februari doorbrak de olieprijs de grens van 100 dollar, voor het eerst sinds september 2008. Hierbij komen nog de inflatierisico's vanuit de internationale omgeving. Zo groeit de economie van China en van andere opkomende economieën zo sterk dat een situatie van oververhitting dreigt die ook voor Nederland gevolgen kan hebben (zie ook Box 3).

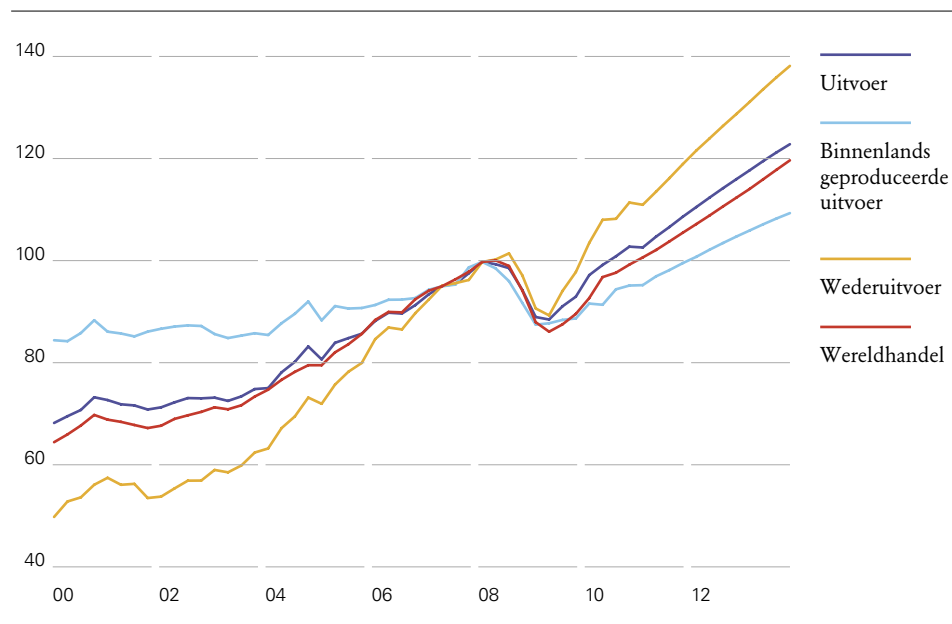
Mondiale druk op het prijspeil

Recente economische indicatoren wijzen op een wat afzwakkende internationale conjunctuur. De internationale index van inkoopmanagers (PMI), bijvoorbeeld, daalde in mei naar het laagste niveau van de afgelopen twee jaar. Niettemin duidt het niveau van de PMI-index nog steeds op aanhoudende economische groei. Ook de conjunctuurindicator van de OESO zwakt wat af, maar duidt tot en met november 2011 op een stabiele expansie in het eurogebied en een verdere expansie in de Verenigde Staten. Naarmate een conjunctureel omslagpunt echter dichterbij ligt dan nu voorzien, zou de wereldhandels groei lager kunnen uitvallen. Dat zou gevolgen hebben voor de Nederlandse economie. Indien, ter gedachtenoefening, de wereldhandels groei een procentpunt lager uitvalt, zal dit de groei van het BBP in Nederland met 0,2 procentpunt verlagen.

Zwakkere internationale conjunctuur

Grafiek 6 Krachtige wederuitvoer en trage binnenlands geproduceerde uitvoer

2008 KI = 100



Bron: CBS, DNB en ECB.

Nederlandse uitvoer profiteert van aanhoudende wereldhandelsgroei

De internationale economische ontwikkelingen komen voor Nederland tot uitdrukking in de groei van de wereldhandel. In de voorspellingen wordt uitgegaan van een wereldhandelsgroei van iets minder dan 7% per jaar in 2011-2013; rond het langjarige gemiddelde. In lijn daarmee groeit de uitvoer minder snel dan de uitzonderlijk sterke groei van bijna 11% in 2010. In 2011-2013 bedraagt de uitvoergroei gemiddeld 6,5% per jaar. Door het groeiherstel sinds 2010 ligt de uitvoer eind 2013 meer dan 25% boven het niveau van voor de crisis. Het handelsoverschot verbetert van 8% BBP in 2010 tot ruim 9,5% BBP.

Wederuitvoer blijft sterk groeien

Opmerkelijk zijn de grote verschillen tussen de wederuitvoer en de binnenlands geproduceerde uitvoer (Grafiek 6). Na de explosieve toename van de wederuitvoer in 2010 (ruim 16%) ligt de wederuitvoer al weer ruim boven het precrisis niveau. De binnenlands geproduceerde uitvoer blijft daar nog ruim onder, met een groei van minder dan 6% in 2010. In 2011-2013 nemen de verschillen verder toe. De wederuitvoer stijgt naar verwachting met bijna 8% per jaar, de binnenlands geproduceerde uitvoer met slechts 5%. Dat is onder de groeivoet van de relevante wereldhandel van 6,7%. Bij deze achterblijvende marktprestaties speelt mee dat de prijzen van de binnenlands geproduceerde goederen in het eerste decennium lange tijd sneller stegen dan de prijzen van concurrenten. Het beloop van de wederuitvoer is minder gevoelig voor de prijsconcurrentiepositie en meer voor het presteren van de havens, de weg- spoor- en waterverbindingen met het Europese achterland en de economische groei in naburige landen, zoals Duitsland.

