

Economische Ontwikkelingen en Vooruitzichten

December 2020
Nummer 20

DeNederlandscheBank

EUROSYSTEEM



←

Samenvatting

De vooruitzichten voor de Nederlandse economie in de periode 2020-2022 staan net als in de raming van een half jaar geleden in het teken van de Covid-19-pandemie. In de eerste twee kwartalen van 2020 liep het bruto binnenlands product (bbp) flinke schade op. Het leeuwendeel hiervan werd goedge maakt door het sterke terugveren in het derde kwartaal. Door de tweede golf besmettingen en de daarmee gepaard gaande contactbeperkende maatregelen, alsook door de aanhoudende onzekerheid onder huishoudens en bedrijven, zal het bbp in het vierde kwartaal weer krimpen. Omdat de economische ontwikkelingen in de eerste drie kwartalen van dit jaar echter gunstiger waren dan voorzien, blijft de economische teruggang voor 2020 beperkt tot 4,3%. Deze krimp is weliswaar van historische omvang, maar minder diep dan waarvoor eerder werd gevreesd. Na 2020 treedt een gestaag herstel op; in zowel 2021 als 2022 groeit het bbp met 2,9%. Tegen het einde van de voorspelhorizon van deze raming (het derde kwartaal van 2022) ligt het reële bbp per hoofd van de bevolking weer op hetzelfde niveau als aan het einde van 2019.

De werkgelegenheid krijgt naar verwachting een stevige tik in 2020 en vooral in 2021. De werkloosheid gaat dit jaar omhoog naar 4,0% van de beroepsbevolking en piekt in 2021 op gemiddeld 6,5%. In 2022 volgt een daling naar 6,0%. De HICP-inflatie, die in Nederland al geruime tijd hoger ligt dan gemiddeld in het eurogebied, loopt iets op, van 1,2% in 2020 tot 1,5% in de twee jaar daarna. Door de economische neergang en de omvangrijke overheidssteun maken de overheidsfinanciën in 2020 een grote omslag, van een comfortabel overschot naar een tekort van 6,3% bbp. Ook in 2021 en 2022 schrijft de overheid rode cijfers. Na een scherpe stijging met 10,5 procentpunt in 2020 loopt de schuldquote daarna geleidelijk verder op tot ruim 61% ultimo 2022. De verslechtering van de overheidsfinanciën is daarmee omvangrijk, maar niet onoverkomelijk groot.

De onzekerheid rond de raming is – net als een half jaar geleden – groter dan gebruikelijk als gevolg van de onzekerheid omtrent de ontwikkeling van de pandemie. Scenario's kunnen dan behulpzaam zijn. In ECB-verband is daarom besloten om naast de raming twee alternatieve scenario's op te stellen met mogelijke effecten van de Covid-19-pandemie op de economie. De groei van het bbp in 2021 varieert van 4,9% in het milde scenario tot 0,2% in het zware scenario. Deze scenario's zijn niet bedoeld als onder- en bovengrens van mogelijke uitkomsten, maar illustreren wel dat er op dit moment rond de raming een grote mate van onzekerheid bestaat. Vergeleken met de uitkomsten van een half jaar geleden is de bandbreedte overigens wel kleiner geworden.

Ten slotte is voor het zware scenario en een aanvullend zeer zwaar scenario de impact op de bankensector doorgerekend. Hieruit volgt dat de gemiddelde kapitaalpositie van de zes grootste Nederlandse banken eind 2022 in het zware scenario met circa 2 procentpunt afneemt. In het zeer zware scenario bedraagt deze daling bijna 4 procentpunt. Dit is een forse impact, die echter voor de banken behapbaar lijkt te zijn, zonder serieuze implicaties voor de kredietverlening.

Box 1 Aan de raming gerelateerde beleidsaanbevelingen

Het loslaten van contactbeperkende maatregelen is geen oplossing voor de economie als het virus zich daarna weer verder verspreidt.

Er is geen afruil tussen economie en gezondheid. Bij een toegenomen besmettingsgraad worden mensen uit zichzelf voorzichtiger en ook deze vrijwillige contactbeperkingen leiden tot een economische terugval. In de aanloop naar vaccinatie is het belangrijk om in te zetten op voldoende capaciteit voor testen en bron- en contactonderzoek en het niet te snel loslaten van contactbeperkende maatregelen.

Steunmaatregelen blijven op korte termijn van belang

De huidige steunmaatregelen ademen mee met de economie en bieden steun waar die het meest nodig is. Het is van belang om met het tempo waarmee de maatregelen worden afgebouwd in te blijven spelen op de aanhoudende grote onzekerheid rondom de economische en medische ontwikkelingen. De besluiten van het kabinet over het temporiseren van de afbouw van de steunmaatregelen zijn in dat licht goed te begrijpen. Als vaccinatie binnen afzienbare tijd op stoom zou komen en de besmettingen en druk op de gezondheidszorg dalen, leidt dit bijvoorbeeld tot extra ruimte om de steunmaatregelen af te bouwen.

Onevenwichtigheden op de arbeidsmarkt dienen te worden verminderd

De crisis heeft wederom de sterke tweedeling op de Nederlandse arbeidsmarkt blootgelegd. Het is daarom belangrijk de kloof tussen "vast" en "flexibel" meer te dichten, in lijn met de aanbevelingen van de Commissie Borstlap. De belangrijkste aanbeveling van de Commissie is dat het type arbeidsrelatie moet aansluiten bij de inhoud van het werk en niet alleen moet worden bepaald door kostenoverwegingen vanwege verschillen in fiscale behandeling en sociale bescherming.

Terugdringen van de overheidsschuld is op korte termijn onwenselijk

Op de korte termijn is de groei van de overheidsschuld gerechtvaardigd, omdat het juist nu belangrijk is om huishoudens en bedrijven te steunen teneinde langdurige schade aan de economie te beperken. Alleen de overheid kan optreden als de facto verzekeraar tegen gebeurtenissen als een pandemie. Het is daarom onwenselijk om op de korte termijn de overheidsschuld te consolideren. Wanneer de economische crisis achter ons ligt, is bufferherstel weer aan de orde.

Benut kansen voor een groen herstel

Door de coronacrisis dreigt de uitvoering van het klimaatbeleid wereldwijd vertraging op te lopen. Het uitstellen van noodzakelijke vergroeningsmaatregelen vergroot het risico op een schoksgewijze transitie naar een klimaatneutrale economie, met schade voor de economie en financiële sector als gevolg. De huidige situatie van lage rentestanden biedt kansen voor een groen herstel van de economie. De beste manier om een groen herstel te bevorderen is door een combinatie van (Europese) uitstootbeprijzing en het aanjagen van investeringen. Het beter belasten van CO₂-uitstoot kan bijvoorbeeld door aanscherping en uitbreiding van het ETS, invoering van een kerosinebelasting en door kortingen voor grootverbruikers op de energiebelastingen te verminderen. Daarnaast kunnen overheden investeringen die hoe dan ook noodzakelijk zijn voor een efficiënte klimaattransitie, onderdeel laten uitmaken van een gerichte stimuleringsagenda.



1 De Nederlandse economie in 2020-2022

1.1 Pandemie houdt de economie in zijn greep¹

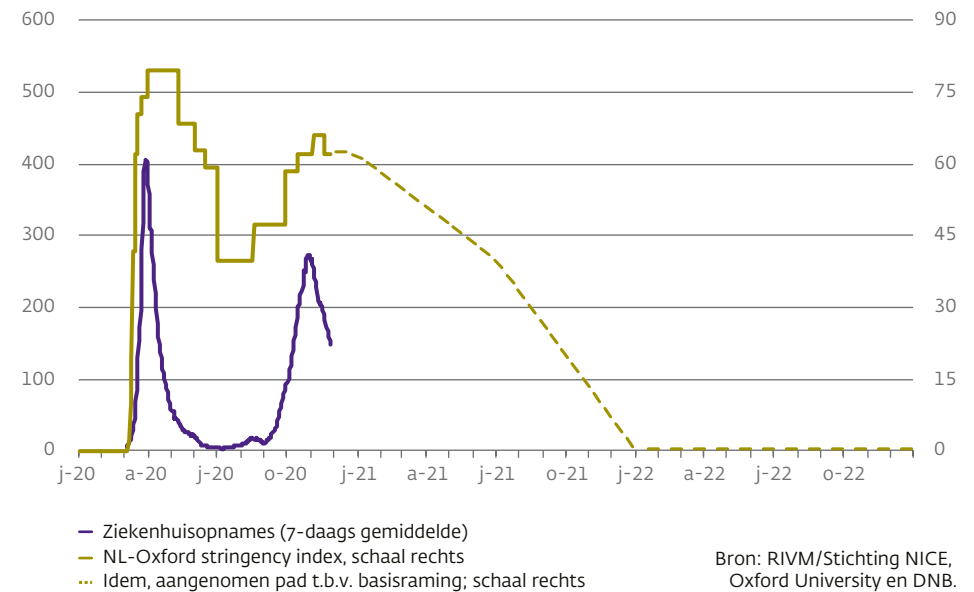
Net als in de vorige raming van DNB staan de vooruitzichten voor de Nederlandse economie in de periode 2020-2022 in het teken van de Covid-19-pandemie. Na de zomer is het aantal coronagerelateerde ziekenhuisopnames opnieuw flink opgelopen en heeft de overheid wederom maatregelen moeten nemen om het virus onder controle te krijgen (Figuur 1).

De economische ontwikkelingen hangen in grote mate samen met de ontwikkeling van de pandemie. Vanwege de grote onzekerheid hieromtrent zijn de economische ramingen met meer onzekerheid omgeven dan gebruikelijk. Vandaar dat DNB, overeenkomstig de raming van afgelopen juni en net als de ECB, opnieuw heeft besloten om naast de basisraming twee alternatieve scenario's te presenteren in de vorm van een milde en een zware variant. In Hoofdstuk 1 en 2 staat de basisraming centraal, en de twee alternatieve scenario's komen in Hoofdstuk 3 aan bod. Tot slot wordt in Hoofdstuk 4 ingegaan op de implicaties van het zware scenario op de Nederlandse bankensector. In aanvulling daarop wordt in dat hoofdstuk ook aandacht besteed aan de gevolgen voor de kapitaalpositie van de bankensector van een nog zwaarder stress-scenario. Hiermee wordt een actualisatie gegeven van een eerder in juni uitgevoerde en gepubliceerde pandemiestresstest ([Overzicht Financiële Stabiliteit](#), juni 2020).

Het vertrekpunt van de raming ligt in maart 2020, toen een groot deel van de wereld geconfronteerd werd met de Covid-19-pandemie en overheden vrijwel wereldwijd contactbeperkende maatregelen hebben ingevoerd. Dit heeft geleid tot een historische krimp van het bruto binnenlands product (bbp). Zo is het bbp van de eurozone als geheel afgenomen met 15,1% in de eerste helft van 2020 ten opzichte

Figuur 1 Aantal coronagerelateerde ziekenhuisopnames en contactbeperkende maatregelen in Nederland

Aantal opnames en Oxford stringency index



Toelichting: De gegevens voor de Oxford stringency index zijn gebaseerd op de Corona Government Response Tracker van Oxford University.

van het laatste kwartaal van 2019. Recent onderzoek van het IMF en DNB toont aan dat de neergang niet alleen is veroorzaakt door de contactbeperkende maatregelen. Uit angst voor het virus hebben consumenten hun gedrag namelijk aangepast, door

¹ De uitgangspunten omtrent het verloop van de Covid-19-pandemie, het overheidsbeleid, de relevante wereldhandel, wisselkoersen, internationale grondstoffenprijzen en rentes zijn gebaseerd op informatie die op 24 november 2020 beschikbaar was.

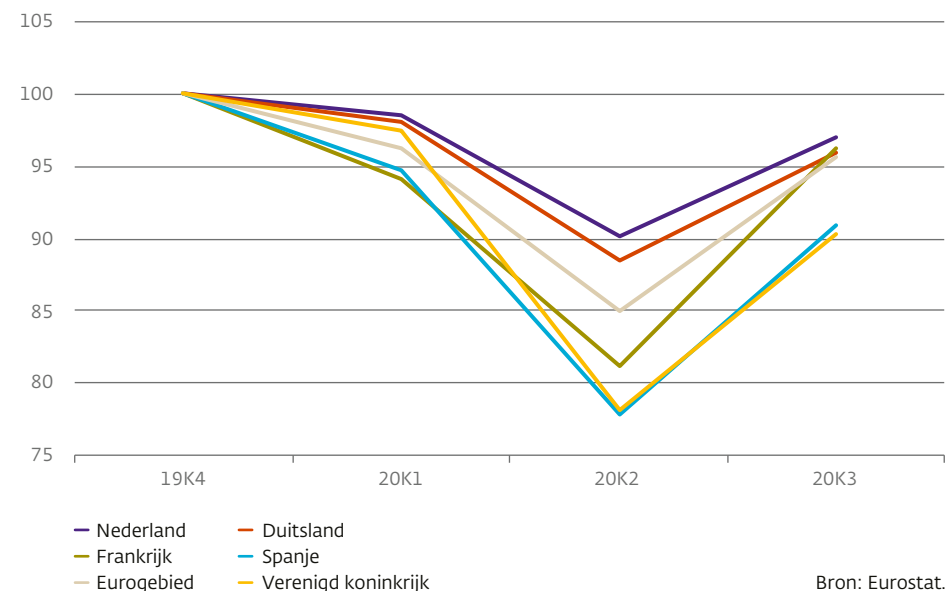
het IMF aangeduid met vrijwillige *social distancing*. Dit blijkt een nagenoeg vergelijkbare rol te hebben gespeeld in het aanrichten van economische schade.² Er is dus ook geen afruil tussen gezondheid en economie: de pandemie leidt hoe dan ook tot economische schade, met of zonder contactbeperkende maatregelen. Duurzaam economisch herstel is alleen mogelijk indien de pandemie onder controle is.

Ook de Nederlandse economie is sterk gekrompen in de eerste helft van 2020, met een bbp-daling van 9,9% ten opzichte van het vierde kwartaal van 2019. Met name de krimp in het tweede kwartaal van 8,5% ten opzichte van het voorgaande kwartaal was van historische proporties. Dit was de grootste naoorlogse krimp in een kwartaal en deze was aanzienlijk groter dan tijdens de vorige crisis, toen het bbp met 3,6% kromp in het eerste kwartaal van 2009. Desalniettemin was de krimp in Nederland in internationaal perspectief nog mild (Figuur 2). Dit hangt waarschijnlijk samen met het feit dat de contactbeperkende maatregelen in Nederland minder streng waren, de Nederlandse economie minder afhankelijk is van toerisme en de Nederlandse overheid relatief snel heeft gehandeld in het treffen van noodmaatregelen voor bedrijven en werkenden. Tevens viel de economische schade mogelijk mee doordat de digitalisering in Nederland bovengemiddeld is en al voor de pandemie behoorde tot de voorhoede wat telewerken en online-winkelen betreft.

De krimp van de Nederlandse economie in de eerste helft van 2020 was minder diep dan eerder was voorzien. Zo ging de juniraming van DNB uit van een krimp van 11,4% ten opzichte van het laatste kwartaal van vorig jaar. Dit komt grotendeels doordat de contactbeperkende maatregelen eerder zijn versoepeld dan destijds werd verondersteld. Ook ontwikkelden de huizenprijzen zich beter dan verwacht.

Figuur 2 Ontwikkeling bbp sinds pandemie in enkele landen

2019K4 = 100



In het derde kwartaal veerde de economie sterk op, mede door het versoepelen van de contactbeperkende maatregelen. Met een recordgroei van het bbp van 7,7% ten opzichte van het voorgaande kwartaal was sprake van een V-vormig herstel. Het herstel was voor meer dan de helft toe te schrijven aan de sterk gestegen consumptie door huishoudens. Verder namen ook de overheidsconsumptie, het handelssaldo en de bedrijfsinvesteringen toe. In het geval van de overheidsconsumptie kwam dit voornamelijk door de stijging van de dienstverlening in de

² IMF (2020), World Economic Outlook en DNB (2020), DNBulletin, Aanbod- en vraagschok als gevolg van corona dragen evenveel bij aan productiekrimp.

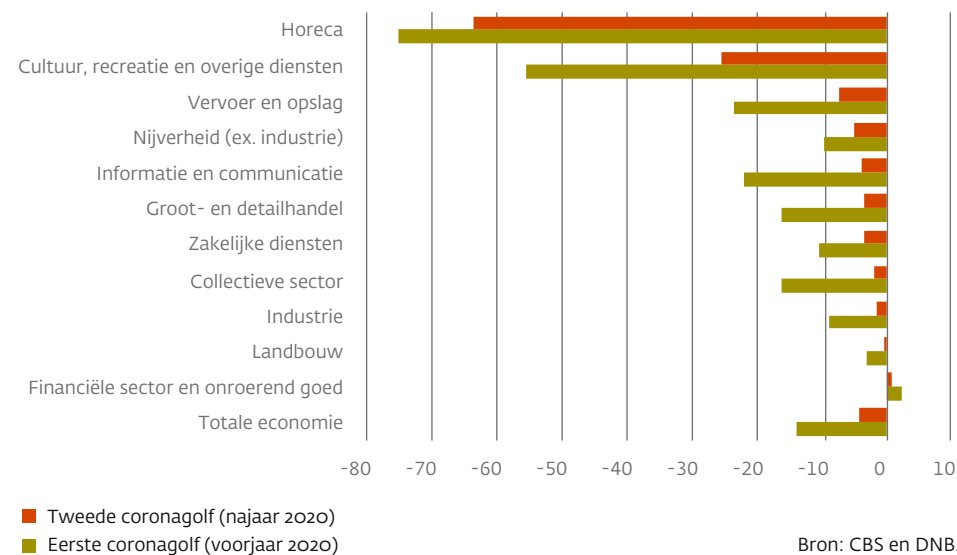
gezondheidszorg. Als gevolg van de pandemie werden dit voorjaar veel behandelingen uitgesteld en konden tandartsen en paramedici alleen bij spoed zorg verlenen. In bijna alle bedrijfstakken was sprake van groei. Het herstel was het grootst in de sectoren die in het voorjaar het hardst werden getroffen, zoals cultuur & recreatie, horeca en vervoer.

Ten opzichte van het vierde kwartaal van 2019 is het bbp-volume in de eerste drie kwartalen van 2020 per saldo met 3% gekrompen. De Nederlandse economie heeft zo beschouwd beter gepresteerd dan de meeste anderen landen (Figuur 2). Zo is het bbp in bijvoorbeeld Duitsland (-4,0%), België (-5,7%), Frankrijk (-3,7%) en de eurozone als geheel (-4,4%) iets sterker gekrompen, terwijl de krimp in Spanje (-9,1%) en het Verenigd Koninkrijk (-9,7%) zelfs substantieel groter was. In het algemeen geldt dat landen die in de eerste helft van 2020 relatief zwaar zijn getroffen, in het derde kwartaal het grootste herstel lieten zien.

