

December 2018
Nummer 16

Economische Ontwikkelingen en Vooruitzichten

DeNederlandscheBank

EUROSYSTEEM

Economische Ontwikkelingen en Vooruitzichten

December 2018, nummer 16

© 2018 De Nederlandsche Bank NV

Oplage: 1300

Afsluitdatum: 13 december 2018

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

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

Inhoud

Samenvatting	4
1 De Nederlandse economie in 2018-2020	5
Box 1 Binnenlandse onzekerheidsvarianten voor de Nederlandse economie	11
2 Bestedingen en overheidsfinanciën nader belicht	18
Box 2 Gematigde groei van de hypothecaire kredietverlening	23
3 Groeiterugval door wereldwijde financiële onrust: een alternatief scenario	26

Samenvatting

4

De hoogconjunctuur van de Nederlandse economie houdt aan, bij een afnemende groei van het bbp. Na een bbp-groei van 3,0% in 2017, wordt voor 2018 een groei geraamd van 2,5%, gevolgd door 1,7% in 2019 en 2020. Gedurende de ramingsperiode draait de Nederlandse economie op volle toeren: het feitelijke productieniveau ligt boven het potentiële niveau. De bestedingen van overheid en consumenten leveren de grootste bijdrage aan de economische groei. Huishoudens profiteren van de aantrekkende loongroei, die in 2019 en 2020 een impuls geeft aan de reëel beschikbare inkomens. De groeibijdragen van de uitvoer en van de investeringen (inclusief woningen) worden in de loop van de ramingsjaren van minder groot belang.

De werkgelegenheid groeit in 2018 nog krachtig, waarna de werkloosheid in 2019 op een zeer laag niveau afvlakt (3,6% van de beroepsbevolking). Sinds eind 2017 neemt de werkgelegenheid meer toe onder werknemers met vaste contracten dan met flexibele contracten, waardoor het aandeel 'vast' in het totale werknemersbestand voor het eerst in tien jaar weer licht groeit. Voor een deel hangt dit samen met de zeer krappe arbeidsmarkt. In het vierde kwartaal van 2018 werd de productie van ruim een kwart van de ondernemers belemmerd door een tekort aan arbeidskrachten.

De inflatie (HICP) komt in 2018 naar verwachting uit op 1,6% en loopt dan scherp op naar 2,7% in 2019, door de verhogingen van de energielastingen en het lage btw-tarief (van 6% naar 9%). Voor 2020 wordt een inflatie van 1,8% geraamd. Gecorrigeerd voor voeding en energie komt de inflatie in 2020, als het directe effect van de btw-verhoging is uitgewerkt, uit op 2,0%. De loonsom per werknemer (bruto, bedrijven) trekt in 2018 aan met een groei van 2,3%. In de jaren daarna wordt deze loonstijging geraamd op 3,0% respectievelijk 3,8%, uitgaande van de gebruikelijke dynamiek tussen lonen en prijzen.

Een neerwaartse correctie op de internationale financiële markten kan de economische vooruitzichten doen verslechteren, via een lager groeitempo van opkomende markt-economieën, waaronder China. In dit alternatieve scenario, met oplopende risicoaversie, afnemende mondiale groei en minder vertrouwen, wordt ook de Nederlandse economie geraakt, met een gemiddeld 0,4 procentpunt lagere bbp-groei per jaar in 2019-2020.