Box 2 DELFI: het nieuwe macro-economische model van DNB

Bij het opstellen van de economische voorspellingen in deze publicatie is gebruikt gemaakt van DELFI, het nieuwe model van de Nederlandse economie van De Nederlandsche Bank. DELFI staat voor *Dutch Economic Linkages: a Forecasting Instrument*. Deze naam geeft aan wat het model doet (het in kaart brengen van de macro-economische verbanden die de Nederlandse economie kenmerken) en maakt duidelijk wat een belangrijk doel is: het opstellen van de economische vooruitzichten. DELFI is de opvolger van het macro-economische model MORKMON, dat sinds het midden van de jaren 80 werd gebruikt voor ramingen en beleidsanalyses. Enige jaren geleden is besloten om te beginnen met een fundamentele revisie, wat uiteindelijk leidde tot een geheel nieuw model. Bij het bouwen van DELFI heeft de wens recht te doen aan de lessen van de financiële crisis een grote rol gespeeld. Het betreft dan vooral het modelleren van de wisselwerking tussen de financiële en de reële sfeer van de economie.¹

Zo is in DELFI een variabele opgenomen die meet hoe financiële markten kredietrisico's van bedrijven inschatten. Deze zogeheten risicopremie wordt in DELFI verklaard door de winstgevendheid van bedrijven. Op hun beurt beïnvloeden risicopremies de bedrijfsinvesteringen, omdat ze mede bepalen tegen welk tarief geld geleend kan worden. Zo wordt informatie uit de financiële sfeer gekoppeld aan de bestedingen. Omgekeerd heeft de conjunctuur, via de winstgevendheid, een effect op de financiële sfeer. Een tweede voorbeeld is het koppelen van de huizenprijzen aan de kredietverlening. De structurele ontwikkeling van de huizenprijzen wordt in DELFI vooral gedreven door de hypotheekverstrekking aan huishoudens. De gedachte is dat op de Nederlandse huizenmarkt het bod dat kopers plaatsen sterk afhangt van het maximale bedrag dat zij kunnen lenen. De huizenprijzen zijn vervolgens een belangrijke determinant van het vermogen, dat op zijn beurt een sterke invloed heeft op de consumptie van huishoudens. Op deze manier zijn opnieuw de financiële sfeer (kredietverlening) en de reële sfeer (consumptie) aan elkaar gekoppeld. Tot slot is ook het pensioenblok te noemen. DELFI besteedt uitgebreid aandacht aan de pensioensector, vanwege het belang hiervan voor de Nederlandse economie. De kernvariabele in het pensioenblok is de dekkingsgraad. Wanneer deze dekkingsgraad bepaalde drempelwaardes passeert, volgen er aanpassingen in indexatie en pensioenpremies, wat weer van invloed is op de particuliere bestedingen.

DELFI is verder een eclecticisch model, dat ideeën uit diverse economische stromingen bevat. DELFI bevat neoklassieke elementen, zoals producenten die op rationele wijze hun winsten willen maximaliseren. Tegelijkertijd zijn er ook nieuw-Keynesiaanse elementen aanwezig, zoals imperfecties en fricties die op korte termijn een belangrijke rol spelen bij bijvoorbeeld de prijsvorming. Het cliché luidt dat een model nooit af is. Dat zal ook voor DELFI gelden, hoewel het model in zijn huidige vorm toch al weer meer dan 400 vergelijkingen bevat. Gaandeweg zal meer en meer ervaring worden opgedaan met dit nieuwe model van de Nederlandse economie. Nieuwe inzichten zullen in de loop der tijd in DELFI worden opgenomen. Niettemin staat vast dat DNB met DELFI beschikt over een robuust instrument bij het opstellen van macro-economische vooruitzichten en bij het uitvoeren van beleidsanalyses.

¹ Voor technische details, zie de recent verschenen publicatie: 'DELFI: DNB's Macroeconomic Policy Model of the Netherlands' *DNB Occasional Studies* 9(1) 2011. URL: http://www.dnb.nl/binaries/DELFI_tcm46-247496.pdf

3 Binnenlandse bestedingen

Bedrijven en huishoudens gaan meer bijdragen aan herstel

*Bedrijven gaan
meer investeren*

In 2011-2013 komt een belangrijke impuls voor de groei van Nederlandse bedrijven. Zowel in vergelijking met andere eurolanden als met eerdere cycli waren de bedrijfsinvesteringen in Nederland in de crisisjaren ongekend sterk teruggevallen. Ten opzichte van het BBP lagen de investeringen in 2010 zelfs op het laagste niveau ooit. Inmiddels is de ommekeer ingezet en worden ook investeringen gedaan die door de onzekerheden van de afgelopen tijd op de lange baan waren geschoven. Een belangrijke motivatie hiervoor is de hogere bezettingsgraad, die is opgelopen door de buitenlandse vraag. De investeringsgroei van gemiddeld 8% in 2011-2013 is fors, maar ligt nog onder de groeicijfers die halverwege de jaren negentig werden bereikt.

*Investerings-
gemakkelijk
te financieren*

Het investeringsherstel wordt naar verwachting nauwelijks gehinderd door financiële belemmeringen. Door de aantrekkende afzet en de daling van de arbeidskosten per eenheid product, is de winstgevendheid in het overgrote deel van het bedrijfsleven vorig jaar al fors verbeterd. Wat betreft liquide middelen en financiële buffers verkeert het Nederlandse bedrijfsleven daardoor in een vrij gunstige conditie, zeker in vergelijking met eerdere herstelperioden. Tegelijkertijd blijkt uit enquêtes onder banken dat zij zich bij bedrijfsfinancieringen minder strikt opstellen. De banken geven aan dat zij de risico's op zakelijke kredieten zien afnemen en hebben de acceptatiecriteria voor grote ondernemingen versoepeld.