Het herstel in het derde kwartaal was beduidend sterker dan voorzien in de juniraming. Naast de sneller dan veronderstelde versoepeling van de contactbeperkende maatregelen spelen ook de omvang en effectiviteit van de steunmaatregelen van de overheid hierbij een belangrijke rol. Zo hebben de steunmaatregelen eraan bijgedragen dat het aantal faillissementen en het bijbehorende verlies aan werkgelegenheid tot op heden relatief laag zijn gebleven. In de eerste tien maanden van dit jaar lag het aantal faillissementen zelfs 14% lager dan in dezelfde periode van vorig jaar. Door de meevallers in de eerste drie kwartalen van dit jaar kwam het niveau van het bbp in het derde kwartaal zelfs iets uit boven het niveau dat DNB in juni raamde voor het milde scenario. In dit alternatieve scenario werd destijds verondersteld dat de contactbeperkende maatregelen na de eerste golf in grote mate versoepeld konden worden en dat het virus daarna niet meer zou opvlammen. Deze ontwikkeling toont ook aan dat de economie nog steeds veel veerkracht heeft en zich snel kan herstellen wanneer de pandemie onder controle is. Hiervoor is het wel belangrijk dat het aantal besmettingen wordt ingedamd en de crisis niet te lang voortduurt.

Figuur 3 Initiële verlies aan toegevoegde waarde per sector tijdens de eerste en tweede golf

Procentuele mutaties ten opzichte van de situatie van voor de pandemie



Toelichting: De cijfers van de tweede golf vormen een raming en zijn voornamelijk gebaseerd op sentimentscijfers uit de Conjunctuurenquête van het CBS over april en oktober.

Na de zomer is het aantal nieuwe Covid-19-besmettingen echter weer flink opgelopen en zijn de contactbeperkende maatregelen aangescherpt. Door de tweede coronagolf krijgt het V-vormige herstel van het derde kwartaal geen vervolg en zal het bbp naar verwachting in het vierde kwartaal weer krimpen. Wel is de schade een stuk kleiner dan tijdens het voorjaar. Sentimentscijfers van bedrijven, pintransactie- en mobiliteitsdata geven aan dat de economische schade tijdens de tweede golf circa 30% bedraagt van de schade tijdens de eerste golf. Dit komt onder meer doordat de contactbeperkende maatregelen deze keer minder streng zijn.

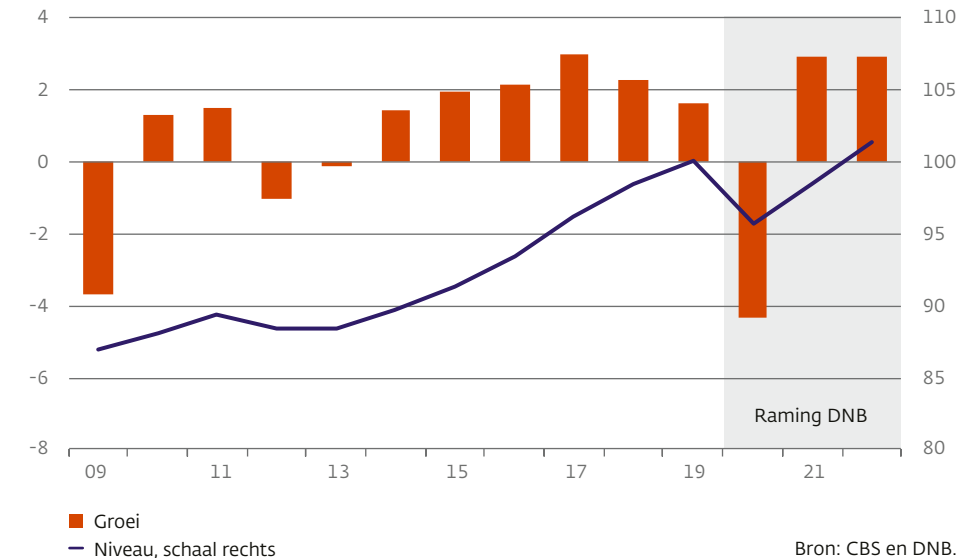
Daarnaast wordt de wereldhandel minder hard geraakt, doordat andere werelddelen minder last hebben van een tweede golf. Hierdoor is de huidige schok voor de export-georiënteerde bedrijfstakken, zoals de industrie en de transportsector, naar verwachting minder groot (Figuur 3). Bovendien lijken deze keer grotere leereffecten op te treden, waardoor de economie zich sneller heeft aangepast. De terugval in de toegevoegde waarde van de horeca was in het najaar bijvoorbeeld minder sterk dan in het voorjaar, terwijl de horeca in beide gevallen gesloten werd. Dit komt waarschijnlijk doordat de horecabedrijven deze keer eerder zijn begonnen met alternatieve verkoopkanalen, zoals bezorgen en afhalen.

In de raming voor 2020 krimpt het Nederlandse bbp met 4,3% (Figuur 4). Het bbp valt daarmee minder sterk terug dan de geraamde krimp van 6,4% in de juniraming, ondanks de krimp in het vierde kwartaal. Toch blijft deze krimp in historisch perspectief groot. Zo is de neergang groter dan tijdens de kredietcrisis in 2009, toen het bbp kromp met 3,7%. Voor volgend jaar is een groei geraamd van 2,9%. Daarbij is verondersteld dat de contactbeperkende maatregelen vanaf het begin van 2021 gedeeltelijk worden versoepeld, maar dat dit minder snel zal verlopen dan na de eerste golf. Zo duurt het tot medio 2021 voordat de maatregelen worden versoepeld tot het niveau van afgelopen zomer (Figuur 1). Mede hierdoor zal de economische opleving in het eerste kwartaal van 2021 minder sterk zijn dan die in het derde kwartaal van 2020. Het herstel wordt bovendien gedempt doordat in de raming is aangenomen dat het Verenigd Koninkrijk en de Europese Unie geen handelsakkoord bereiken.³

Ondanks de recente berichtgeving omtrent de beschikbaarheid van verschillende vaccins, is in de raming aangenomen dat een deel van de contactbeperkende

Figuur 4 Bruto binnenlands product

Volume; procentuele mutaties jaar op jaar en 2019 = 100

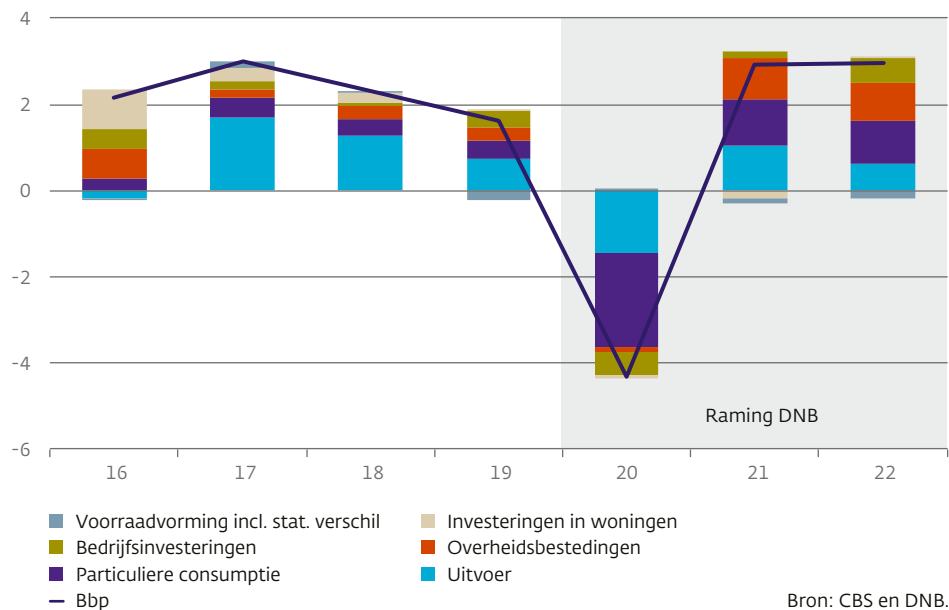


maatregelen noodzakelijk blijft tot aan het eind van volgend jaar. In de raming is dat het moment waarop er voldoende mensen zijn gevaccineerd om de verspreiding van het virus tegen te gaan en contactbeperkende maatregelen niet langer nodig zijn. Dit zorgt voor een impuls voor de economie in 2022, waardoor de bbp-groei in dat jaar naar verwachting ook uitkomt op 2,9%. In het vierde kwartaal van 2022 is de omvang van de economie naar verwachting ruim 1% groter dan eind 2019. Per hoofd van de bevolking ligt het bbp dan circa 0,5% hoger dan in het vierde kwartaal van 2019.

³ Er is sprake van een opwaarts risico wanneer de EU en het VK op de valreep nog tot overeenstemming zouden komen over een handelsakkoord. Op basis van een alternatief scenario in de EO van december 2019 zou dit tot circa 0,7 procentpunt extra bbp-groei in 2021 kunnen leiden.

Figuur 5 Bronnen van bbp-groei

Procentuele mutaties jaar op jaar en bijdragen in procentpunten



Bron: CBS en DNB.

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

De raming voor de groei van het bbp en de bestedingscomponenten is te vinden in de Kerngegevensstabel. De particuliere consumptie krimpt in 2020 met 7,1%, de bedrijfsinvesteringen nemen af met 7,3% en de uitvoer daalt met 4,0%. Figuur 5 toont de samenstelling van de bbp-groei in de periode 2016-2022, waarbij de bijdrage aan de bbp-groei van elke bestedingscategorie is verminderd met het bijbehorende deel van de finale en intermediaire invoer. De krimp in 2020 hangt voor het grootste deel samen met de sterk verminderde particuliere consumptie. De opleving in 2021 en 2022 komt eveneens in belangrijke mate op het conto van de consumptie.

Daarnaast leveren de overheidsbestedingen een belangrijke bijdrage aan het economische herstel. Dit hangt onder meer samen met de bestedingen uit het Nationaal Groeifonds en het voornemen van het kabinet om infrastructurele projecten naar voren te halen, waardoor de overheidsinvesteringen een flinke impuls krijgen.

De investeringen uit het Nationaal Groeifonds zijn onder andere gericht op het bevorderen van de energietransitie. Het kabinet zet daarmee in op een groen herstel. Om de kansen voor een groen herstel verder te benutten zou het wenselijk zijn om de CO₂-uitstoot beter te belasten. Dat kan bijvoorbeeld door een aanscherping en uitbreiding van het ETS, de invoering van een kerosinebelasting en door kortingen voor grootverbruikers op de energiebelastingen te verminderen.

1.2 Werkloosheid piekt in 2021

Hoewel de arbeidsmarkt gewoonlijk vertraagd reageert op economische ontwikkelingen, zijn de gevolgen van de coronacrisis in 2020 al goed zichtbaar. In het tweede kwartaal van dit jaar nam het aantal werkzame personen met 274.000 af ten opzichte van het kwartaal ervoor, de grootste krimp ooit gemeten. In het derde kwartaal veerde de werkgelegenheid weer op en groeide het aantal werkzame personen met 146.000, wederom een record. Naar verwachting krimpt de werkgelegenheid in personen in 2020 met 'slechts' 0,9% (Figuur 6). Dat is vrijwel gelijk aan de krimp tijdens de financiële crisis in 2009 (-0,8%). Ondanks de ingrijpende contactbeperkende maatregelen, zoals de tijdelijke sluiting van bedrijven in de horeca, recreatie en cultuur, bleven veel banen behouden als het gevolg van het gevoerde overheidsbeleid. Het kabinet heeft dit jaar snel een genereus pakket aan steunmaatregelen geïntroduceerd, waaronder de NOW-regeling die voorziet in een loonkostensubsidie voor werkgevers (zie ook paragraaf 2.6). Tijdens de eerste ronde van de NOW (maart-mei) maakten bijna 140.000 bedrijven ten behoeve van 2,6 miljoen werknemers gebruik van de regeling. Tijdens de tweede ronde van de NOW (juni-september) liep het gebruik met de helft terug en voorzag de regeling nog steeds in een loonkostensubsidie voor circa 1,3 miljoen werknemers.

Figuur 6 Arbeidsmarkt

Procentuele mutaties jaar op jaar en procenten beroepsbevolking



Ter vergelijking, tijdens de financiële crisis van 2009 ondersteunde de regeling bijzondere werktijdverkorting 37.000 werknemers en de daaropvolgende deeltijd-WW ten hoogste 77.000 werknemers.

Tot nu toe concentreert het baanverlies zich vooral onder werknemers met een tijdelijk contract en uitzend- en oproepkrachten. Het aantal werknemers in de beroepsbevolking met zo'n flexibele baan was in het derde kwartaal van dit jaar 200.000 personen lager dan eind 2019 (Figuur 7). Het aantal werknemers met een vast contract alsmede het aantal zzp'ers nam nog wel toe. De krimp van flexibele werknemersbanen is niet verrassend. De ontslagbescherming voor flexwerkers is

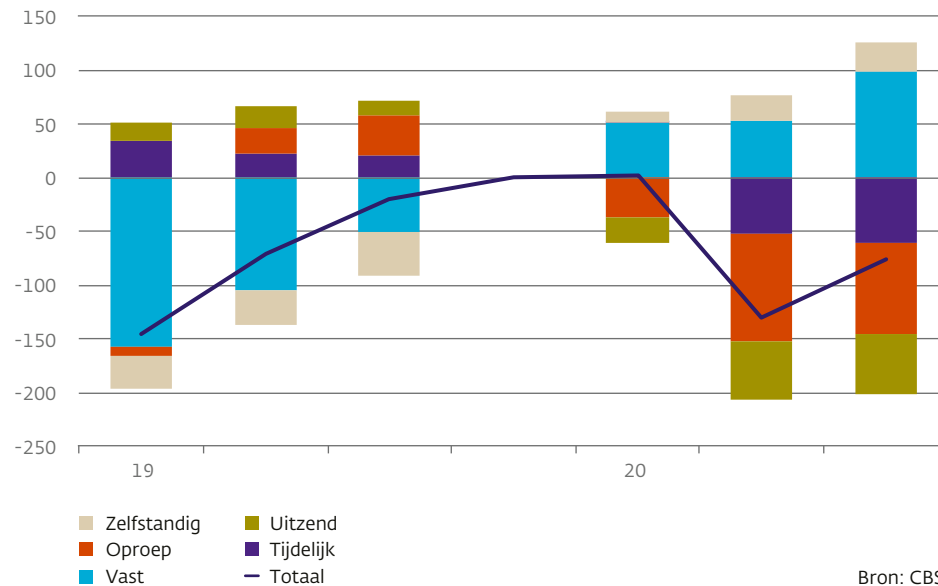
immers geringer dan voor vaste krachten. En hoewel werkgevers via de NOW ook ondersteuning kunnen krijgen voor flexibele werknemers, is het voor werkgevers gemakkelijker en goedkoper om tijdelijke contracten niet te verlengen en uitzendcontracten op te zeggen dan werknemers met een vast contract te ontslaan. De crisis heeft wederom de sterke tweedeling op de Nederlandse arbeidsmarkt blootgelegd, en het is belangrijk de kloof tussen "vast" en "flexibel" meer te dichten, in lijn met de aanbevelingen van de Commissie Borstlap.

De werkgelegenheid krijgt in 2021 de grootste klap te verduren, mede omdat in de raming is verondersteld dat de steunmaatregelen medio 2021 aflopen. Bovendien zijn bedrijven terughoudend om in geval van een krimpende afzet hun personeelsbestand meteen terug te brengen, zeker na de krappe arbeidsmarkt in het recente verleden. Liever proberen bedrijven eerst het aantal gewerkte uren te verlagen en flexibele contracten niet te verlengen, voordat ze hun vaste krachten ontslaan. Dit zien we ook terug in de data over de eerste kwartalen. Het aantal gewerkte uren nam in de eerste drie kwartalen per saldo met 3,4% af, terwijl de werkgelegenheid in personen in het derde kwartaal maar 1,1% lager was dan eind 2019. Daarnaast speelt mee dat om juridische en procedurele redenen vaste arbeidscontracten niet altijd op korte termijn ontbonden kunnen worden. Als gevolg van deze factoren krimpt de werkgelegenheid (in personen) in 2021 met 2,3%. In 2022 neemt het aantal werkzame personen weer met 1,0% toe, in lijn met het aanhoudende economische herstel.

Bij de ontwikkeling van het arbeidsaanbod spelen verschillende mechanismen. Enerzijds drukt de werkgelegenheidskrimp de groei van het aanbod. Baanverliezers en andere baanzoekers raken ontmoedigd en zien minder kansen op het vinden van een baan (*discouraged worker effect*). Ook personen die eerder nog niet actief waren op de arbeidsmarkt zullen minder vaak geneigd zijn op zoek te gaan naar een baan. Daarentegen noodzaakt de crisis in sommige huishoudens juist wel het zoeken naar werk (*added worker effect*). Doordat de baan van de kostwinner verdwijnt of het aantal uren afneemt, zal ook de partner op zoek gaan naar werk om het inkomen

Figuur 7 Ontwikkeling werkzame beroepsbevolking naar type arbeidsrelatie

Duizenden; verschil t.o.v. 2019K4

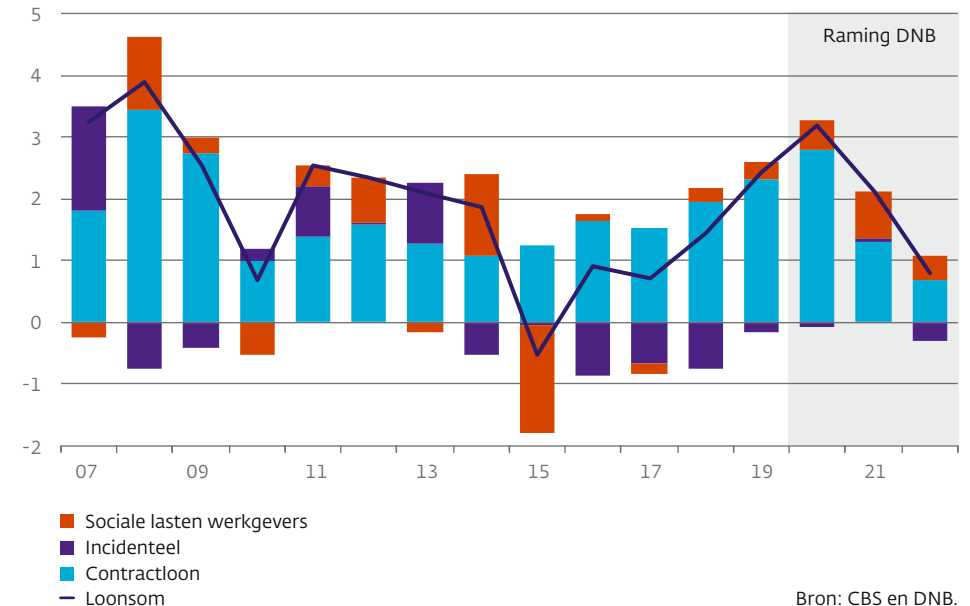


aan te vullen. Per saldo domineert in 2020 het *discouraged worker* effect en neemt het arbeidsaanbod met 0,2% af. Gesteund door het economisch herstel zal vanaf begin 2021 het aantal ontmoedigden afnemen en vinden langzaamaan meer mensen weer hun weg naar de arbeidsmarkt. In 2021 groeit het arbeidsaanbod met 0,3% en in 2022 met 0,5%.