1 De Nederlandse economie in 2018-2020

Economische groei normaliseert

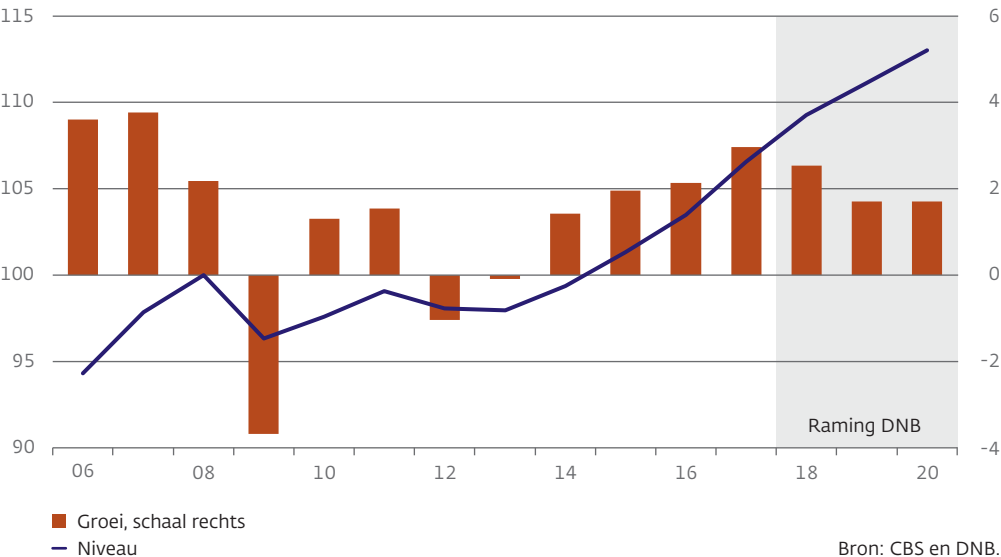
5

De hoogconjunctuur houdt aan, maar de Nederlandse economie levert de komende jaren wat in aan dynamiek. In 2017 bereikte de groei van het bruto binnenlands product (bbp) met 3,0% een piek (Figuur 1). De groeiëraming voor 2018 is 2,5%, waarbij de 'output gap' verder oploopt, van 0,3% in 2017 naar 1,0%. In de beide ramingsjaren 2019 en 2020 neemt de bbp-groei af naar 1,7% en komt daarmee dichter bij de potentiële groei van circa 1,6% te liggen. De werkgelegenheid groeit in 2018 krachtig, waarna de werkloosheid in de loop van 2019 afvlakt op een zeer laag niveau (3,6% van de beroepsbevolking).

In de laatste drie kwartalen van 2017 groeide het bbp met gemiddeld ruim 0,8% (ten opzichte van het voorafgaande kwartaal). In de eerste drie kwartalen van 2018 vertraagde de groei naar gemiddeld 0,5%. De recente afname van de kwartaalgroei van het bbp indiceert dat de economische groei geleidelijk vertraagt naar een normaler groeitempo, dat min of meer overeenkomt met de potentiële, trendmatige groei. Andere indicatoren bevestigen dit beeld. Zo nam het producentenvertrouwen begin 2018 niet verder toe na een scherpe stijging vanaf 2016. Sindsdien is het vertrouwen enigszins gedaald, naar overigens historisch gezien nog steeds hoge niveaus. Het consumentenvertrouwen vertoont sinds begin 2018 eveneens een lichte daling, zij het dat ook daarvan het niveau hoog is gebleven. Parallel aan deze binnenlandse ontwikkeling werd begin 2018 duidelijk dat de krachtige internationale opleving in 2017 van tijdelijke aard was. De wereldhandel groeide toen in het hoogste tempo in zes jaar, om begin 2018 af te zwakken.

Figuur 1 Bruto binnenlands product

Volume; 2008 = 100 en procentuele mutaties jaar op jaar



Mede door de afnemende groei van de wereldhandel steunt de Nederlandse economie vanaf 2018 meer op de binnenlandse bestedingen. Ten eerste betreft dit de particuliere consumptie, die wordt gedreven door de inkomensgroei van huishoudens. Het reëel beschikbaar inkomen groeit in 2018 met 2,0%, het hoogste groeicijfer sinds 2001. Deze inkomensgroei is in toenemende mate te danken aan de loongroei per werknemer, terwijl de bijdrage van het groeiende aantal werknemers de komende jaren gaat afnemen. In 2019 en 2020 dragen de overheidsbestedingen naar verhouding veel bij aan de groei. De particuliere investeringen (inclusief woningen) vielen in het derde kwartaal van 2018 terug, wat de groeibijdrage voor 2019 drukt. Ook in 2020 leveren de investeringen maar een beperkte groeibijdrage.