*Traag consumptieherstel
door lage inkomensgroei ...*

Bij huishoudens komt het herstel van de bestedingen langzamer op gang. De consumptiegroei trekt aan van 0,3% in 2011 tot 1,1% in 2012 en 2,1% in 2013. De particuliere consumptie komt daardoor pas begin 2013 uit boven het niveau van vlak voor de kredietcrisis. Het aarzelande consumptieherstel is in de eerste plaats het gevolg van een zeer gematigde inkomensontwikkeling. In het begin van de kredietcrisis bleven de inkomensgevolgen voor huishoudens beperkt, doordat de overheid en de bedrijven de grootste klappen opvingen. In 2010 veranderde dat. Door de lagere werkgelegenheid en het achterblijven van de loongroei daalde het reëel beschikbare inkomen gemiddeld met 1,4%. In 2011 en 2012 komt de groei nauwelijks boven de 1% uit. Tegenover een verbeterde arbeidsmarktsituatie staan hogere inflatie en lastenverzwaringen. Pas vanaf halverwege volgend jaar herstelt de groei van het reële inkomen weer, wat de particuliere consumptie een impuls geeft.

*... en balansherstel na
vermogensverliezen*

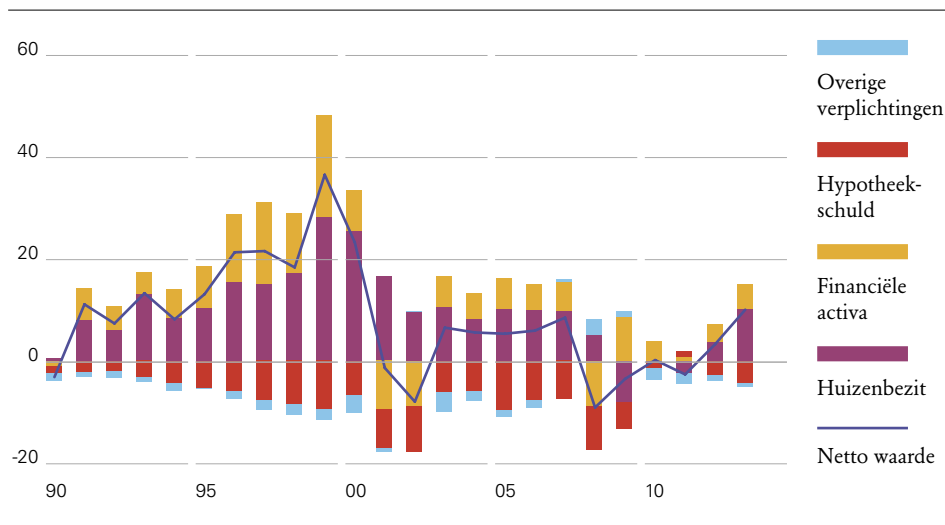
De vermogensverliezen van huishoudens vormen een tweede remmende factor voor het consumptieherstel. Huishoudens geven vooralsnog de voorkeur aan het verminderen van hun financiële kwetsbaarheden. Het netto vermogen (als percentage van het BBP) heeft flinke schade opgelopen, door de lagere aandelenkoersen en vooral door de lagere huizenprijzen (Grafiek 7). In de jaren voor de crisis was er nog enige tijd ruimte om per saldo spaargeld op te nemen. Nu voeren huishoudens hun besparingen op en zijn zeer terughoudend bij het aangaan van nieuwe hypotheekschulden.

Zwakke huizenmarkt ...

De gemiddelde huizenprijs leek eind 2010 te stabiliseren, maar is sindsdien verder teruggezakt. Tussen de laatste top (in augustus 2008) en april 2011 zijn de huizenprijzen met 7,7% gedaald. In de voorspelling blijven de huizenprijzen tot halverwege

Grafiek 7 Balansherstel huishoudens

Veranderingen in procenten bbp



Toelichting: exclusief pensioenreserves.
Bron: DNB.

2012 onder druk staan, alvorens weer iets aan te trekken (-2% in 2011; -0,5% in 2012). De onzekerheid op de woningmarkt is nog niet achter de rug. Doorstromers wachten af tot hun huidige woning is verkocht. De verkooptijden blijven daardoor lang en het aantal transacties ligt al enige tijd een derde lager dan een aantal jaar geleden gebruikelijk was. Voor starters die verdere prijsdalingen verwachten is het aantrekkelijk om de aankoop van een woning uit te stellen. Hierbij komt bij dat de hypotheekvoorwaarden die banken hanteren strenger zijn geworden. Begin 2011 zijn de voorwaarden verscherpt voor de maximale maandlasten, wat betekent dat het grootste deel van de huishoudens enkele procenten minder kan lenen. Minder effect heeft naar verwachting de voorgenomen maximering van de verhouding tussen de hypotheeklening en de woningwaarde.

Door de goede weersomstandigheden in het eerste kwartaal herstellen de woninginvesteringen dit jaar enigszins van de diepe terugval vorig jaar. Door de zwakke huizenmarkt en de onzekere vooruitzichten zal het naar verwachting pas in 2013 aantrekkelijker worden om nieuwe bouwprojecten op te starten. De bouw is na 2013 nog niet hersteld; de woninginvesteringen liggen naar verwachting eind 2013 nog 15% lager dan het niveau van voor de crisis.