In 2020 is de krimp van de werkgelegenheid groter dan die van het arbeidsaanbod, waardoor de werkloosheid oploopt tot gemiddeld 4,0% van de beroepsbevolking.

Figuur 8 Loonsom per werknemer (bedrijven)

Procentuele mutaties jaar op jaar en bijdragen in procentpunten op basis van arbeidsjaren



In het eerste kwartaal van dit jaar kwam het werkloosheidspercentage nog uit op 3,0%, het laagste niveau in meer dan twintig jaar. Daarna liep de werkloosheid gestaag op tot 4,3% in oktober. Door de forse werkgelegenheidskrimp in 2021 stijgt de werkloosheid volgend jaar naar 6,5%. Dat betekent dat er dan gemiddeld 634.000 personen geen baan hebben, maar daar wel actief naar op zoek zijn. Door het herstel van de werkgelegenheid in 2022, daalt de gemiddelde werkloosheidsvoet in dat jaar naar 6,0%.

1.3 Loonstijging valt scherp terug na hoge groei in 2020

Dit jaar komt de contractloongroei bij bedrijven naar verwachting uit op gemiddeld 2,8%, de hoogste loongroei sinds 2008 (Figuur 8). Dat is opmerkelijk gegeven de berichten over moeizame loononderhandelingen en loonoffers. Echter voor circa 80% van de cao's was de loongroei voor 2020 al in februari, dus voor de corona-uitbraak, vastgelegd. De groei van de loonsom (de optelsom van de contractloongroei en bijdragen van incidentele beloningen en sociale lasten) komt dit jaar met 3,2% nog wat hoger uit. Dat is vooral het gevolg van een positieve bijdrage van de gestegen sociale premies aan volksverzekeringen.

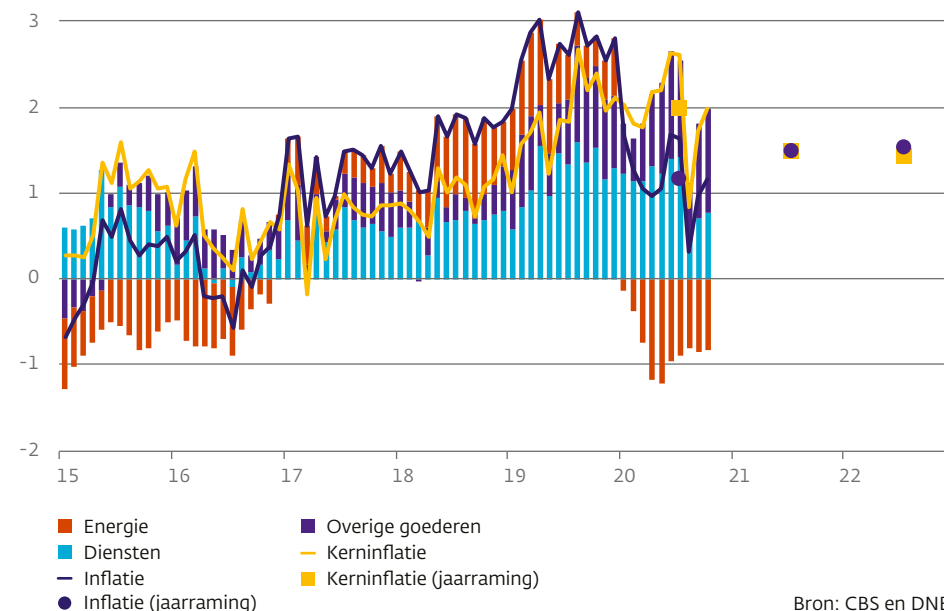
Vanaf volgend jaar ziet het beeld er anders uit. De onderhandelingsmacht van werknemers neemt af door de snel verruimende arbeidsmarkt, wat zich vertaalt in een daling van de cao-loongroei naar 1,3% in 2021 en 0,7% in 2022. Dat is laag, maar niet uitzonderlijk. Ook in 2005 kwam de loongroei uit op 0,7% en in de jaren 80 was de cao-loongroei enkele jaren zelfs nog iets lager. De groei van de loonsom komt in beide jaren hoger uit, te weten 2,1% in 2021 en 0,8% in 2022. Wederom dragen hogere sociale premies positief bij, terwijl de bijdrage van het incidentele loon minder negatief is dan in de afgelopen jaren. Weliswaar zijn werkgevers minder royaal met bonussen, promoties en andere incidentele beloningen, maar dit wordt in 2021 en 2022 grotendeels gecompenseerd door een positieve bijdrage van het samenstellingseffect. Het is gebruikelijk dat tijdens een recessie vooral laagbetaalde banen, veelal van jongeren en werknemers met een flexibele contract, verdwijnen. Deze verschuiving resulteert in een groter aandeel van hoger betaalde banen, met een stijging van het gemiddelde loonniveau als gevolg.

1.4 Inflatie in Nederland hoger dan in eurogebied

De pandemie raakt niet alleen de reële kant van de economie, maar heeft ook impact op de inflatie. Box 2 gaat hier dieper op in. In 2020 komt de inflatie (HICP) uit op 1,2% en de kerninflatie, dat wil zeggen zonder energie en voeding, op 2,0%. Het grote

Figuur 9 Inflatie (HICP) en kerninflatie

Procentuele mutaties jaar op jaar en bijdragen in procentpunten



Toelichting: Kerninflatie = totaal exclusief voeding en energie.

verschil tussen de inflatie en de kerninflatie wordt veroorzaakt door de sterk gedaalde prijzen van energie. Deze liggen in 2020 gemiddeld ruim 9% lager dan in 2019, veroorzaakt door een sterk gedaalde olieprijs en een verlaging van de energiebelasting. De lagere energieprijzen drukken de inflatie in Nederland in 2020 met gemiddeld 0,8 procentpunt (Figuur 9). In zowel 2021 als 2022 bedraagt de inflatie 1,5%. De opgelopen werkloosheid drukt de loonstijging in 2021 en 2022, waardoor de kerninflatie afneemt tot respectievelijk 1,5% en 1,4%. De sterk negatieve bijdrage van

de energie-inflatie verdwijnt na 2020, onder de aanname dat de olieprijs (UK Brent) geleidelijk oploopt tot gemiddeld circa 46 dollar per vat in 2022.

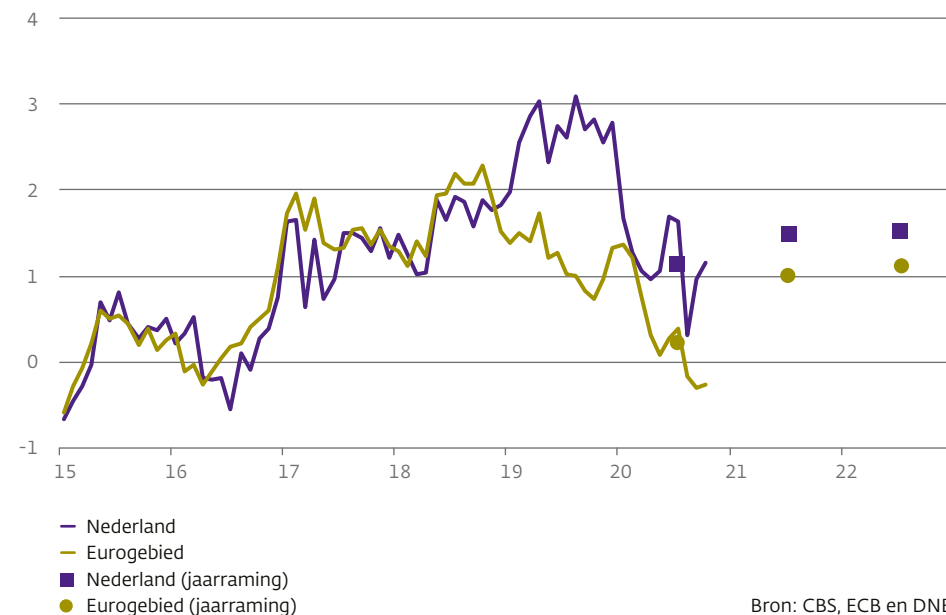
De inflatie in Nederland ligt al geruime tijd beduidend hoger dan die in het eurogebied, waar de inflatie in 2020 op 0,2% zal uitkomen (Figuur 10). Dit is deels het gevolg van belastingmaatregelen die in verschillende landen zijn genomen. Zo is bijvoorbeeld in Duitsland de btw in de tweede helft van het jaar tijdelijk verlaagd als onderdeel van het pakket coronamaatregelen. Het reguliere en het gereduceerde btw-tarief gingen met respectievelijk 3 en 2 procentpunten omlaag. De maatregelen in Duitsland en andere landen drukken de inflatie in het eurogebied in de tweede helft van 2020 met maximaal 0,6 procentpunt. Bij dit maximale effect wordt uitgegaan van volledige doorberekening van de belastingverlaging aan consumenten. Onderzoek van de Bundesbank laat zien dat dit vooral bij diensten lang niet altijd gebeurt, waardoor het daadwerkelijke effect op de inflatie kleiner zal zijn.

Daarnaast liggen aan de hogere inflatie in Nederland diepere oorzaken ten grondslag. De diensteninflatie (gecorrigeerd voor belastingen) ligt in de periode van maart 2019 tot oktober 2020 in Nederland (2,2%) hoger dan gemiddeld in het eurogebied (1,4%). Dit hangt samen met de sterkere stijging van contractlonen en arbeidskosten per eenheid product alhier. Onder invloed van de krappe arbeidsmarkt stegen de contractlonen in Nederland in de genoemde periode met gemiddeld 2,7% per jaar, terwijl in het eurogebied die stijging beperkt bleef tot 1,9%. Ook de afgelopen maanden was de diensteninflatie in Nederland relatief hoog. Dit wordt vooral veroorzaakt door vervoersdiensten, pakketreizen en vakantieaccommodaties, wat waarschijnlijk samenhangt met de hogere bezettingsgraad van Nederlandse accommodaties.

Naast de diensteninflatie is in Nederland ook de inflatie van industriële consumptiegoederen sterk gestegen. In de eerste tien maanden van 2020 lag deze, gecorrigeerd voor belastingen, op 1,4% en daarmee meer dan een procentpunt hoger dan in 2019. Bij duurzame goederen, zoals bijvoorbeeld elektronica, meubels en auto's, steeg de

Figuur 10 Inflatie (HICP) in Nederland en het eurogebied

Procentuele mutaties jaar op jaar



inflatie van -1,6% in 2019 naar gemiddeld +1,1% in de eerste tien maanden van 2020 (gecorrigeerd voor belastingen). Vooral vanaf april is een sterke stijging waarneembaar, die vermoedelijk samenhangt met de *lockdown* en het thuiswerken. Zo liggen de prijzen van elektronica, waaronder computerapparatuur, beduidend hoger dan vorig jaar.

Box 2 De impact van de pandemie op inflatie

De pandemie is gepaard gegaan met zowel negatieve aanbod- als vraagschokken, die zich hebben vertaald in een sterke krimp van het bbp-volume.¹ Het effect van de pandemie op inflatie is minder eenduidig, omdat een negatieve aanbodschock over het algemeen leidt tot een stijging in inflatie, terwijl een negatieve vraagschock juist leidt tot een daling in inflatie. Daarnaast is het moeilijk in te schatten hoe inflatie zich op korte en middellange termijn zal ontwikkelen, omdat het relatieve belang van aanbod- en vraagschokken over de tijd kan verschuiven.

Via de aanbodzijde kan de pandemie een opwaarts effect hebben op inflatie.

Als bijvoorbeeld werkplekken moeten sluiten om verspreiding van het virus tegen te gaan, dan komt de productie van goederen en diensten deels stil te liggen. Bij een gelijkblijvende vraag ontstaat hierdoor schaarste op de markt waardoor prijzen stijgen. Daarnaast kan de productie dalen vanwege een afname in de arbeidsproductiviteit, bijvoorbeeld door afwezigheid van werknemers die het virus hebben opgelopen of die preventief minder vaak aanwezig zijn. Indien gehele (grensoverschrijdende) productieketens worden verstoord, kunnen deze aanbodeffecten worden versterkt.

Via de vraagzijde kan de pandemie juist een drukkend effect hebben op inflatie.

Huishoudens gaan bijvoorbeeld minder vaak de deur uit, vanwege contactbeperkende maatregelen of besmettingsgevaar, waardoor consumptieve bestedingen buitenshuis afnemen. Bij een gelijkblijvend productieniveau ontstaat hierdoor een aanbodoverschot, dat leidt tot een daling van de prijzen. Daarnaast kan

de toegenomen onzekerheid ertoe leiden dat huishoudens uit voorzorg meer sparen en dat bedrijven minder investeren. Bovendien kunnen door ontwikkelingen aan de aanbodzijde, zoals een daling van de vraag naar arbeid en oplopende werkloosheid, deze vraageffecten worden versterkt. Alhoewel de meeste bedrijfssectoren in tijden van de pandemie kampen met een vraaguitval, zien sommige bedrijven juist een toename in de vraag naar hun product of dienst, zoals supermarkten, bouwmarkten en IT-bedrijven.

Hoe inflatie zich na een virusuitbraak op korte en middellange termijn zal ontwikkelen, is vanwege de verstremgeling van de aanbod- en vraageffecten moeilijk te voorspellen. Om hier meer inzicht in te verkrijgen maken we gebruik van een gestileerd epidemiologisch model, dat is geïntegreerd in een macro-economisch model.² In dit model, dat is gekalibreerd voor de Nederlandse economie, neemt de kans op besmetting toe naarmate huishoudens vaker buitenshuis consumeren of werken. Er is dus een belangrijke link tussen de economische beslissingen van huishoudens en de verspreiding van het virus.

Met het model berekenen wij het effect van een pandemie op een aantal macro-economische variabelen. Figuur 11 (links) laat zien dat de pandemie in de reële sfeer tot zowel negatieve aanbod- als vraageffecten leidt via de hierboven genoemde kanalen. Het effect van de pandemie op inflatie is in het eerste jaar na de virusuitbraak negatief, wat suggereert dat op korte termijn de vraageffecten domineren (rechterfiguur, 'Baseline').³ De aanbodzijde speelt echter een belangrijke rol, omdat deze het vraageffect versterkt. Zo leidt de daling in het aantal gewerkte uren tot

¹ Zie DNBulletin, Aanbod- en vraagschock als gevolg van corona dragen evenveel bij aan productiekrimp, 5 november 2020.

² Eichenbaum, Rebelo, and Trabandt (2020), Epidemics in the Neoclassical and New Keynesian models. NBER Working Paper No. w27430.

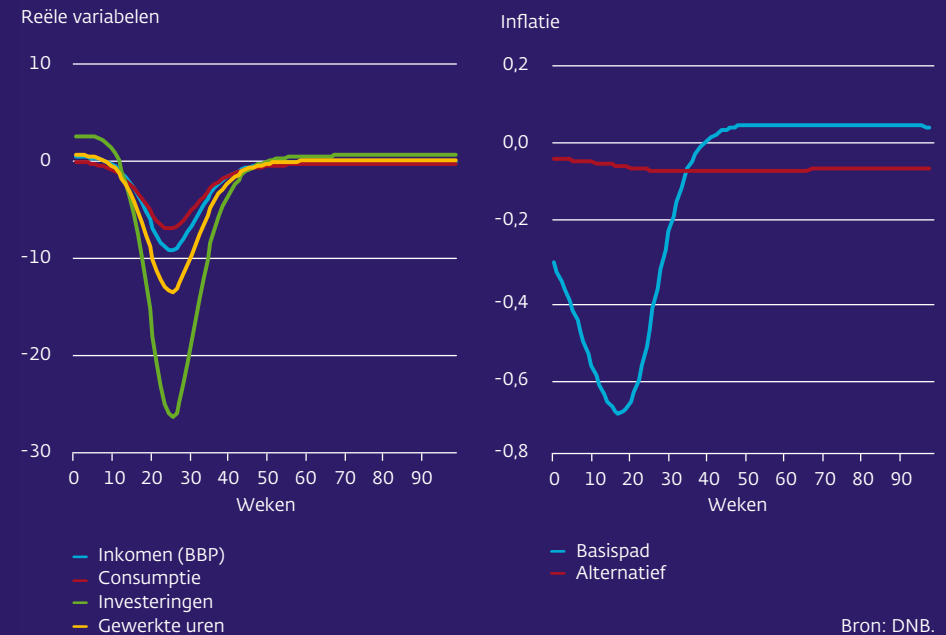
³ Naarmate het besmettingsgevaar afneemt, durven huishoudens weer meer te consumeren en te werken, waardoor inflatie zich herstelt en licht boven het pre-pandemie niveau uitkomt.

een flinke afname in het (arbeids)inkomen, waardoor huishoudens minder consumeren en investeren. Het belang van dit aanbodkanaal wordt duidelijk zodra we in een alternatief scenario aannemen dat huishoudens blijven doorwerken tijdens de pandemie, bijvoorbeeld met behulp van loonsubsidies betaald door de overheid. In dat geval vindt er dus geen krimp plaats in het arbeidsaanbod, is de impact op het arbeidsinkomen een stuk kleiner en blijven de investeringen op peil. Figuur 11 (rechts) toont aan dat in dit alternatieve scenario het negatieve effect van de pandemie op inflatie veel gematigder is.

Samenvattend illustreert dit model dat de pandemie zowel een opwaarts als een neerwaarts effect heeft op inflatie. Op korte termijn kunnen de vraageffecten worden versterkt via het aanbodkanaal in de vorm van een inkomensdaling, waardoor de uiteindelijke impact van de pandemie op inflatie negatief zal zijn. Een belangrijke kanttekening bij deze resultaten is dat in de baseline versie van het (gestileerde) model geen rekening wordt gehouden met de steunmaatregelen van de overheid en het onconventionele monetaire beleid van de centrale bank. Deze beleidsmaatregelen kunnen de impact van de pandemie op bijvoorbeeld de vraag naar arbeid en kredietrestricties verzachten, wat de negatieve impact op inflatie beperkt. Daarnaast kunnen *lockdown*-maatregelen juist zorgen voor een sterkere opwaartse druk op inflatie. De resultaten uit het baseline model illustreren de rol van vraag- en aanbodeffecten tijdens een pandemie in de afwezigheid van deze maatregelen.

Figuur 11 De macro-economische effecten van een pandemie

Procenten van langetermijngemiddelde voor virusuitbraak



Bron: DNB.

1.5 Woningmarkt koelt af, maar blijft robuust

Het is gebruikelijk dat de woningmarkt vertraagd reageert op de economische ontwikkeling. Mede daarom voorzag DNB in de juniraming dat de gemiddelde huizenprijs van bestaande woningen pas in 2021 zou gaan dalen. Het afgelopen half jaar heeft de woningmarkt zich aanzienlijk gunstiger ontwikkeld dan eerder was voorzien. Zo steeg de gemiddelde huizenprijs in het derde kwartaal met 8,1% op jaarbasis en was de stijging in oktober (9,1%) zelfs de hoogste sinds november 2018. Het aantal transacties lag in het derde kwartaal 5,6% hoger dan een jaar eerder. Volgens de NVM is de gemiddelde verkooptijd in het derde kwartaal weliswaar iets toegenomen, maar is deze met 30 dagen nog altijd lager dan het driejarige (2017K3-2020K3) gemiddelde van 41 dagen.

Het afgelopen half jaar hebben twee belangrijke fundamentele vraagfactoren zich gunstiger ontwikkeld dan DNB ten tijde van de juniraming voorzag: de arbeidsmarkt en de rentestand. De werkloosheid is in de eerste maanden na de start van de pandemie weliswaar toegenomen, maar de stijging was beperkter dan voorzien, mede als gevolg van de steunpakketten. Daarnaast zijn de hypotheekrentes sinds het uitbreken van de pandemie niet gestegen, maar juist licht gedaald. De rente is daarmee niet alleen lager dan een jaar geleden, maar tevens lager dan verwacht tijdens de juniraming.

Op dit moment zijn er geen indicaties dat de gemiddelde huizenprijs in Nederland op korte termijn zal dalen. Naast de gebruikelijke oorzaken van een vertraagde reactie van de huizenprijs op een negatieve schok, zorgt het relatief grote woningtekort ten opzichte van het verleden in de huidige situatie voor een extra vertraging (zie Box 3). Bovendien draagt de overheidssteun in belangrijke mate bij aan het dempen van de vraagschok.

Box 3 Woningmarkten reageren vertraagd op pandemie

In geval van een negatieve schok, zoals het uitbreken van een pandemie, reageren huiseigenaren minder snel dan aspirant-kopers. Huiseigenaren zijn minder snel geneigd om hun perceptie van de markt aan te passen en verlagen hun minimale prijs waartegen zij willen verkopen, oftewel hun reserveringsprijs, niet direct. Hierdoor daalt normaliter in eerste instantie de marktliquiditeit, een maatstaf voor hoeveel moeite het kost om een geschikte koper te vinden, en passen prijzen zich later aan. Tijdens de financiële crisis, die begon in het derde kwartaal van 2008, was pas drie kwartalen later een daling in de gemiddelde huizenprijs zichtbaar, terwijl de marktliquiditeit vrijwel meteen daalde. De meest recente cijfers over zowel prijsontwikkelingen als marktliquiditeit duiden nog niet op een afkoeling van de woningmarkt ([OFS, Najaar 2020](#)).

Verder zorgt het grote woningtekort voor een extra vertraagde reactie van de prijzen. Door de uitgestelde vraag die met een woningtekort gepaard gaat, zijn er na een economische neergang nog voor een langere periode potentiële kopers die voldoende bestedingsruimte hebben om de vraag te stutten. Bij voldoende vraag blijft de marktliquiditeit overeind en zien eigenaren geen reden om hun reserveringsprijzen naar beneden aan te passen. Het woningtekort bij aanvang van de Covid-19-pandemie was substantieel groter dan tijdens het aanbreken van de financiële crisis in 2008. De nieuwbouwproductie is lager geweest dan verwacht door fysieke belemmeringen bij het bouwen. Hierdoor zal het woningtekort voorlopig blijven bestaan en worden negatieve ontwikkelingen in de vraagfactoren verder gedempt. Het bestaan van een woningtekort was in het verleden overigens geen garantie tegen prijsdalingen. Ook in de jaren 80 en tijdens de financiële crisis van 2008 daalden de prijzen, terwijl sprake was van een tekort aan woningen. Veranderingen in het woningtekort blijken historisch gezien slechts een beperkte rol te spelen bij de prijsontwikkeling.

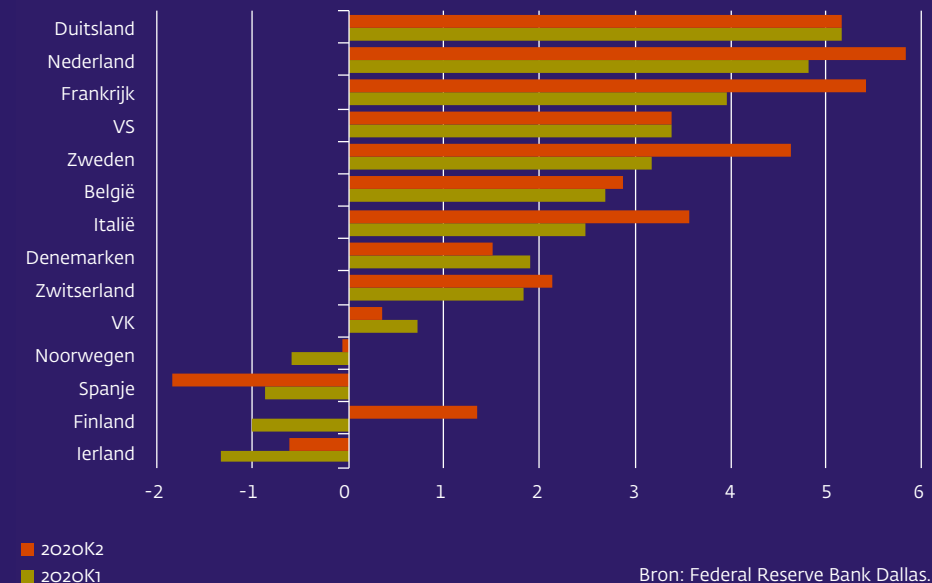
Schattingen uit een recent verschenen [DNB Bulletin](#) suggereren dat een 1 procent-punt hoger (lager) woningtekort gepaard gaat met 1 tot 2% hogere (lagere) prijzen.

Het hoge eigenwoningbezit in combinatie met de hoge hypothecaire schuld maakt de Nederlandse economie relatief kwetsbaar voor fluctuaties op de woningmarkt. Ook worden koopwoningen steeds minder bereikbaar voor starters. Deze ontwikkelingen laten zien dat een brede hervorming van de woningmarkt wenselijk is. In de eerste plaats dient de fiscale bevoordeling van kopen boven huren te worden aangepakt, bijvoorbeeld door de eigen woning geleidelijk naar Box 3 te brengen. Door de zeer lage rente kan dit nu ook makkelijker. Een verdere verlaging van de LTV-norm bij hypothecaire kredietverlening ligt ook in de rede. Tevens is het zaak het woningaanbod te vergroten. Dit geldt niet alleen voor koopwoningen, maar vooral ook woningen in het middensegment van de huurmarkt.

Nederland is overigens niet het enige land waar de woningmarkt vooralsnog immuun lijkt voor de Covid-19-pandemie. In vrijwel alle landen stegen de reële huizenprijzen flink in het tweede kwartaal van 2020 (Figuur 12). Noorwegen, Ierland, Japan en Spanje zijn hierop de uitzonderingen. De groei was in het tweede kwartaal vrijwel overall sterker dan in het eerste kwartaal.

Figuur 12 Reële huizenprijzen in enkele landen

Procentuele mutaties jaar op jaar



Op middellange termijn is het voor de woningmarkt vooral van belang hoe het vertrouwen, de arbeidsmarkt, de koopkracht en de rentes zich ontwikkelen. Het is daarom wel degelijk denkbaar dat er een negatief effect van de coronapandemie op de huizenprijs optreedt. Dat zou kunnen gebeuren als de bestedingsruimte van huishoudens afneemt door een combinatie van hogere werkloosheid, lagere koopkracht en hogere rentes. In de huidige raming is dit niet voorzien. Zolang de economische crisis niet omslaat naar een financiële crisis en banken hypotheekrentes kunnen blijven verstrekken, lijkt een scenario van sterk oplopende hypotheekrentes

niet erg waarschijnlijk (OFS, Najaar 2020). Ook het consumentenvertrouwen speelt een belangrijke rol, omdat negatieve of positieve huizenprijsverwachtingen als een vliegwiel kunnen fungeren. Hoewel het algehele consumentenvertrouwen een flinke klap heeft gekregen, is dat veel minder het geval bij de marktindicator voor de woningmarkt van Vereniging Eigen Huis (VEH). Bovendien loopt in de raming het consumentenvertrouwen na het dieptepunt in het derde kwartaal van 2020 weer geleidelijk op.



In 2020 neemt de gemiddelde nominale prijs van een bestaande koopwoning toe met ruim 7%. Vooral door de verslechterde situatie op de arbeidsmarkt in 2021 is de verwachting dat de huizenmarkt de komende jaren afkoelt. De stijging van de gemiddelde huizenprijs neemt naar verwachting af tot circa 2% in 2021 en circa 1% in 2022. Ramingen voor de huizenprijs zijn gewoonlijk met relatief grote onzekerheid omgeven en in de huidige situatie geldt dit nog meer dan gebruikelijk



2 Bestedingen en overheidsfinanciën nader belicht

2.1 Onvolledig en ongelijk herstel van internationale activiteit

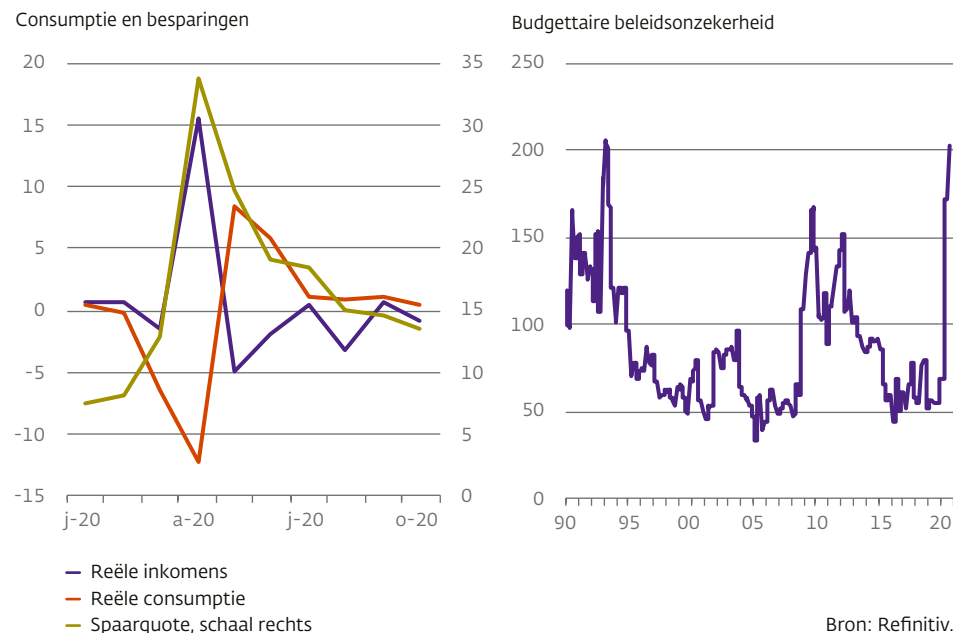
Mede door het stevige herstel van de Amerikaanse economie veerde de mondiale groei (exclusief eurogebied) in het derde kwartaal van 2020 met 6,7% sterk terug ten opzichte van het voorgaande kwartaal. Niettemin lag het niveau van het mondiale bbp (exclusief eurogebied) aan het eind van het derde kwartaal nog 2,5% onder het niveau van eind 2019. Onderliggend lopen de economische ontwikkelingen in landen uiteen. Zo heeft China al in het tweede kwartaal van 2020 de opgelopen schade van de crisis ingelopen en noteert de Chinese economie dit jaar als enige G20-land een positieve groei (1,8%). Daarentegen ligt in veel opkomende landen, met name binnen Latijns Amerika en in India, het niveau van het bbp aan het eind van 2020 nog ver onder het niveau van voor de crisis. Dit laatste komt niet alleen door het geringe vermogen van die landen om het virus in te dammen, maar ook doordat zij over relatief beperkte begrotingsruimte beschikken om hun economieën te ondersteunen.

In de raming groeit de mondiale economie (exclusief eurogebied) in 2021 met 5,8%, waarna het groeitempo in 2022 uitkomt op het langetermijngemiddelde van 3,9%. De opleving van het coronavirus eind 2020 in grote delen van de wereld beperkt het herstel van de mondiale economische groei in 2021. De eerste tekenen van verlies aan momentum waren aan het einde van het derde kwartaal van 2020 al zichtbaar, toen in veel landen de preventiemaatregelen tegen de verspreiding van het coronavirus werden aangescherpt. Een belangrijk uitgangspunt van de raming is dat deze strengere maatregelen in het vierde kwartaal van 2020 en het eerste kwartaal van 2021 van kracht blijven dan wel opnieuw worden ingevoerd, waarna de maatregelen geleidelijk worden versoepeld.

Nadat de Amerikaanse economie in het tweede kwartaal van 2020 met 9% kromp ten opzichte van het voorgaande kwartaal, groeide de economie in het derde kwartaal met 7,4%. Daarmee was het herstel in het derde kwartaal buitengewoon krachtig en sterker dan voorzien in juni, waardoor de krimp van het bbp in de

Figuur 13 Consumptie, besparingen en budgettaire beleidsonzekerheid Verenigde Staten

Procentuele mutaties maand op maand, procenten besteedbaar inkomen en index (langjarig gemiddelde = 100)



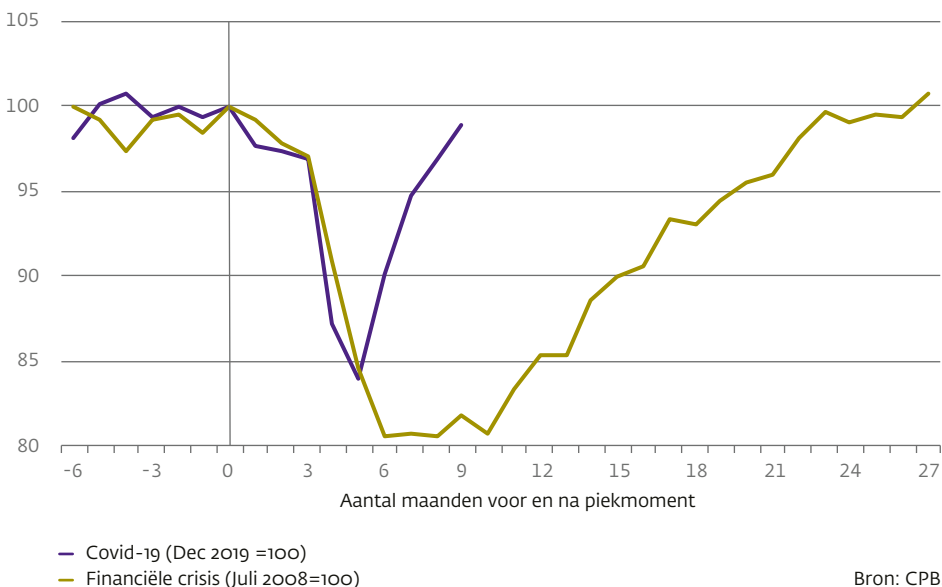
Bron: Refinitiv.

Toelichting: Budgettaire beleidsonzekerheid, Economic Policy Uncertainty subindex (Baker, Bloom, Davis).

Verenigde Staten in 2020 beperkt blijft tot 3,6%. De sterke groei in het derde kwartaal werd grotendeels gedragen door de particuliere consumptie. Huishoudens konden hun consumptie aanvankelijk op peil houden door de ruime inkomenssteun van de Amerikaanse overheid en – nadat de steun eind juli afliep – door in te teren op hun besparingen (Figuur 13, links). Ten opzichte van het voorjaar hebben consumenten daardoor momenteel minder middelen tot hun beschikking om hun consumptie te

Figuur 14 Verloop wereldhandel tijdens financiële en coronacrisis

Index, gemiddelde import en export exclusief eurogebied



ondersteunen, terwijl de onzekerheid over een nieuw steunpakket buitengewoon groot is (Figuur 13, rechts). Daarbij blijft de epidemiologische situatie in de Verenigde Staten zorgwekkend. Voor 2021 gaat de ECB ervan uit dat de Amerikaanse groei aantrekt tot 3,8%, waarna het groeitempo terugvalt tot 2,2% in 2022.

Vergeleken met de financiële crisis van 2008-2009 nam de wereldhandel in de eerste helft van dit jaar minder sterk af en veerde vervolgens eerder en krachtiger terug (Figuur 14). In het derde kwartaal van 2020 nam de wereldhandel (exclusief eurogebied) met 11% toe ten opzichte van het voorgaande kwartaal. Het volume van de wereldhandel lag hierdoor in september nog maar 1,2% onder het niveau van

eind 2019. Tijdens de financiële crisis duurde het ruim twee jaar voordat de wereldhandel het niveau van voor de crisis bereikte.

In november 2020 lag de olieprijs met USD 57,5 per vat nog steeds circa 25% onder het pre-corona niveau van midden februari. De aanhoudende zwakke vraag naar energie vanuit sommige sectoren, zoals de luchtvaart, beperkt het herstel van de olieprijs. Daarnaast zitten ook aanbodfactoren, zoals versoepelingen van aanbodbeperkingen binnen de OPEC+ en overcapaciteit in de raffinagesector, een sterker herstel van de olieprijs in de weg. Het uitgangspunt in de raming is dat de olieprijs in 2021 gemiddeld uitkomt op USD 44,0 per vat en in 2022 oploopt tot gemiddeld USD 45,7 per vat.