*... remt de
woninginvesteringen*

Overheidstekort loopt sterk terug, maar verder herstel blijft nodig

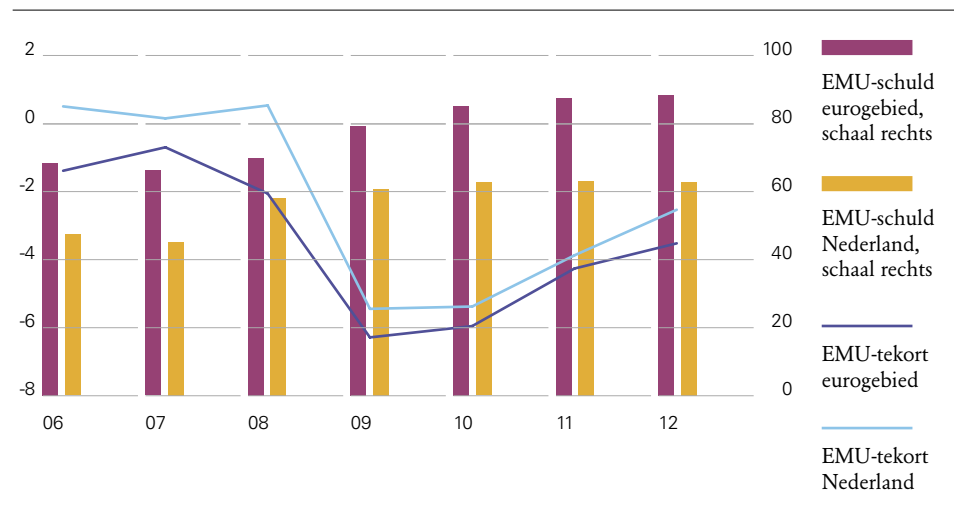
Het overheidssaldo is tijdens de kredietcrisis veel sterker verslechterd dan tijdens de twee voorafgaande neergangen. Het economische herstel creëert nu de ruimte om de financiën weer op orde te krijgen. Dit is voor een gezonde langetermijnontwikkeling van de Nederlandse economie van groot belang. Met grotere buffers worden de overheidsfinanciën immers minder kwetsbaar voor nieuwe schokken en blijft het vertrouwen in de houdbaarheid van de overheidsfinanciën in stand. Daarbij kunnen buffers de overheid helpen het effect van schokken in de tijd uit te smeren en ook te verminderen.

*Overheidsfinanciën worden
op orde gebracht ...*

Geholpen door het economische herstel zal het overheidstekort de komende jaren sterk verbeteren, nadat het door de kredietcrisis tot boven de 5% was opgelopen. Het EMU-vorderingensaldo verbetert van -3,8% BBP in 2011, tot -2,5% BBP in 2012 en -2,0% in 2013. Dit impliceert dat het tekort al een jaar voor de deadline van de excessieve tekortprocedure daalt tot onder het criterium van 3%.

Grafiek 8 Overheidstekort en overheidsschuld

Procenten bbp



Bron: Europese Commissie, CBS en DNB.

De bruto-schuldquote van de overheid komt in de voorspelling iets onder de 63% van het BBP, als gevolg van de tekortontwikkeling en enkele schuldmutaties. Tegenover de voorziene terugbetaling van de overheidssteun door ING en Aegon staat de Nederlandse bijdrage aan de steunpakketten van Griekenland, Ierland en Portugal. Grafiek 8 laat zien dat de Nederlandse overheidsfinanciën er in vergelijking met het eurogebied gunstig voor staan. Door de steun aan de financiële sector steeg de schuldquote sterk, maar het niveau ligt nog onder het gemiddelde van het eurogebied. Het Nederlandse overheidstekort gaat gelijk op met het tekort van het eurogebied. Het gemiddelde van het eurogebied wordt overheerst door de gunstige budgettaire prestaties van Duitsland.

... voornamelijk via de uitgavenkant.

Als de overheidsinkomsten worden uitgedrukt in percentage van het BBP, blijven ze praktisch constant in 2010-2013. De belasting- en premie-inkomsten groeien mee met het nominale BBP. De tekortreductie is vooral het gevolg van het in toom houden van de overheidsuitgaven. Die dalen met ongeveer 3,5% BBP. Als gevolg van de consolidatiemaatregelen die nog door het vorige kabinet zijn genomen, is de groei van de overheidsuitgaven in de afgelopen tijd al aanzienlijk vertraagd. Voor de latere jaren worden de maatregelen uit het regeerakkoord van kracht. Vooral op de personeelskosten wordt flink bezuinigd. Binnen de publieke sector ligt de werkgelegenheid in 2013 ongeveer 35 duizend personen lager dan in 2010. De ambtenarensalarissen stijgen in 2011-2013 nauwelijks. In de voorspelling is uitgegaan van een nullijn in 2011 en een zeer beperkte loonstijging van 1,0% in 2012 en 1,5% in 2013, in lijn met een verbeterende arbeidsmarkt. Door de consolidatie-inspanningen dragen de overheidsbestedingen niet langer bij aan de economische groei. In reële termen blijft de overheidsconsumptie constant in 2011-2013 terwijl de overheidsinvesteringen met ongeveer 10% dalen.

4 Arbeidsmarkt en prijzen

De werkloosheid daalt langzaam verder

Nadat de situatie op de Nederlandse arbeidsmarkt sinds begin 2010 sterk is verbeterd, wordt nu een pas op de plaats gemaakt. De werkloosheid stabiliseerde zich in het eerste kwartaal rond de 4,2% terwijl het aantal banen na eerdere stijgingen zelfs weer iets afnam. Tot nog toe was de toenemende werkgelegenheid volledig toe te schrijven aan de publieke sector en de zorgsector in het bijzonder. Bij veel overheidsonderdelen is inmiddels echter een vacaturestop aangekondigd. In de private sector liggen de grootste saneringen achter ons, getuige de afname van het aantal ontslagen. Bedrijven nemen echter niet direct op grote schaal werknemers aan op een vast contract. De flexibele arbeid ligt duidelijk hoger dan een jaar geleden, bij een lage vacaturegraad (Grafiek 9).