Ten aanzien van de Brexit is aangenomen dat het VK en de EU geen handelsakkoord bereiken. De handel tussen het VK en de EU valt daardoor vanaf 2021 terug op de minimale regels (*most favoured nation rules*) van de Wereldhandelsorganisatie (WTO). Met deze regels zijn de handelskosten tussen beide partijen hoger dan onder een handelsakkoord, wat de groei van de voor het eurogebied relevante wereldhandel in 2021 zal drukken. Er is in de raming geen rekening gehouden met mogelijke wisselkoerseffecten en financiële verstoringen na de *no-deal* Brexit.

2.2 Krimp Nederlandse uitvoer in 2020 valt mee

De internationale uitgangspunten voor de raming impliceren dat de voor Nederland relevante wereldhandel in 2020 krimpt met 10,8%. De vraag naar Nederlandse goederen en diensten staat sterk onder druk van de epidemiologische situatie in het buitenland. Zo behoort de Europese Unie, de belangrijkste handelspartner van Nederland, tot een van de zwaarst getroffen regio's ter wereld. Maar ook enkele andere belangrijke handelspartners buiten de Europese Unie, zoals het Verenigd Koninkrijk en de VS, behoren daartoe. In lijn met het uitgangspunt dat de preventie-maatregelen in 2021 geleidelijk worden versoepeld, veert de relevante wereldhandel in 2021 terug met een groei van 6,4%. De veronderstelde hogere handelstarieven tussen de EU en het Verenigd Koninkrijk beperken echter het herstel van de relevante

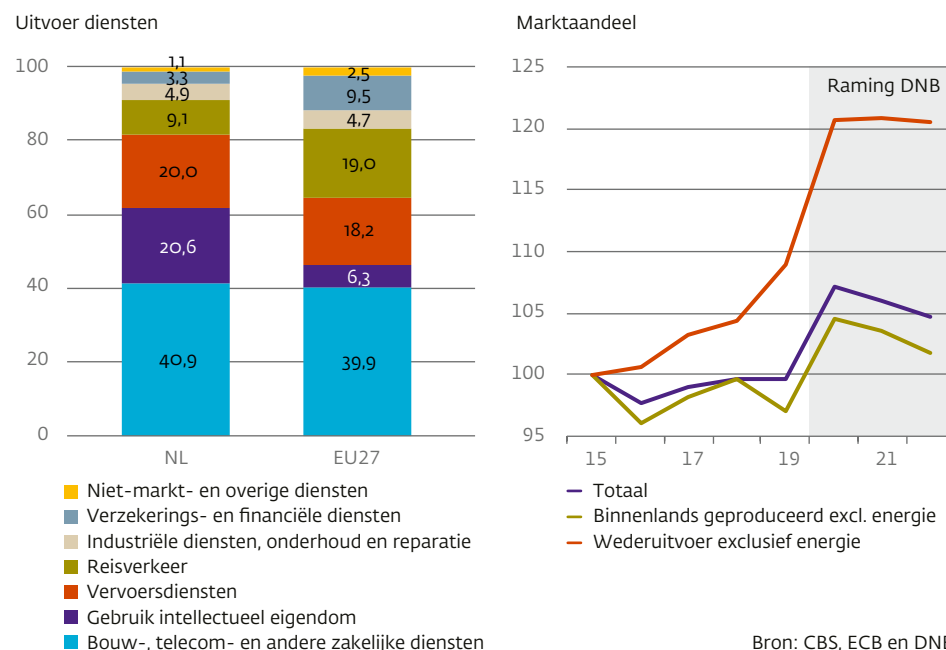
wereldhandel in 2021. In 2022 vlakt de groei van de relevante wereldhandel af naar bijna 5% (Tabel 1).

Naar verwachting blijft de krimp van de Nederlandse uitvoer van goederen en diensten in 2020 beperkt tot 4%. Het uitgangspunt van een *no deal* Brexit heeft een tijdelijk opwaarts effect op de Nederlandse uitvoer aan het einde van 2020, vanwege voorraadvorming door Britse bedrijven in anticipatie op de hogere handelstarieven en logistieke problemen. Daarnaast heeft de specifieke pakkeetsamenstelling van de Nederlandse uitvoer dit jaar gunstig uitpakkt voor de buitenlandse afzet. Zo zijn de inkomsten uit reisverkeersdiensten, zoals bestedingen van buitenlandse reizigers aan logies en amusement, door de pandemie zeer fors teruggelopen, terwijl het aandeel van deze diensten in de Nederlandse dienstenuitvoer relatief beperkt is (Figuur 15, links). Daarnaast heeft de pandemie de internationale verhandeling van sommige diensten, zoals streamingdiensten van films en series, juist positief beïnvloed. Het gebruik van deze streamingsdiensten komt tot uitdrukking in het gebruik van intellectuele eigendom, waarvan de Nederlandse uitvoerwaarde in het tweede kwartaal van 2020 met 18% is toegenomen ten opzichte van een jaar eerder. Het aandeel van het gebruik van intellectueel eigendom is in de Nederlandse dienstenuitvoer juist relatief hoog. Het marktaandeel van de binnenlands geproduceerde uitvoer neemt hierdoor in 2020 sterk toe (Figuur 15, rechts).

De totale uitvoer van goederen en diensten neemt in 2021 toe met 5,2%, waarmee de Nederlandse uitvoer sterk herstelt van de neergang in 2020.⁴ Onderliggend krimpt de uitvoer van energie in 2021 met 4,2%, als gevolg van de zwakke energievraag en de productiebeperkingen van aardgas. Door deze productiebeperkingen is Nederland sinds 2018 een netto-importeur van aardgas om aan de binnenlandse vraag naar aardgas te voldoen. De binnenlands geproduceerde uitvoer (exclusief energie) groeit in 2021 naar verwachting met 5,4%, doordat de activiteit in de internationale

Figuur 15 Samenstelling uitvoer diensten en marktaandeel uitvoer van goederen en diensten

Aandeel in procenten en 2015 = 100, volume



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

omgeving aantrekt. De verslechterde prijsconcurrentiepositie van de binnenlandse geproduceerde uitvoer beperkt het herstel in 2021 enigszins.

⁴ Er is sprake van een opwaarts risico voor de uitvoer wanneer de EU en het VK op de valreep nog tot overeenstemming zouden komen over een handelsakkoord. Zie de uitkomsten van een alternatief Brexit-scenario in de EOv van december 2019.

Tabel 1 Uitvoer Nederland en concurrentiepositie

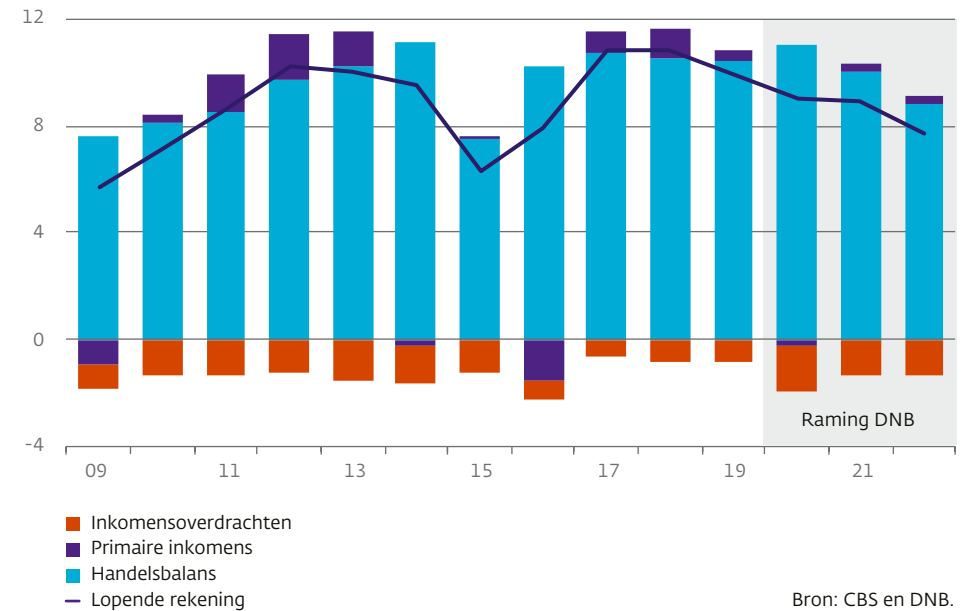
Procentuele mutaties

	2019	2020	2021	2022
Volume				
Relevante wereldhandel (1)	2,5	-10,8	6,4	5,1
Uitvoer goederen en diensten (2)	2,6	-4,0	5,2	3,7
binnenlands geproduceerd	-0,2	-6,0	4,2	2,9
wederuitvoer	7,0	-1,2	6,5	4,8
Handelsprestatie (2-1)	0,1	7,6	-1,1	-1,3
Uitvoer goederen en diensten excl. energie	2,6	-2,8	5,9	3,8
binnenlands geproduceerd (3)	-0,1	-3,9	5,4	3,2
wederuitvoer	7,0	-1,2	6,5	4,8
Marktaandeel (3-1)	-2,6	7,7	-0,9	-1,8
Prijs				
Concurrentenprijs (4)	1,9	-3,4	0,5	1,7
Uitvoer goederen en diensten	0,3	-2,5	1,3	1,6
binnenlands geprod., excl. energie (5)	1,3	1,4	2,1	1,7
Prijsconcurrentie (4-5)	0,6	-4,7	-1,6	0,0

Bron: DNB en ECB.

Figuur 16 Overschot op lopende rekening

Procenten bbp



Bron: CBS en DNB.

Inkomensoverdrachten inclusief correctie mutaties in pensioenrechten.

In 2022 valt het groeitempo van de totale uitvoer terug naar 3,7%. Voor de coronacrisis nam het marktaandeel van de wederuitvoer ieder jaar toe en in de ramingsperiode zet deze trend zich voort. Daar staat tegenover dat de groei van binnenlands geproduceerde uitvoer (exclusief energie) achterblijft bij de relevante wereldhandels-groei, waardoor het betreffende Nederlandse maktaandeel wat slinkt (Figuur 15, rechts). Het marktaandeel van de 'made in Holland' uitvoer ligt in 2022 nog wel hoger dan vlak voor de coronacrisis.

Na een afname in 2019 blijft het saldo op de lopende rekening ook de komende jaren verder dalen (Figuur 16). In 2020 loopt het saldo naar verwachting met bijna 1 procentpunt terug, naar 9% bbp. Deze afname is deels het gevolg van een eenmalige inkomensoverdracht van een in Nederland gevestigde multinational aan het buitenland, waardoor het saldo van de inkomensoverdrachten in het eerste kwartaal van 2020 sterk daalde. Daarnaast neemt het saldo op de lopende rekening af als gevolg van de pandemie. In 2020 zagen hierdoor bijna alle ondernemingen hun

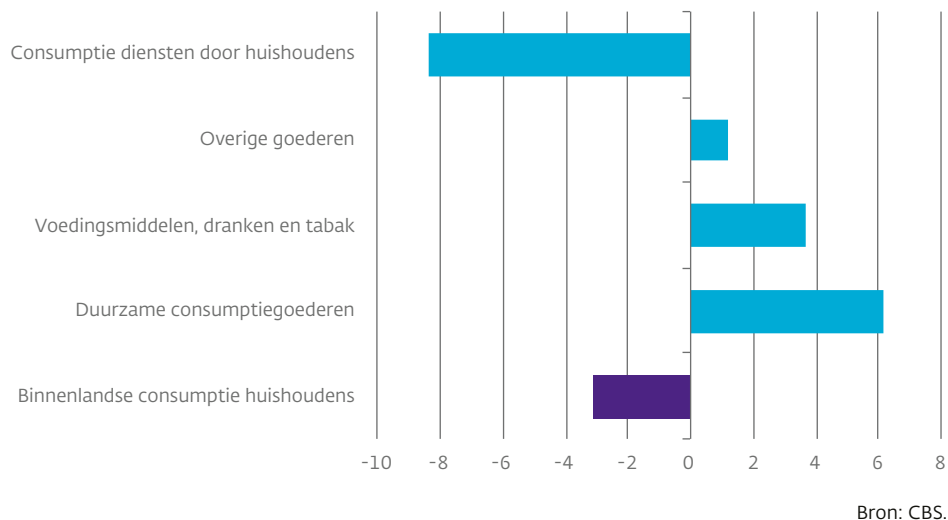
winsten uit het buitenland dalen, waarbij met name bedrijven in de energie- en luchtvaartsector zwaar werden getroffen. Weliswaar zagen supermarktketens hun winsten uit het buitenland juist toenemen, maar per saldo namen de primaire inkomens uit het buitenland af. Het goederensaldo daalde in het tweede kwartaal van 2020 tot 7,2% bbp, het laagste niveau sinds 2010, en ook het dienstensaldo liep terug. In de ramingsperiode is een verdere afname van het handelsoverschot voorzien, doordat de invoer van goederen en diensten sterker groeit dan de uitvoer. Hierdoor neemt het saldo op de lopende rekening geleidelijk af, tot 7,7% bbp in 2022.

2.3 Besparingen huishoudens stijgen in 2020 tot recordhoogte

De particuliere consumptie krimpt in 2020 met 7,1%. Dit wordt voornamelijk veroorzaakt door de krimp in de eerste helft van het jaar, waarin de consumptie met 13,6% daalde ten opzichte van het vierde kwartaal van vorig jaar. De voornaamste reden hiervoor is dat door de contactbeperkende maatregelen het aanbod van consumptiemogelijkheden fors werd ingeperkt. Daarnaast zijn consumenten voorzichtiger geworden in hun bestedingsgedrag door de toegenomen onzekerheid over de economische toekomst. In het derde kwartaal is de consumptie weliswaar flink hersteld, met een groei van 9,4% ten opzichte van een kwartaal eerder, maar dat weegt niet op tegen de daling in de eerste helft van het jaar. Vooral de dienstenconsumptie was in het derde kwartaal nog beduidend lager dan vorig jaar (Figuur 17). De consumptie van goederen heeft zich daarentegen sterk hersteld. Dit komt overeen met het positieve beeld van de detailhandel. Zo is het omzetvolume van de detailhandel in het derde kwartaal gestegen met 7,2% ten opzichte van vorig jaar. Dat is de hoogste groei sinds het begin van de reeks in 2005. Met name de woningerelateerde branches en webwinkels hebben hun omzet sterk zien toenemen. In het vierde kwartaal wordt de consumptie echter opnieuw geraakt door de tweede besmettingsgolf en de aanscherping van de contactbeperkende maatregelen.

Figuur 17 Binnenlandse consumptie door huishoudens in het derde kwartaal 2020

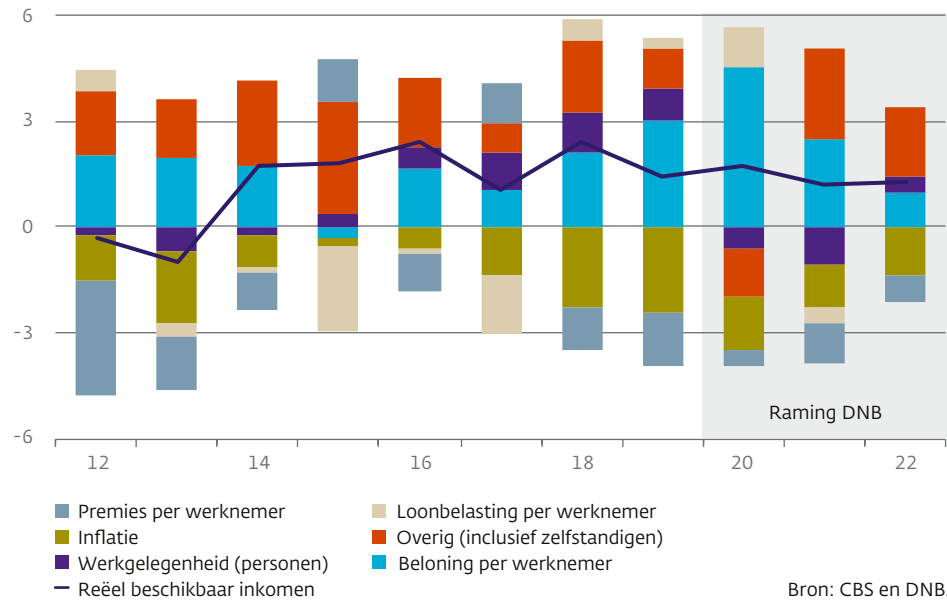
Procentuele mutaties jaar op jaar; volume, koopdagengecorrigeerd



Naar verwachting herstelt de particuliere consumptie met een groei van 4,8% in 2021 en 4,5% in 2022. Dat is in lijn met de aanname van de raming dat de contactbeperkende maatregelen in 2021 geleidelijk worden versoepeld en vanaf 2022 niet langer nodig zijn. Het herstel van de consumptie wordt ondersteund door een stabiele ontwikkeling van het beschikbare huishoudinkomen. In de raming groeit de bestedingsruimte van huishoudens met gemiddeld 1,4% per jaar in de periode 2020-2022 (Figuur 18). Dat is weliswaar lager dan de gemiddelde groei van 1,8% per jaar in de periode 2014-2019, maar fors hoger dan tijdens de vorige economische neergang (2009-2013), toen het inkomen gemiddeld genomen stagneerde. Hierbij spelen de steunmaatregelen van

Figuur 18 Reëel beschikbaar inkomen huishoudens

Procentuele mutaties jaar op jaar en bijdragen in procentpunten



de overheid een belangrijke rol. Zo wordt de inkomensdaling van zelfstandigen in 2020 gedempt door de inkomensondersteuning vanuit de overheid en zou zonder de loonkostensubsidies de negatieve bijdrage van de werkgelegenheid in 2020 en 2021 aanzienlijk groter zijn uitgevallen.

Doordat het inkomen van huishoudens op peil blijft en de consumptie afneemt, lopen de vrije besparingen van huishoudens dit jaar fors op. Zo stegen de vrije besparingen in het tweede kwartaal met ruim 12 miljard euro ten opzichte van het jaar daarvoor. Hiervan werd pakweg 11 miljard euro gestald op (spaar)rekeningen bij Nederlandse banken. Het overige deel is onder meer overgemaakt naar beleggings-

rekeningen of gebruikt voor het aflossen van schulden. Opmerkelijk is dat vrijwillige aflossingen op hypotheek juist zijn afgenomen. Dit suggereert dat huishoudens ten tijde van grote onzekerheid de voorkeur hebben voor meer liquide spaarvormen, om daarmee een potentiële inkomensterugval op te vangen. In de raming stijgt de individuele spaarquote, ofwel de vrije besparingen in procenten van het beschikbare inkomen, van 3,1% in 2019 tot 11,1% in 2020. Dat is flink hoger dan het hoogste niveau in de afgelopen 20 jaar, te weten 3,9% in 2016. In lijn met het herstel van de consumptie in 2021 en 2022 neemt de individuele spaarquote geleidelijk af, naar 5,5% in 2022.