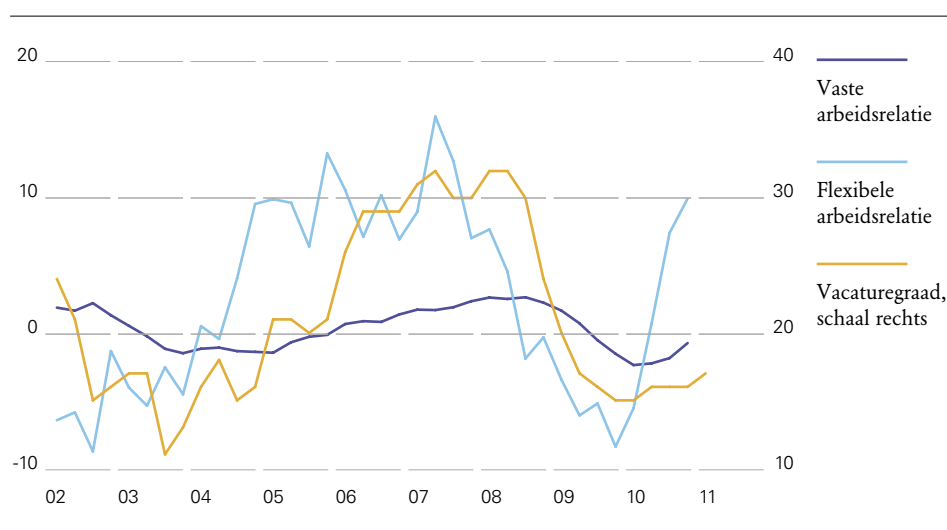
Arbeidsmarkttherstel vertraagt

Ondanks de geraamde werkgelegenheidsgroei – in 2011-2013 rond de 1% per jaar – duurt het nog tot volgend jaar voordat de werkloosheid weer verder daalt. In 2011 stabiliseert de werkloosheid op het huidige niveau van 4,2%, waarna de werkloosheid verder daalt tot 4,0% in 2012 en 3,8% in 2013. Dat de werkloosheid in een trager tempo verder daalt, is enerzijds het gevolg van de snellere groei van het arbeidsaanbod. Van de werkzoekenden die zich van de arbeidsmarkt hadden afgekeerd, keert een deel nu weer terug. Anderzijds neemt de werkgelegenheid bij de overheid af. Daarnaast groeit de werkgelegenheid nog gematigd doordat bedrijven eerst gebruik gaan maken van de reservecapaciteit die in de afgelopen jaren is ontstaan. Grafiek 10 laat zien dat de werkgelegenheidsgroei tijdens de huidige herstelfase lager ligt dan tijdens de twee eerdere cycli, maar dat de arbeidsproductiviteit wel sterk toeneemt.

Baanreducties en productiviteitsherstel

Grafiek 9 Vacaturegraad en flexibele arbeid

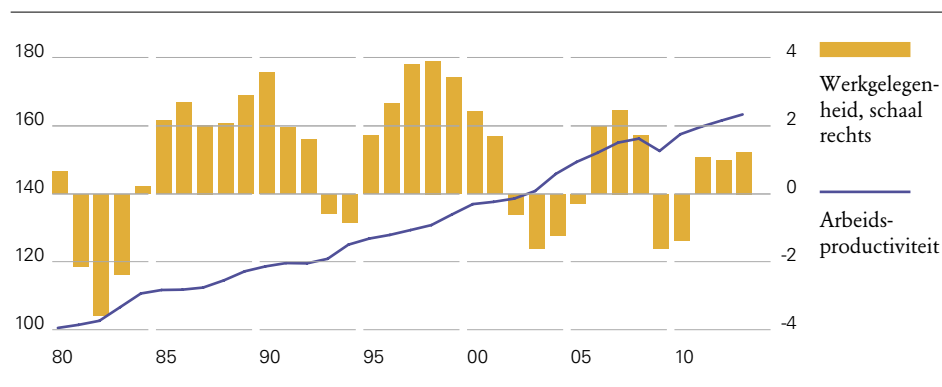
Procentuele mutaties ten opzichte vorige overeenkomstige periode en procenten



Toelichting: Werknemers werkzame beroepsbevolking met vaste/flexibele arbeidsrelatie.
Bron: CBS.

Grafiek 10 Herstel arbeidsproductiviteitsgroei bedrijven

1990 = 100 en procentuele mutaties ten opzichte vorige overeenkomstige periode



Toelichting: werknemers bedrijven in arbeidsjaren.
Bron: CBS en DNB.

*Bedrijven gaan anders
om met personeelinzet*

Ondanks de diepe neergang tijdens de kredietcrisis liep de werkloosheid slechts beperkt op, van 3% eind 2008 tot 4,5% midden 2010. Bij de vorige neergang bedroeg de toename bijna 3 procentpunt. In de afgelopen jaren hielden veel bedrijven hun personeel in dienst, omdat er tijd en moeite in was geïnvesteerd en omdat het bij een weer aantrekkende economie lastig zou kunnen zijn om goede vervangers aan te trekken. De gunstige winstgevendheid, vlak voor de kredietcrisis op het hoogste niveau ooit, maakte deze *labour hoarding* financieel mogelijk. Daarbij konden bedrijven profiteren van de deeltijd-WW en van de veel flexibelere arbeidsmarkt. Zonder personeel te ontslaan, konden bedrijven toch het aantal arbeidsuren terugbrengen en besparen op de arbeidskosten. Nu de arbeidsmarkt weer verbeterd is het ook vooral de flexibele arbeid die in eerste instantie profiteert.

Energieprijzen stuwen Nederlandse inflatie op

*Nederlandse inflatie
loopt nu op ...*

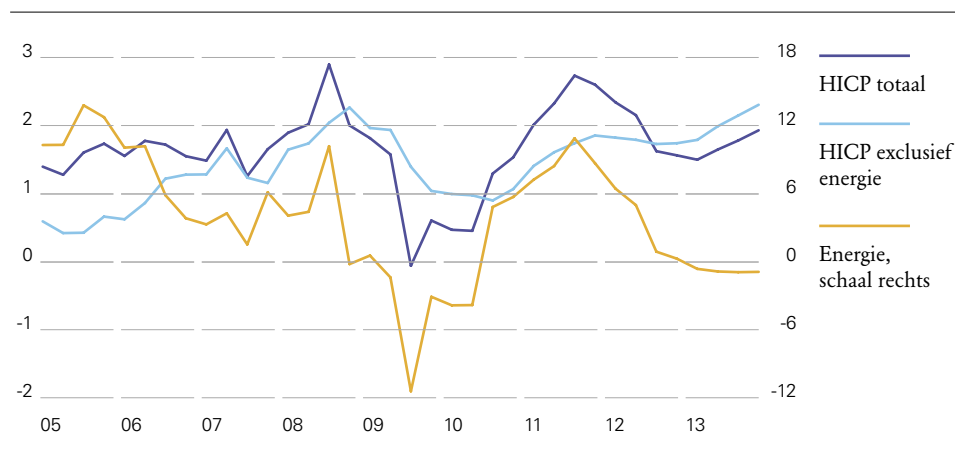
De Nederlandse inflatie volgens de Europese geharmoniseerde definitie (HICP-inflatie) is sinds de zomer van vorig jaar weer aan het stijgen en kwam in april met 2,2% voor de vierde maand op rij boven de 2% uit. Voor het gevoel van consumenten zal die inflatie nog hoger liggen, doordat juist de veel gekochte goederen in prijs stijgen, zoals koffie, fruit en vooral benzine. Sinds eind vorig jaar is de 'ervaren inflatie', een onderdeel van het consumentenvertrouwen, pijlsnel opgelopen. Grafiek 11 geeft het beloop van de HICP, tezamen met de energie-inflatie en de HICP-inflatie exclusief energie (kerninflatie). De grote schommelingen in de Nederlandse HICP-inflatie zijn via de volatiele energie-inflatie rechtstreeks te herleiden tot de sterke olieprijsfluctuaties tijdens de kredietcrisis.

*... maar blijft onder
gemiddelde eurogebied*

In de meeste andere eurolanden ligt de inflatie hoger dan in Nederland. Zo hebben enkele eurolanden forse BTW-verhogingen doorgevoerd om extra overheidsinkomsten te genereren. Ook is de inflatiebijdrage van de hogere energieprijzen elders een stuk groter. De hogere Nederlandse accijnzen dempen het effect van de fors hogere olieprijs op de Nederlandse tarieven voor gas en elektriciteit. Bovendien wordt in Nederland in tegenstelling tot andere eurolanden geen huisbrandolie gebruikt (waarvan de prijs één-op-één mee stijgt met de olieprijs) en zijn de Nederlandse energiebedrijven relatief traag met tariefswijzigingen. De energiecontracten van huishoudens worden doorgaans alleen in januari en juli aangepast. In het eurogebied leveren de hogere energieprijzen al vanaf begin 2010 een grotere bijdrage aan de inflatie dan in Nederland. Dat is de belangrijkste reden dat de inflatie in het eurogebied 0,6 procentpunt hoger uitkomt dan in Nederland.

Grafiek II Oplopende inflatiedruk

Procentuele mutaties ten opzichte vorige overeenkomstige periode



Bron: Eurostat en DNB.

De energie-inflatie stuwt nu ook de Nederlandse inflatie op waardoor de inflatie in de tweede helft van dit jaar een piek zal bereiken. In 2011 komt de HICP-inflatie uit op 2,4% om daarna door lagere energie- en voedselinflatie weer te dalen tot 1,9% in 2012 en 1,7% in 2013. De kerninflatie loopt op van 1,0% in 2010 tot 2,1% in 2013. De conjuncturele druk op de prijzen neemt toe, omdat het groeitempo boven de potentiële groei ligt. Doordat de productie tegen de (normale) capaciteitsgrenzen aanloopt nemen de productiekosten toe. Bedrijven zien meer mogelijkheden om prijsverhogingen door te voeren en kunnen de hogere productiekosten in de prijzen doorberekenen.