2.4 Tijdelijke dip in investeringen bij gematigde kredietverlening

De contactbeperkende maatregelen in het binnen- en buitenland hebben de afzet van bedrijven op macro-niveau flink verlaagd, al verschilt het effect tussen bedrijven en bedrijfstakken sterk. Zo hebben bijvoorbeeld supermarkten en bouwmarkten juist geprofiteerd van de pandemie, terwijl bedrijven in horeca en reisbranche hun afzet fors zagen teruglopen. Het aantal ondernemingen met dalende afzet door de pandemie is echter groot. Het aantal industriële bedrijven dat naar eigen zeggen een te hoge bezettingsgraad heeft, is in korte tijd flink teruggevallen. Dat geldt ook voor het door bedrijven gerapporteerde tekort aan arbeid als belangrijke productie-belemmering (Figuur 19). Ondanks de toename van de bezettingsgraad in de laatste twee kwartalen van dit jaar, bevindt deze zich op een laag niveau. Dit zal de bedrijfs-investeringen de komende tijd neerwaarts beïnvloeden. Vooruitkijkend kampen bedrijven nog steeds met veel onzekerheid over het verloop van de pandemie en over de gevolgen daarvan voor hun toekomstige afzet. Volgens de Conjunctuur-enquête van afgelopen november zijn ondernemers voor het eerst sinds 2013 per saldo negatief gestemd over de investeringen. Ruim 20% van de ondernemers verwacht volgend jaar minder te investeren dan in 2020 en 15% verwacht juist meer te investeren. Het ondernemersvertrouwen is per saldo nog steeds negatief, al is het in de vierde kwartaal verbeterd ten opzichte van een kwartaal eerder. In de raming slaat de stijging van de bedrijfsinvesteringen in 2019 (6,7%) om naar een stevige krimp van -7,3% in 2020. Met een groei van 2,6% volgt in 2021 eerst een gematigd

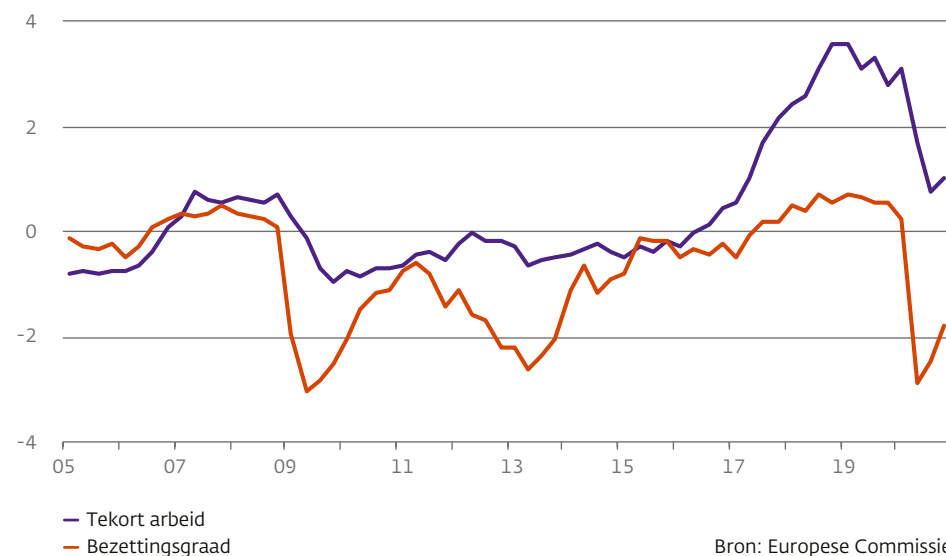
herstel, maar als het vertrouwen in de toekomst eenmaal is hersteld, dan trekken de bedrijfsinvesteringen in 2022 (8,5%) flink aan.

De jaarlijkse groei van bancaire kredietverlening aan bedrijven is in de laatste maanden gestaag afgenomen. Het verschil tussen het verloop in Nederland en de gemiddelde ontwikkeling in het eurogebied is groot. Zo is de jaarlijkse groei in het eurogebied toegenomen van 3,2% in januari tot 6,8% in oktober. In Nederland is daarentegen de krimp van begin dit jaar omgeslagen in een groei van rond 2% (j-o-j) in de maanden maart t/m juli, die vervolgens geleidelijk afnam tot 0,4% in oktober. Dit verschillende verloop kan deels verklaard worden door het veel grotere gebruik van kredietgarantieregelingen in een aantal relatief zwaar getroffen eurolanden, zoals Spanje en Frankrijk, terwijl in Nederland de steun aan bedrijven en consumenten vooral via de overheidsbegroting loopt.

De kredietverlening aan het mkb neemt sinds het tweede kwartaal van 2019 af, waarbij de krimp geleidelijk is toegenomen tot 3% in het tweede kwartaal van 2020. Tegelijkertijd geven banken in de Bank Lending Survey (BLS) in meerderheid aan dat zij sinds de tweede kwartaal van 2020 de acceptatiecriteria voor kredietverlening hebben aangescherpt, zowel voor grote als kleine bedrijven, vanwege verslechterde risicoperceptie. Ook voor het vierde kwartaal verwachten banken een verdere aanscherping van de acceptatiecriteria. Dit kan de kredietgroei in de komende kwartalen verder onder druk zetten. Volgens de banken (BLS) is de vraag naar bedrijfskrediet in het derde kwartaal van dit jaar toegenomen en verwachten zij dat dit ook in het vierde kwartaal het geval zal zijn. Dit reflecteert de toegenomen liquiditeitsbehoefte van bedrijven om hun voorraden en werkkapitaal te financieren en hun schulden te herstructureren. Daarentegen drukken de geringere financieringsbehoefte voor investeringen in vaste activa en voor fusies en overnames de vraag naar leningen.

Figuur 19 Productiebelemmeringen en bezettingsgraad van industriële bedrijven

Standardscores



De kredietverlening aan het mkb is in Nederland overigens structureel lager dan in de rest van Europa. Deels hangt dit samen met de financieringsstructuur van het mkb, waarbij veel gebruik wordt gemaakt van eigen vermogen. De kredietverlening kan worden vereenvoudigd en mogelijk worden verhoogd door een kredietregister op te zetten, zodat banken makkelijker, sneller en meer inzicht hebben in de onderliggende financiële situatie van de betreffende kleine en middelgrote bedrijven. In de raming slaat de bescheiden groei in de totale bancaire kredietverlening in 2020 om in een krimp van 2% in 2021, om daarna weer bescheiden toe te nemen in 2022 (0,6%).

2.5 Verslechtering overheidsfinanciën blijft behapbaar

De overheidsfinanciën hebben als gevolg van de coronacrisis een flinke klap gekregen. Het is daarom goed dat zij bij het uitbreken van de pandemie in een goede uitgangspositie verkeerden. Het belang van buffers is in deze crisis weer eens duidelijk geworden. In 2019 daalde de schuldquote verder tot 48,7% bbp, terwijl het begrotings-saldo dat jaar uitkwam op een overschot van 1,7% bbp. Als gevolg van de economische crisis en de steunpakketten om de economische schade te beperken, slaat het begrotingssaldo dit jaar om in een tekort van 6,3% bbp (Tabel 2). Ook in 2021 en 2022 schrijft de overheid rode cijfers, doordat de overheidsuitgaven in die jaren maar geleidelijk afnemen. Bij het structurele saldo is in 2020 en in de ramingsjaren daarna eveneens sprake van een tekort, al moet deze indicator vanwege de bijzondere omstandigheden met extra voorzichtigheid worden geïnterpreteerd.

Het begrotingstekort van 2020 is voor Nederlandse begrippen van historische omvang. Een tekort van 6,3% bbp is sinds de tweede wereldoorlog niet meer voor-gekomen. Tegelijkertijd is het tekort beperkt gebleven ten opzichte van andere Europese landen. Zo ligt het gemiddelde begrotingssaldo van het eurogebied voor 2020 op -8,0% bbp. Het feit dat het Nederlandse tekort in 2020 kleiner is dan in een aantal Europese landen is deels te danken aan de relatief beperkte omvang van de economische schade, maar komt ook door een betere uitgangspositie aan het begin van het jaar. De uitgaven aan economische steunmaatregelen zijn niet verantwoor-delijk voor dit verschil, omdat deze als percentage van het bbp in Nederland niet minder omvangrijk zijn dan het EU-gemiddelde.

In Nederland nemen de collectieve uitgaven in 2020 vooral vanwege de steun-pakketten flink toe. De meest omvangrijke maatregel uit de steunpakketten is de loonkostensubsidies in het kader van de NOW-regeling. Andere belangrijke maatregelen zijn de inkomenssteun voor zelfstandige ondernemers (TOZO) en de compensatie voor vaste lasten voor bedrijven (TVL). Naar verwachting geeft de overheid in 2020 ongeveer EUR 27 miljard uit aan deze drie maatregelen. In 2021

Tabel 2 Kerngegevens overheidsfinanciën

Procenten bbp

	2019	2020	2021	2022
Collectieve uitgaven	42,0	49,8	48,0	45,8
Collectieve lasten	39,3	38,9	38,7	38,3
Overige inkomsten	4,4	4,6	4,5	4,3
Primair saldo	2,5	-5,6	-4,1	-2,5
EMU-saldo	1,7	-6,3	-4,9	-3,3
Structureel saldo (EC-methode)	0,4	-4,2	-3,9	-3,5
EMU-schuld (obv ultimostand)	48,7	59,2	60,6	61,1

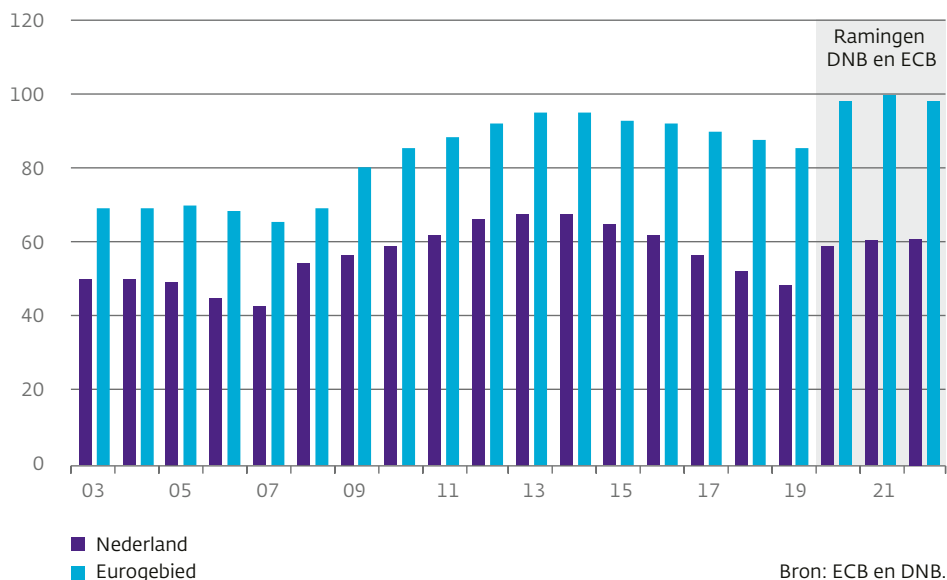
Bron: DNB.

nemen de collectieve uitgaven als percentage van het bbp licht af en kosten de drie belangrijkste steunmaatregelen naar verwachting tezamen circa EUR 7 miljard. Het uitgangspunt hierbij is dat de steunmaatregelen geleidelijk worden afgebouwd en op 1 juli 2021 worden beëindigd, conform de kamerbrieven van 28 augustus en 27 oktober van dit jaar. Dit betekent dat alle aanpassingen die het kabinet op 9 december 2020 heeft aangekondigd, niet meer in deze raming zijn meegenomen.

Hoewel de totale overheidsuitgaven in 2021 per saldo afnemen, geldt dat niet voor alle componenten. Zo nemen de uitgaven voor WW-uitkeringen toe vanwege het groeiend aantal werklozen en blijven onder andere de zorguitgaven en de AOW-uitkeringen stijgen, een ontwikkeling die zich overigens zonder de Covid-19-uitbraak ook zou hebben voorgedaan. Verder gaan de overheidsinvesteringen in 2021 omhoog, deels in het kader van het Nationaal Groeifonds. Als gevolg van deze ontwikkelingen komen de collectieve uitgaven als percentage van het bbp in 2022 bijna 4 procent-punt bbp hoger uit dan in 2019.

Figuur 20 Overheidsschuld Nederland en eurogebied

Procenten bbp



De collectieve lasten nemen in de ramingsperiode geleidelijk af als gevolg van de lastenverlichtingen die al waren aangekondigd voor de virusuitbraak. De overheid heeft als onderdeel van de steunmaatregelen de mogelijkheid tot uitstel van belastingbetaling verleend. Ondernemers hebben hier ruim gebruik van gemaakt. Naar verwachting komt het totale bedrag aan uitgestelde belastingen in 2020 uit op ongeveer EUR 13 miljard. Dit bedrag verslechtert overigens niet het geraamde EMU-saldo, maar wordt wel meegerekend bij het berekenen van de overheidsschuld.

Om de economische effecten van de virusuitbraak te beperken, is het belangrijk dat de automatische stabilisatoren en de steunmaatregelen vrijuit hun werk kunnen doen. Het gevolg hiervan is wel dat de schuldquote in drie jaar tijd met meer dan 12 procentpunt bbp oploopt, tot ruim 61% bbp ultimo 2022. De schuldquote van de Nederlandse overheid zou daarmee nog wel onder het hoogste niveau van na de financiële crisis blijven (68% bbp). De houdbaarheid van de overheidsschuld komt niet in gevaar. Figuur 20 laat zien dat ook de gemiddelde schuldquote in de eurozone in 2020 sterk oploopt, waardoor de Nederlandse overheidsschuld naar verwachting een relatief aantrekkelijke belegging zal blijven. De toename van de schuldquote laat zien dat het belangrijk is om in goede tijden de schuldquote te laten dalen, zodat er een buffer is om onverwachte tegenslagen op te kunnen vangen.

2.6 Beleidsoverwegingen inzake de steunpakketten⁵

Wereldwijd is door overheden en centrale banken fors ingegrepen om de economische gevolgen van het uitbreken van het coronavirus voor bedrijven en huishoudens te beperken. Ook de Nederlandse overheid heeft een omvangrijk pakket aan maatregelen genomen, onder meer door het overnemen van een groot deel van de loonkosten van bedrijven (de Noodmaatregel Overbrugging Werkgelegenheid, NOW), het verlenen van belastinguitstel en het verstrekken van kredietgaranties. Daarnaast laat het kabinet de zogenoemde automatische stabilisatoren in de overheidsbegroting volop hun werk doen. De belastinginkomsten ademen mee met de economie en er wordt niet bezuinigd op de overige overheidsuitgaven.

Met de pandemie heeft zich een risico gemanifesteerd waartegen huishoudens en bedrijven zich onmogelijk kunnen indekken. In zo'n geval is de overheid de enige partij die kan inspringen om de economische schade te beperken. Zo heeft de overheid onder de eerste ronde van de NOW-regeling bijgedragen aan de loon-

⁵ Met deze paragraaf wordt invulling gegeven aan het verzoek van het ministerie van Financiën aan DNB om naar aanleiding van de motie Palland/Bruins in te gaan op een optimale strategie om de economische en sociale schade van de coronacrisis voor Nederland te beperken.



kosten van circa 2,6 miljoen werknemers. Het behouden van banen en het voorkomen van grootschalige faillissementen vermindert de kans op langdurige werkloosheid of verlies van bedrijfsspecifieke kennis. Hiermee wordt langdurige schade aan de economie beperkt. Ook wordt met de steunmaatregelen het risico beperkt dat de crisis overslaat naar de financiële sector.

De genomen maatregelen zijn effectief gebleken bij het behoud van banen en bedrijven. Dit blijkt bijvoorbeeld uit het feit dat het aantal faillissementen in 2020 tot nu toe lager ligt dan in het voorgaande jaar en uit het feit dat de werkloosheid relatief beperkt is gestegen. Tegelijkertijd bevindt de economie zich nog steeds in zwaar weer. Zo laten CBS-data zien dat het percentage ondernemers dat verwacht dat hun bedrijf de komende 12 maanden niet zal overleven per begin september in een aantal sectoren nog steeds hoog was (32% in horeca en 22% in cultuur, recreatie en sport).

Hoewel de steunmaatregelen noodzakelijk en effectief zijn geweest, kan het te lang doorzetten van deze maatregelen kostbaar zijn als de structuur van de economie door de coronacrisis verandert. Zo kan overheidssteun ertoe leiden dat ook steun wordt verleend aan sectoren of bedrijven waarvoor na de coronacrisis een permanent kleinere rol zal zijn weggelegd. De transitie naar deze nieuwe economische structuur komt dan minder snel tot stand. Daarnaast leggen de maatregelen een aanzienlijk beslag op de overheidsfinanciën.

Voorzien is dat het derde steun- en herstellepakket loopt tot 1 juli 2021, wat bedrijven en huishoudens voor een langere termijn duidelijkheid biedt in een periode van grote onzekerheid. Doordat verschillende steunmaatregelen aan omzetcriteria verbonden zijn, ademt het pakket mee met de economische ontwikkeling. Hierdoor wordt meer steun verleend naarmate het economisch slechter gaat, en komt deze steun vooral

terecht bij bedrijven en in regio's waar deze het hardst nodig is. De generieke maatregelen in het steunpakket hebben daarnaast als voordeel dat de overheid geen inschatting hoeft te maken van het toekomstperspectief van individuele sectoren en bedrijven. Het derde noodpakket biedt bedrijven bovendien meer vrijheid om hun personeelsbestand aan te passen aan de veranderende omstandigheden.

Het kabinet heeft recent besloten tot het uitstellen van de gedeeltelijke afbouw van de steunmaatregelen, die gepland stond voor het eerste kwartaal van 2021. Ook is extra steun aangekondigd voor specifieke sectoren, die als gevolg van de nieuwe contactbeperkende maatregelen in het najaar hard zijn geraakt. Deze keuze is begrijpelijk in het licht van de hernieuwde opleving van het virus in het najaar. Anderzijds suggereert het recente nieuws over de verwachte beschikbaarheid van een vaccin dat de economie zich in een latere fase ook weer sneller kan herstellen dan tot nu toe verwacht. Het is daarom van belang om met het tempo waarmee de steunmaatregelen worden afgebouwd in te blijven spelen op actuele economische en medische ontwikkelingen. Als vaccinatie binnen afzienbare tijd op stoom zou komen en de besmettingen en druk op de gezondheidszorg dalen, leidt dit bijvoorbeeld tot extra ruimte om de steunmaatregelen af te bouwen.