Geleidelijk oplopende kerninflatie

Voor veel producten vormen de arbeidskosten verreweg de belangrijkste kostenpost. Die blijven zich relatief gematigd ontwikkelen. De loongroei is gedurende 2010 constant gebleven op een niveau van ruim 1%. Die loonmatiging is eigenlijk in alle sectoren terug te zien, van de overheid tot de industrie, de bouwnijverheid en de zakelijke dienstverlening. De meeste recent afgesloten collectieve arbeidsovereenkomsten, vooral in de industrie, bevatten loonstijgingen die daar iets boven liggen. In 2011-2013 wordt de arbeidsmarkt langzaam iets krappere, niettemin blijft de loongroei in de bedrijvensector relatief gematigd. De contractloonstijging loopt geleidelijk op van 1,7% in 2011 tot 2,4% in 2013. Pas als er op grote schaal vacatures worden geopend en de werkloosheid verder afneemt, wordt de positie van werknemers sterker om een hogere loongroei te bereiken, als tegenwicht voor de hogere kosten van het levensonderhoud. Vooralsnog wordt een dergelijke ontwikkeling niet voorzien. Naarmate werknemers echter compensatie gaan zoeken voor de hogere prijzen, en die verkrijgen, zal dit gevolgen hebben voor de inflatie.

Langzame loonversnelling in bedrijvensector

De inflatie kan op korte termijn nog hoger uitkomen, naarmate de prijzen van exportproducten van opkomende economieën verder onder opwaartse druk komen. Box 3 gaat in op dit inflatierisico.

Box 3 Risico's voor de Nederlandse economie van een wereldwijd oplopende inflatie

Consumenten merken de laatste maanden vaker dat ze meer betalen voor een volle tank aan de benzinepomp en de boodschappen in de supermarkt. De sterk stijgende olie- en grondstofprijzen zijn hier de belangrijkste oorzaak van. Grafiek 12 laat zien hoe deze prijzen sinds het dieptepunt van de economische crisis in 2009 alweer sterk zijn gestegen. De prijsstijgingen beperken zich overigens niet tot Nederland. Vooral in ontwikkelingslanden en opkomende economieën (waaronder bijvoorbeeld China en Brazilië) treffen de prijsstijgingen van grondstoffen consumenten extra hard, omdat in deze landen een veel groter deel van het huishoudinkomen aan voedsel en energie wordt uitgegeven.

Terwijl de ontwikkelde economieën in een gematigd tempo herstellen van de financiële crisis, groeien veel opkomende economieën alweer hard. Dit gaat gepaard met een hoge kredietgroei, oplopende onroerendgoedprijzen en een lage werkloosheid. Het Internationale Monetaire Fonds waarschuwt in de meest recente World Economic Outlook dan ook voor oververhitting van de opkomende economieën. Een verder oplopende inflatie wordt als het belangrijkste risico voor deze landen gezien. Grafiek 13 laat zien dat de inflatie al hoog is. Zo is de inflatie in opkomende economieën (inclusief ontwikkelingslanden) momenteel 6% op jaarbasis, veel hoger dan de 2% in ontwikkelde economieën. Opvallend is ook de kerninflatie van 4% in opkomende economieën tegenover 1% in ontwikkelde landen. Hier komt bij dat de werkloosheid in opkomende economieën laag is, wat het risico van een loon-prijsspiraal doet toenemen.

De situatie in China is een goed voorbeeld van dat risico. In reactie op de stijgende inflatie en lage werkloosheid hebben Chinese werknemers hogere salarissen afgedwongen. Hierdoor stijgen de productiekosten, die de veelal lage winstmarges op eenvoudige fabricaten verder onder druk zetten. Om verliezen te voorkomen zijn producenten genoodzaakt om de kostenstijgingen door te berekenen aan hun klanten, waarmee een loon-prijsspiraal kan ontstaan. Deze Chinese producenten zullen hun prijzen niet alleen voor Chinese consumenten verhogen, maar ook de exportprijzen verhogen. Door de sterke binnenlandse

Grafiek 12 Ontwikkeling grondstoffenprijzen

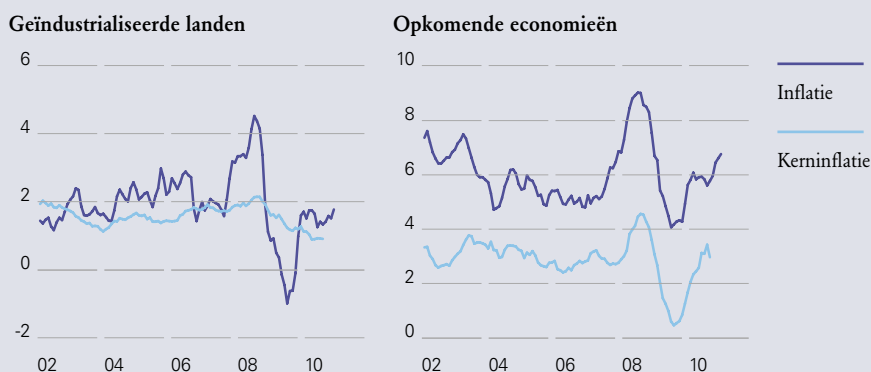
2005 $K_I = 100$



Bron: Thomson Financial.

Grafiek 13 Inflatie en kerninflatie

Procentuele mutaties ten opzichte vorige overeenkomstige periode



Toelichting: Opkomende economieën inclusief ontwikkelingslanden.
Bron: IMF.