Steunmaatregelen helpen de economische schade van de virusuitbraak beperken, maar de uitbraak heeft naast economische ook verstrekende maatschappelijke en sociale gevolgen. Deze worden allereerst gevoeld door diegenen en hun dierbaren die zelf door het virus getroffen zijn of daarvoor vrezen. Fysieke ontmoetingen met familie en vrienden zijn bovendien sinds de tweede golf voor iedereen aan toegenomen beperkingen onderhevig. Daarnaast hebben baanonzekerheid en het werken of studeren vanuit huis een grote impact op het dagelijks leven en welzijn van mensen. Ook maatschappelijke gevolgen als toegenomen eenzaamheid en lager welbevinden vragen in deze crisis dus om aandacht.⁶

⁶ SCP(2020), Welbevinden ten tijde van corona. Eerste bevindingen op basis van een bevolkingsenquête uit juli 2020.



Er wordt wel gedacht dat contactbeperkende maatregelen om het virus in te dammen op gespannen voet staan met het voorkomen van schade aan de economie. Het loslaten van deze maatregelen is echter geen oplossing voor de economie als het virus zich daarna weer verder kan verspreiden. Eerder werd er al op gewezen dat recent IMF-onderzoek laat zien dat mensen bij een toegenomen besmettingsgraad uit zichzelf voorzichtiger worden, en ook deze vrijwillige contactbeperkingen leiden tot een economische terugval.⁷ Daarom is het belangrijk om in te zetten op voldoende capaciteit voor testen en bron- en contactonderzoek en op het snel, maar veilig, uitrollen van het vaccin zodra dit beschikbaar komt. Tegelijkertijd moeten contactbeperkende maatregelen niet te snel worden versoepeld, om een “stop-go” beleid te voorkomen, en juist helemaal met het concrete vooruitzicht op vaccins. Door op deze manier het virus in te dammen, worden zowel de economische als de sociale gevolgen van de uitbraak zoveel mogelijk beperkt. De coronacrisis is begonnen als medische crisis en de oplossing voor deze crisis ligt dan ook in eerste instantie op medisch terrein.

⁷ IMF (2020), World Economic Outlook.



3 Alternatieve scenario's voor de Nederlandse economie

In de afgelopen maanden is veel geleerd over de maatschappelijke en economische aspecten van het coronavirus, maar desondanks zijn de macro-economische effecten van de Covid-19-pandemie nog altijd met een aanzienlijke onzekerheid omgeven. Veel hangt af van de duur, striktheid en naleving van de contactbeperkende maatregelen alsmede de timing en succesvolle implementatie van een medische oplossing.⁸ Ook de duur en effectiviteit van financiële steunmaatregelen en de mate waarin huishoudens en bedrijven zich weten aan te passen aan de crisis en de maatregelen ('leereffecten') spelen hierbij een belangrijke rol. Over al deze factoren bestaat op dit moment nog steeds veel onzekerheid. Dit hoofdstuk geeft twee alternatieven voor de in de vorige hoofdstukken gepresenteerde centrale raming. Ten opzichte daarvan verschillen dit milde en zware scenario hoofdzakelijk in het verdere verloop en de beheersing van de pandemie, de kracht waarmee de economie terugveert en de omvang van de permanente economische schade. Er wordt in dit hoofdstuk geen uitspraak gedaan over de waarschijnlijkheid van deze scenario's, het gaat meer om het schetsen van een bandbreedte. De realisatie kan daar vanzelfsprekend nog steeds van afwijken, zowel in positieve als negatieve zin. Vergeleken met de uitkomsten van een half jaar geleden, is de bandbreedte overigens wel kleiner geworden.

Voor een juiste inschatting van het economische herstel en de uiteindelijke economische impact van de pandemie in deze scenario's is de striktheid van de contactbeperkende maatregelen en de versoepeling ervan over de tijd een belangrijk gegeven. Aan de hand van de zogenoemde Oxford stringency index (OSI) toont

Figuur 21 de ontwikkeling van de contactbeperkende maatregelen vanaf begin januari 2020 en het veronderstelde pad van versoepeling tot en met eind 2022 voor zowel het basispad als de twee scenario's. De OSI is een maatstaf voor de striktheid van diverse beheersmaatregelen (zoals 1,5 meter afstand houden, thuiswerken, verbieden van grootschalige bijeenkomsten, sluiten van bedrijven en scholen, etc.), samengevat in een getal van 0 tot 100. Daarmee geeft het een indicatie van de pandemie en de mate waarin de economie wordt geraakt.

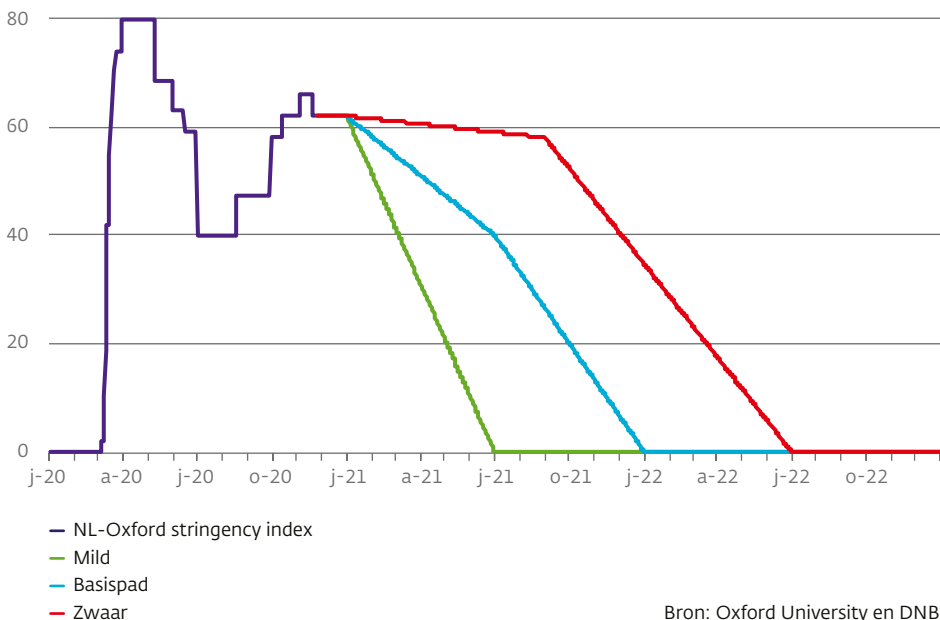
Mild scenario

Het is niet ondenkbaar dat het economische herstel vlotter verloopt dan voorzien in de centrale raming. In dit milde scenario is verondersteld dat de uitbraak van het virus eerder onder controle is en dat er sterkere positieve leereffecten zijn, waardoor het vertrouwen bij huishoudens en bedrijven toeneemt en de economische bedrijvigheid sneller op gang komt. Zoals weerspiegeld in Figuur 21 is de achterliggende gedachte dat het huidige niveau van contactbeperkende maatregelen effectief is voor het indammen van de tweede golf infecties en dat de beheersmaatregelen vanaf begin 2021 relatief snel kunnen worden versoepeld tot het niveau van afgelopen zomer. Verder wordt aangenomen dat in het voorjaar een goed werkend vaccin breed beschikbaar komt, dat vervolgens voor het einde van juni 2021 succesvol wordt uitgerold. Vanaf dat moment zijn er geen maatregelen meer nodig onder de veronderstelling dat het virus daarna niet meer opvlamt.

⁸ Een succesvolle implementatie van een effectieve medische oplossing vereist onder meer een certificering van beschikbare vaccins of behandelmethoden door de bevoegde gezondheidsautoriteiten alsmede een grootschalige uitrol en distributie, en acceptatie door de bevolking. Zelfs na de succesvolle implementatie van een vaccin of behandelmethode zullen de volledige positieve effecten voor de economie waarschijnlijk pas met enige vertraging zichtbaar worden.

Figuur 21 Verloop contactbeperkende maatregelen

Oxford stringency index



Bron: Oxford University en DNB.

Toelichting: De gegevens voor de Oxford stringency index zijn gebaseerd op de Corona Government Response Tracker van Oxford University.

Omdat in dit scenario de bestedingen in de eerste helft van 2021 sneller groeien, veert de economie krachtig terug ten opzichte van het lage productieniveau in het vierde kwartaal van 2020. Mede onder invloed van de snelle versoepeling van de maatregelen en de succesvolle uitrol van het vaccin trekt de economische groei fors

aan in de eerste twee kwartalen van 2021. Daarna tenderen de groeicijfers op kwartaalbasis geleidelijk terug naar het normale tempo. Doordat de economie in het milde scenario sneller en krachtiger herstelt dan in het basispad, ligt het bbp halverwege 2021 weer op het pre-crisis niveau van eind 2019 (Figuur 22).

Niet alleen in het binnenland verloopt het economische herstel sneller, ook het buitenlandbeeld pakt vergeleken met de centrale raming gunstiger uit. Omdat de wereldhandelsgroei in het milde scenario vooral in 2021 sneller aantrekt, ontwikkelt de Nederlandse export zich aanzienlijk gunstiger dan voorzien in het basispad (Tabel 3). De bbp-groei ligt met 4,9% in 2021 duidelijk hoger dan in de centrale raming. De piek van de werkloosheid ligt in 2021 gemiddeld op 6,2% van de beroepsbevolking om daarna gestaag af te nemen tot 4,8% in 2022. In lijn met de economische terugval in 2020 koelt de huizenmarkt na verloop van tijd weliswaar af, maar vanwege een gunstiger ontwikkeling van het besteedbaar inkomen blijven de huizenprijzen in 2021 en 2022 met gemiddeld ruim 2% per jaar stijgen. Tegelijkertijd valt het begrotings-tekort lager uit dan in het basispad en loopt de schuldquote minder hard op. De negatieve impact van de recessie op de potentiële groei en de arbeidsproductiviteit blijft in het milde scenario minimaal. Figuur 22 suggereert bovendien dat vergeleken met de laatste pre-corona raming, uit december 2019, het totale productieverlies in het milde scenario uiteindelijk binnen de perken blijft.⁹

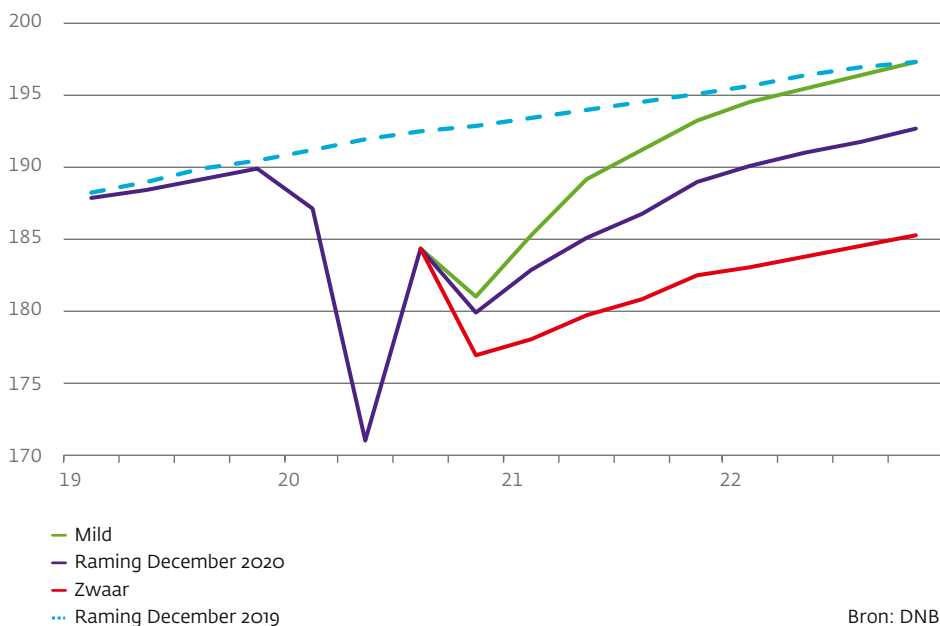
Zwaar scenario

Het zware scenario gaat uit van langdurig aanhoudende strikte contactbeperkende maatregelen, omdat het niet lukt de verspreiding van het virus in de tweede golf een halt toe te roepen. Vanaf januari 2021 treedt in eerste instantie een zeer geleidelijke versoepeling van de maatregelen op naar het niveau van eind september (Figuur 21), terwijl het virus zo nu en dan weer de kop opsteekt. Verondersteld wordt dat een

⁹ De raming van 2019 is niet gecorrigeerd voor de mogelijke effecten van andere, niet corona-gerelateerde 'schokken' op de economie, zoals Brexit of de uitkomst van de Amerikaanse presidentsverkiezingen.

Figuur 22 Productieverlies door covid-19 pandemie

Volume; miljarden euro, basisjaar 2015



Bron: DNB.

vaccin beschikbaar komt na de zomer van 2021 en dat de uitrol ervan aanzienlijk langzamer verloopt dan in de centrale raming. Pas in het derde kwartaal van 2022 komt het virus onder controle en vanaf dat moment verdwijnt ook de noodzaak van de maatregelen. Door beperkte leereffecten, aanhoudende onzekerheid, grotere financiële stress en negatieve vertrouwenseffecten wordt de economische activiteit langduriger afgeremd.

De economische teruggang is in het zware scenario aanzienlijk groter dan in de centrale raming, waarbij het uiteindelijke bbp aan het einde van 2022 nog circa 2,5% onder het niveau van eind 2019 ligt. De impact op de potentiële groei is in het zware scenario langduriger en sterker van aard door het lagere niveau van de bedrijfsinvesteringen en de daarmee gepaard gaande lagere kapitaalgoederenvoorraad. Het totale productieverlies als gevolg van de pandemie, afgemeten aan het verschil met het voorziene productieniveau in de raming van december 2019, is in het zware scenario niet alleen veel groter dan in het basispad, ook zijn de negatieve effecten op de economische groei persistenter (Figuur 22).

In het zware scenario zijn de internationale vooruitzichten aanmerkelijk negatiever dan in het basispad. De wereldhandelsgroei valt in 2021 bijna 6 procentpunt lager uit (Tabel 3). Dit leidt tot een beduidend lager uitvoervolume van Nederlandse goederen en diensten. Als gevolg van de verminderde buitenlandse vraag alsmede de lagere groei van de bedrijfsinvesteringen en particuliere consumptie komt de bbp-groei uit op een magere 0,2% in 2021 en 2,2% in 2022. De werkloosheid reageert zoals gebruikelijk vertraagd en valt in 2022 ongeveer een vol procentpunt hoger uit dan in de centrale raming. Hoewel de doorwerking op de inflatie in eerste instantie nog beperkt blijft, zorgen extra vraaguitval en een lagere loonstijging voor een gematigder inflatiebeeld. In zowel 2021 als 2022 blijft de inflatie steken op ruwweg 0,8%. In het zware scenario doen de huizenprijzen in vergelijking tot de centrale raming een extra stap terug en wordt een licht dalende huizenprijs voorzien in 2022. In lijn met de lagere groei, langer lopende steunmaatregelen en hogere werkloosheid, verslechteren de overheidsfinanciën fors. Dit resulteert in begrotingssaldi die over 2021 en 2022 gemiddeld ruim 2,5 procentpunt per jaar lager uitvallen dan in het basispad. In 2021 resulteert een begrotingstekort van 9% van het bbp. De overheidsschuld loopt in 2022 op tot bijna 70% van het bbp, wat circa 8 procentpunt hoger is dan in de centrale raming is voorzien.

Tabel 3 Resultaten Covid-19 scenario's

Procentuele mutaties, tenzij anders vermeld

	Mild						Zwaar					
	2020	Vershil met raming	2021	Vershil met raming	2022	Vershil met raming	2020	Vershil met raming	2021	Vershil met raming	2022	Vershil met raming
Bruto binnenlands product	-4,2	(0,1)	4,9	(2,0)	3,2	(0,3)	-4,7	(-0,4)	0,2	(-2,7)	2,2	(-0,7)
Particuliere consumptie	-6,9	(0,2)	7,4	(2,6)	3,9	(-0,6)	-8,0	(-0,9)	1,6	(-3,2)	4,0	(-0,5)
Bedrijfsinvesteringen	-7,3	(0,0)	4,3	(1,7)	12,2	(3,7)	-7,3	(0,0)	-1,3	(-3,9)	7,3	(-1,2)
Uitvoer goederen en diensten	-3,7	(0,3)	9,4	(4,2)	4,1	(0,4)	-4,5	(-0,5)	0,3	(-4,9)	2,2	(-1,5)
Invoer goederen en diensten	-4,2	(0,3)	10,6	(4,0)	6,0	(0,4)	-5,0	(-0,5)	2,1	(-4,5)	4,5	(-1,1)
Consumentenvertrouwen (niveau)	-19,1	(0,6)	-12,1	(4,3)	-2,0	(6,5)	-20,1	(-0,4)	-24,3	(-7,9)	-18,5	(-10,0)
Contractloon bedrijven	2,8	(0,0)	1,3	(0,0)	1,5	(0,8)	2,8	(0,0)	1,3	(0,0)	0,1	(-0,6)
Geharmoniseerde consumentenprijsindex	1,2	(0,0)	1,8	(0,3)	1,8	(0,3)	1,0	(-0,2)	0,7	(-0,8)	0,8	(-0,7)
Prijsindex bestaande koopwoningen	7,1	(0,0)	2,3	(0,3)	2,3	(1,2)	7,1	(0,0)	1,8	(-0,2)	-0,5	(-1,6)
Werkloosheid (% beroepsbevolking)	4,0	(0,0)	6,2	(-0,3)	4,8	(-1,2)	4,0	(0,0)	6,9	(0,4)	7,4	(1,4)
EMU-saldo (% bbp)	-6,1	(0,2)	-3,5	(1,4)	-2,1	(1,2)	-6,6	(-0,3)	-9,0	(-4,1)	-4,8	(-1,5)
EMU-schuld (% bbp, obv ultimostand)	58,9	(-0,3)	57,6	(-3,0)	57,0	(-4,1)	59,7	(0,5)	66,5	(5,9)	69,0	(7,9)
Internationale uitgangspunten												
Volume relevante wereldhandel	-10,5	(0,3)	11,5	(5,1)	5,3	(0,2)	-11,3	(-0,5)	0,5	(-5,9)	3,5	(-1,6)
Concurrentenprijs	-3,2	(0,2)	1,4	(0,9)	1,9	(0,2)	-3,5	(-0,1)	-1,1	(-1,6)	1,4	(-0,3)

Bron: DNB en ECB.

4 Veerkracht van het Nederlandse bankwezen: een actualisatie van de pandemiestresstest

4.1 Inleiding

Mede door opgebouwde kapitaalbuffers in de jaren vóór de coronapandemie zijn de Nederlandse banken goed in staat de klappen van de coronacrisis op te vangen. Ook de overheids- en toezichtmaatregelen die in het afgelopen jaar zijn genomen, dragen daar in belangrijke mate aan bij. Zo verlaagde DNB tijdelijk de systeembuffers voor de grootste banken om hun schokbestendigheid te vergroten en de kredietverlening veilig te stellen. Wel blijven er belangrijke onzekerheden omtrent het economisch beeld bestaan, ondanks het opwaarts bijstellen van economische vooruitzichten in vergelijking met dit voorjaar. Gegeven deze onzekerheden brengt dit hoofdstuk aan de hand van de methodologie van de dit voorjaar uitgevoerde DNB pandemiestresstest¹⁰ mogelijke implicaties van twee stress-scenario's voor het Nederlandse bankwezen in kaart.

Net zoals in het voorjaar gaat het bij deze scenario's om de uitwerking van ongunstige hypothetische situaties met als doel zicht te krijgen op mogelijke kwetsbaarheden in het financiële systeem; het betreft hier dus geen voorspelling van waarschijnlijke uitkomsten. In de analyse worden dezelfde aannames gemaakt als in de pandemiestresstest uit het voorjaar. Zo wordt uitgegaan van een statische balans,¹¹ is aangenomen dat overheidsgaranties op leningen doorlopen tot het einde van de gestreste periode en is verondersteld dat banken geen dividend uitkeren gedurende het scenario. Ook de bufferwijziging die DNB doorvoerde, is meegenomen als

gewijzigde kapitaaleis. De analyse beschouwt alleen de zes vanwege hun systeemrelevantie onder direct toezicht van de ECB staande Nederlandse banken mee (ING, Rabobank, ABN AMRO, Bank Nederlandse Gemeenten, Nederlandse Waterschapsbank en Volksbank). De berekeningen worden met het top-down stresstest model Cassandra gemaakt.¹²

In de pandemiestresstest ligt de nadruk op de doorwerking van macro-economische ontwikkelingen op de balans van Nederlandse banken. Zo leiden oplopende faillissementen tot verliezen op uitstaande leningen, moeten banken meer voorzieningen nemen als het economisch beeld verslechtert en drukt een economische neergang ook op de winstgevendheid van de bancaire sector. Dergelijke effecten worden in dit hoofdstuk gekwantificeerd door te kijken naar de impact op de kapitaalpositie van de bank: het vermogen dat beschikbaar is om toekomstige verliezen op te vangen. Wanneer de kapitaalpositie te sterk dreigt te worden uitgehold, kan dit ertoe leiden dat banken de kredietverlening terugschroeven en kan hun stabiliteit in het gedrang komen.

4.2 Een pandemiestresstest met twee scenario's

Deze stresstest werkt met twee scenario's. Naast het in Hoofdstuk 3 beschreven zware scenario is er een zeer zwaar scenario doorgerekend, waarmee nadrukkelijk naar staartrisico's wordt gekeken. Deze staartrisico's komen voort uit onzekerheid

¹⁰ Zie DNB (2020), Een pandemiestresstest voor het Nederlandse bankwezen, Overzicht Financiële Stabiliteit, Voorjaar 2020.

¹¹ Leningen die aflopen gedurende de stresstest worden vervangen door leningen van eenzelfde looptijd en kwaliteit: banken reageren onder deze aanname dus niet op veranderende omstandigheden door hun balans aan te passen.

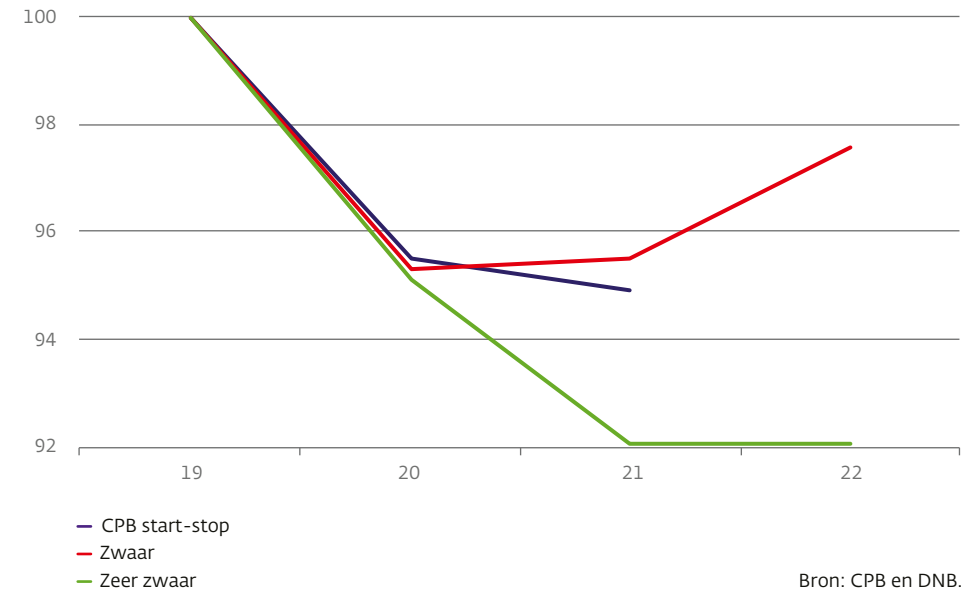
¹² Voor details over het model Cassandra, zie Daniëls, Duijm, Liedorp en Mokas (2017), A top-down stress testing framework for the Dutch banking sector, DNB Occasional Studies 2017 No. 3.

rondom het vaccin en mogelijke financiële amplificatie, dat wil zeggen situaties waarin verslechterde omstandigheden in de financiële sfeer de reële sfeer extra raken. In vergelijking met het zware scenario gaat dit tweede stress-scenario uit van uiterst moeizaam en traag verloop van het vaccinatieproces, waardoor het virus in 2021 verondersteld wordt feller aan te wakkeren dan in het zware scenario en substantiële contactbeperkende maatregelen niet voor 2022 kunnen worden afgebouwd. Dit scenario veronderstelt verder dat behalve in Nederland ook in de rest van de wereld het virus niet onder controle komt, waardoor ook de internationale handel verstoord blijft. Dit alles trekt in dit zeer zware scenario uiteraard een forse wissel op de Nederlandse economie in 2021, waarbij faillissementen oplopen, het vertrouwen laag blijft en risicopremies op hoge niveaus komen te liggen. Deze verhoogde risicopremies leiden op hun beurt tot krappere financiële condities, wat een extra drukkend effect heeft op de investeringen. In dit zeer zware scenario zou de economie pas in 2022 beginnen op te krabbelen, waarbij het beeld overigens ook in dat jaar nog relatief somber is. Zo liggen consumenten- en producentenvertrouwen in 2022 nog op lage niveaus, groeit de wereldhandel nog steeds mondjesmaat en wordt verondersteld dat risicopremies pas in dat jaar weer langzaam dalen. Het economisch beeld in het zeer zware stress-scenario is beduidend minder rooskleurig dan in het zware scenario uit Hoofdstuk 3 en het start-stop scenario van het CPB.¹³ Op deze wijze kan het zeer zware scenario bij uitstek inzicht geven in mogelijke kwetsbaarheden als de staartrisico's zich zouden voordoen.

Figuur 23 toont de ontwikkeling van het Nederlandse bbp dat in de twee scenario's ligt besloten. Ter vergelijking is ook het verloop van het bbp in het start-stop scenario van het CPB weergegeven. Zoals beschreven in Hoofdstuk 3, ligt in het zware scenario een herstel besloten dat voorzichtig start in 2021 en doorzet in 2022. In dit scenario ligt het bbp-niveau in 2022 nog zo'n 2% onder het niveau van 2019. In het zeer zware scenario treedt voor het einde van de ramingsperiode geen

Figuur 23 BBP-niveau in verschillende scenario's

2019 = 100; volume



significant herstel op en ligt het bbp in 2022 nog ruim 8% onder het niveau van 2019. Dit is nog een duidelijk negatiever beeld dan in het zware scenario, in lijn met het doel om zo bij uitstek de staartrisico's te verkennen. In deze langer aanhoudende contractie loopt, in vergelijking met het zware scenario, de werkloosheid sterker op (tot bijna 10% in 2022) en krijgen financiële markten zwaardere klappen te verduren. Het bbp-niveau in 2021 in het start-stop scenario van het CPB ligt tussen het zware en het zeer zware scenario in.

¹³ CPB (2020), Novemberraming: Economische vooruitzichten 2021, November 2020.

4.3 Verslechtering kapitaalpositie van banken is fors, maar behapbaar¹⁴

Momenteel is de gemiddelde risicogewogen kapitaalpositie (CET1-ratio) van de Nederlandse banken ongeveer 17%. Deze kapitaalpositie is sinds het begin van de pandemie goed op peil gebleven. Dit komt onder andere door restricties op winstdeling (dividend) en de lage risicoweging van staatsgegarandeerde leningen. Alhoewel het aantal leningen met verhoogd kredietrisico reeds toeneemt (Figuur 25), zullen eventuele grote kredietverliezen waarschijnlijk pas in 2021 of 2022 optreden.

Uit de analyse volgt dat in een zwaar scenario de gemiddelde kapitaalratio van de Nederlandse banken daalt met ongeveer 2 procentpunt, van 17 naar 15%. In het zeer zware scenario lopen de kapitaalratio's met gemiddeld bijna 4 procentpunt terug (Figuur 24). Dit zou in beide gevallen een significante verslechtering van de kapitaalpositie voor de Nederlandse banken betekenen. Wel zijn banken vanwege hun huidige relatief sterke buffers in principe in staat om deze klappen op te vangen zonder al te grote effecten op de kredietverlening aan huishoudens en bedrijven. Daarnaast blijven de banken comfortabel boven de wettelijke kapitaaleisen. De in het voorjaar door DNB genomen maatregelen om de buffervereisten tijdelijk te verlagen, kunnen hierbij ook een rol spelen.¹⁵ Dit omdat ze de banken meer ruimte bieden om verliezen te absorberen.

De impact op de gemiddelde kapitaalratio wordt deels gedreven door kredietverliezen, die vooral het gevolg zijn van oplopende faillissementen in het bedrijfsleven. Ongeveer de helft van de verliezen valt in de grootzakelijke portfolio, gevolgd door bijna een kwart in het mkb. Verliezen op hypotheekportefeuilles blijven relatief beperkt. Het aandeel van grootzakelijke verliezen is min of meer in lijn met hun aandeel in de risicogewogen activa. De verliezen op mkb zijn afgemeten aan hun

Figuur 24 Kapitaalimpact per scenario

Procenten van risicogewogen activa



Bron: DNB.

Toelichting: Inschattingen van operationeel en marktrisico zijn gebaseerd op de Europese EBA 2018 Stress Test.

¹⁴ Alle uitkomsten in dit hoofdstuk zijn gemiddeldes van de zes, onder direct toezicht van de ECB staande, Nederlandse banken.

¹⁵ Zie DNB (2020), DNBulletin, DNB verlaagt tijdelijk buffereisen banken om kredietverlening te stimuleren, 23 maart.

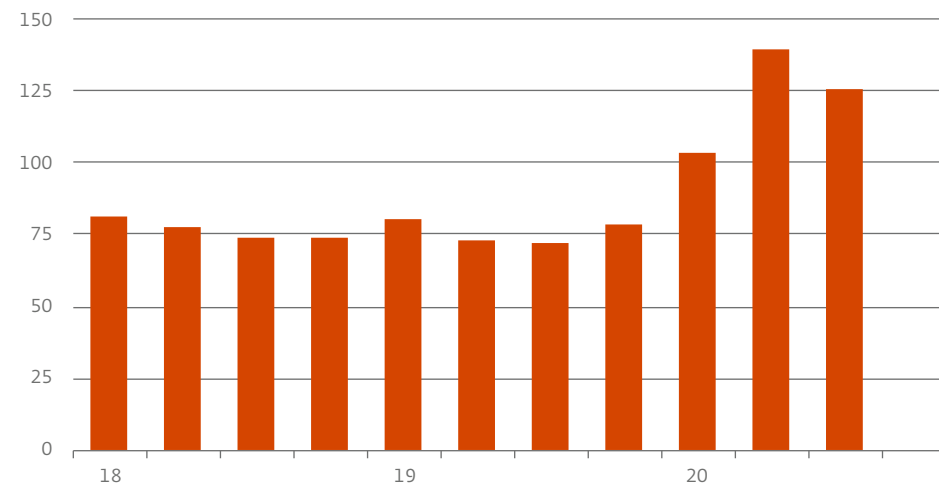
balansaandeel relatief groot en die voor vastgoed relatief klein. De totale kredietverliezen lopen in het zware en zeer zware scenario op tot respectievelijk EUR 8,5 en 14 miljard. Wel blijven de banken ook in het zeer zware scenario nog operationeel winstgevend; de netto rentemarge en overige inkomsten zijn hoger dan de gemaakte kosten, wat wordt geïllustreerd door de groene balkjes in Figuur 24. Na aftrek van kredietverliezen en marktrisico wordt echter wel verlies geleden, wat niet ongebruikelijk is in een stresstest.

De impact van kredieten waar het risico op wanbetaling stijgt maar waar nog geen verliezen genomen hoeven te worden, is nog sterker dan het effect van de kredietverliezen. Dit leidt ertoe dat risicogewogen activa (RWA) van banken toenemen en dus de (risicogewogen) kapitaalratio daalt. Ook hier wordt de grootste impact verwacht in de grootzakelijke portfolio's, gevolgd door mkb en vastgoed. Overigens bouwt dit risico zich op dit moment al op, doordat het aantal leningen met een aanzienlijk verhoogd kredietrisico sterk toeneemt (Figuur 25). Zeker in een situatie waarin maatregelen als moratoria, garanties en belastinguitstel het daadwerkelijke risico van leningen kunnen verbloemen, is waakzaamheid geboden.

In vergelijking met de DNB pandemiesterstest uit het voorjaar is de geschatte impact op kapitaalposities nu kleiner. In het voorjaar bleek dat, in wat toen het zware scenario was, de gemiddelde CET₁ kapitaalratio met 5,5 procentpunt zou kunnen dalen. Ook werd toen een nog zwaarder scenario doorgerekend, het zogenoemde *perfect storm* scenario, waarin kredietverliezen dusdanig zouden oplopen dat banken hun kredietverlening zouden terugschroeven. In het huidige zeer zware scenario is de impact kleiner dan in het zware scenario uit het voorjaar. Dit verschil is te verklaren door de opwaartse bijstellingen van de economische vooruitzichten in de afgelopen maanden. Hoewel de krimp van het bbp in 2020 van historische omvang is, valt de terugval mee ten opzichte van waar aanvankelijk voor werd gevreesd. Ook voor 2022 zijn de projecties opwaarts bijgesteld. Dit neemt niet weg dat er nog steeds staartrisico's zijn, deze zijn echter minder groot dan indertijd.

Figuur 25 Leningen met verhoogd kredietrisico

Miljarden euro



Bron: DNB.

Toelichting: Betreft 'stage 2 exposures' voor de grootbanken.

Al met al toont deze stresstest aan dat in negatievere scenario's dan het basispad de impact op bankbalansen weliswaar behapbaar, maar nog steeds fors kan zijn. Dat geldt zeker als de steunmaatregelen van de overheid verder worden afgebouwd. Daarom is het onverminderd belangrijk dat banken scherp zijn op de opbouw van kredietrisico's. Ook in de komende periode zal DNB nauwlettend in de gaten houden hoe de economische ontwikkelingen zich vertalen naar de financiële sector.

Kerngegevens raming Nederlandse economie

Procentuele mutaties, tenzij anders vermeld

	2019*	2020	2021	2022		2019*	2020	2021	2022
Volume bestedingen en productie					Collectieve sector en financieel				
Bruto binnenlands product	1,6	-4,3	2,9	2,9	EMU-saldo (% bbp)	1,7	-6,3	-4,9	-3,3
Particuliere consumptie	1,5	-7,1	4,8	4,5	EMU-schuld (% bbp, obv ultimostand)	48,7	59,2	60,6	61,1
Overheidsbestedingen	1,5	-0,5	4,1	3,7	Lopende rekening (% bbp)	9,9	9,0	8,9	7,7
Bedrijfsinvesteringen	6,7	-7,3	2,6	8,5	Woninghypotheke (obv ultimostand)	1,8	1,8	1,2	0,8
Woninginvesteringen	1,6	-1,9	-4,7	2,0	Bancair krediet bedrijven (obv ultimostand)**	-1,9	0,6	-2,0	0,6
Uitvoer goederen en diensten	2,6	-4,0	5,2	3,7					
binnenlands geproduceerd	-0,2	-6,0	4,2	2,9					
wederuitvoer	7,0	-1,2	6,5	4,8					
Invoer goederen en diensten	3,1	-4,5	6,6	5,6					
binnenlands verbruik	0,5	-6,7	6,7	6,2					
Lonen en prijzen					Internationale uitgangspunten				
Contractloon bedrijven	2,3	2,8	1,3	0,7	Volume relevante wereldhandel	2,5	-10,8	6,4	5,1
Loonsom per werknemer bedrijven	2,4	3,2	2,1	0,8	Volume bbp VS	2,2	-3,6	3,8	2,2
Arbeidskosten per eenheid product	3,0	8,1	-2,9	-1,0	Eurogebied	1,3	-7,3	3,9	4,2
Prijs binnenlands geproduceerde uitvoer	0,8	-2,0	1,7	1,8	Opkomende economieën	3,4	-2,3	6,7	4,6
Geharmoniseerde consumentenprijsindex	2,7	1,2	1,5	1,5	Korte rente eurogebied (%)	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5
Prijsindex bestaande koopwoningen	6,9	7,1	2,0	1,1	Lange rente Nederland (%)	-0,1	-0,4	-0,4	-0,4
Arbeidsmarkt					Eurokoers (USD)	1,12	1,14	1,18	1,18
Werkgelegenheid (personen, groei)	1,8	-0,9	-2,3	1,0	Concurrentenprijs	1,9	-3,4	0,5	1,7
Arbeidsaanbod (personen, groei)	1,4	-0,2	0,3	0,5	Olieprijs (UK Brent in USD per vat)	64,2	42,4	44,0	45,7
Werkloosheid (personen x 1000)	314	379	634	588	Grondstoffenprijzen exclusief energie (USD)	-3,7	2,5	8,4	0,4
Werkloosheid (% beroepsbevolking)	3,4	4,0	6,5	6,0					

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.



Figuren