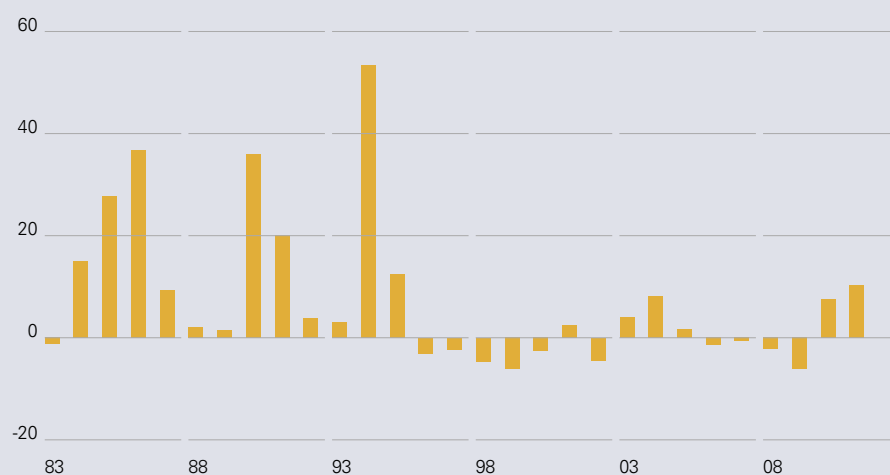
vraag naar Chinese producten zijn producenten minder afhankelijk van het buitenland, waardoor hogere exportprijzen gevraagd kunnen worden, zonder een forse daling van de afzet.

Veel landen hebben lange tijd lage inflatie "geïmporteerd" door importen uit laagelonenlanden zoals China. Zo stegen de Chinese exportprijzen tussen 1995 en 2009 vrijwel niet (Grafiek 14). Juist in deze periode steeg het aandeel van China in de wereldhandel van 3 naar 9 procent. De grafiek laat echter zien dat China niet altijd een deflatoire druk op wereldprijzen uitoefende. Integendeel, tussen 1983 en 1994 zijn jaarlijkse prijsstijgingen boven 20% geen uitzondering. Het is duidelijk dat de huidige lage Chinese prijzen niet vanzelfsprekend zijn.

Na de prijsdaling in 2009 is er weer een opwaartse trend zichtbaar die volgens de huidige inzichten aanhoudt tot 2013. Het verschil met de jaren 80 en begin jaren 90 is dat China nu de grootste exporteur ter wereld is. Hierdoor zullen prijsstijgingen sneller doorwerken naar de gehele wereldeconomie, wat voor de

Grafiek 14 Exportprijs China

Procentuele mutaties ten opzichte vorige overeenkomstige periode



Bron: OESO en ECB.

ontwikkelde economieën het einde kan inluiden van de import van lage inflatie. Dit wordt nog versterkt doordat naast China veel andere Aziatische en Zuid-Amerikaanse economieën een hoge economische groei combineren met lage werkloosheid en oplopende inflatie.

In welke mate exporteurs uit opkomende economieën hun prijzen verder laten stijgen is niet op voorhand te zeggen. Wel kan in een denkbeeldig scenario geanalyseerd worden hoe de Nederlandse inflatie zou reageren bij een bepaalde stijging van de exportprijzen van opkomende economieën. Hierbij wordt verondersteld dat de exportprijzen in opkomende economieën met 10% extra stijgen, verdeeld over vier kwartalen. Tevens wordt aangenomen dat exporteurs niet in één kwartaal hun prijzen kunnen veranderen door lopende contracten. Daarom stijgen de exportprijzen van opkomende economieën in dit scenario tussen het derde kwartaal in 2011 en tweede kwartaal in 2012 ieder kwartaal 2,5% sterker dan verondersteld is bij de voorspellingen. De directe gevolgen van de prijschok zijn hogere importprijzen voor buitenlandse afnemers. Daarnaast werkt een hogere prijs door in een lagere vraag, waardoor de wereldhandel daalt. Voor Nederland stijgen ook de prijzen van de producten die vanuit ontwikkelde landen geïmporteerd worden. Zo stijgen bijvoorbeeld de kosten van Duitse autoproducenten als deze auto-onderdelen uit opkomende economieën importeren. Dit betekent dat Duitse auto's voor Nederlandse consumenten duurder kunnen worden.

De gevolgen voor de Nederlandse economie zijn weergegeven in Tabel 2. Er is een duidelijk opwaarts effect op de Nederlandse inflatie. De inflatie ligt in 2012 en 2013 hoger, met 0,4 en 0,8 procentpunt respectievelijk. Hierbij is het belangrijk om te benadrukken dat de koopkracht daalt, want de salarissen houden deze stijging in de komende jaren niet bij. De groei van het bruto binnenlands product wordt in dit scenario niet sterk aangetast. Toch blijft er reden tot ongerustheid, omdat de groei van de particuliere consumptie daalt. Dit betekent dat het vooral de export is die de groei op peil houdt. Voor een korte periode zullen Nederlandse exporteurs profiteren van de hogere prijzen in concurrerende opkomende economieën, waardoor de export sneller groeit dan de import. Een voorbeeld is Nederlands vlees, dat dan relatief goedkoper wordt ten opzichte van Argentijns vlees. Dit concurrentievoordeel zal slechts van tijdelijke aard zijn, omdat de kosten van Nederlandse exporteurs na verloop van tijd ook zullen stijgen.

Tabel 2 Scenario: Effecten van hogere exportprijzen in ontwikkelingslanden op de Nederlandse economie

Procentuele mutaties ten opzichte van vorige overeenkomstige periode

	2011	2012	2013
Bruto binnenlands product	2,2	1,8 (0,1)	1,9 (-0,2)
Particuliere consumptie	0,3	0,9 (-0,2)	1,9 (-0,2)
Bedrijfsinvesteringen	10,0	6,8 (0,3)	7,8 (0,3)
Contractloon per werknemer bedrijven	1,7	2,1 (0,0)	3,0 (0,6)
Geharmoniseerde consumentenprijsindex	2,4	2,3 (0,4)	2,5 (0,8)

Toelichting: Tussen haakjes staat het verschil ten opzichte van de basisprojectie (Tabel 1).
Bron: DNB.