Internationale activiteit zwakt af

Wereldwijd bereikte de economische groei in de tweede helft van 2017 een piek. De Europese Centrale Bank (ECB) voorziet een mondiale bbp-groei (exclusief het eurogebied) die licht afzwakt van 3,8% in 2018, naar 3,5% in 2019 en 3,6% in 2020.¹ Dit hangt samen met de rijping van de conjunctuurcycli in een groot deel van de wereld. De afvlakkende groei, bij aanhoudende handelsspanningen en toenemend protectionisme, heeft gevolgen voor de wereldhandelsgroei en is ook zichtbaar in de vertrouwensindex voor exportorders van de Europese industrie (Figuur 2). Voor de raming betekent dit een flinke terugval in de groei van de voor Nederland relevante wereldhandel van bijna 5% in 2017 naar 3,2% in 2018, gevolgd door enig herstel in de jaren daarna (3,6% in 2019 en 3,8% in 2020).

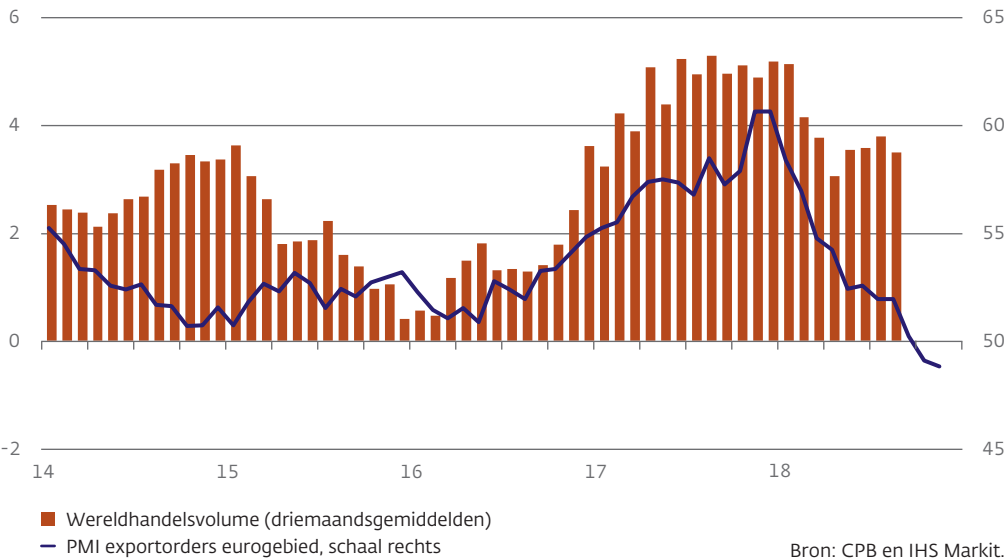
De economische groei in de VS blijft hoog, ondersteund door de stimulans van de belastinghervormingen en de gunstige arbeidsmarkt. Verwacht wordt echter dat de verdere verkrapping van het monetaire beleid en de handelsspanningen met China de bbp-groei de komende jaren zullen drukken. In Japan en het VK blijft de bbp-groei in 2018 naar verwachting gematigd (0,9% en 1,3% respectievelijk). Voor Japan wordt een afzwakking van de groei verwacht door de verminderde budgettaire stimuli en de krappe arbeidsmarkt. Voor het VK zijn de groeivoorspellingen afhankelijk van hoe de Brexit verloopt. In de raming wordt verondersteld dat partijen een overeenkomst zullen vaststellen met een transitieperiode tot eind 2020.

De groei in China zal naar verwachting geleidelijk afnemen als gevolg van de overgang naar een meer gebalanceerd groeipad en verminderde budgettaire stimulering. De groei vertraagt naar verwachting in landen als Argentinië en Turkije, gerelateerd aan de nasleep van de onrust op financiële markten en aanhoudende politieke onzekerheid. Voor andere grote opkomende economieën, zoals Brazilië en Rusland, is de groeiverwachting gunstiger.

¹ De uitgangspunten omtrent de ontwikkelingen van de relevante wereldhandel, wisselkoersen, internationale grondstoffenprijzen en rentes zijn gebaseerd op informatie die op 21 november 2018 beschikbaar was.

Figuur 2 Wereldhandelsvolume en exportorders eurogebied

Procentuele mutaties jaar op jaar en diffusie-index



Door de afnemende wereldgroei en toenemende onzekerheden zijn de economische vooruitzichten voor het eurogebied minder gunstig dan een half jaar geleden. Toch zijn er voldoende factoren die de groei ondersteunen, waaronder het aanhoudend ruime monetaire beleid, de gedaalde werkloosheid en de gunstige ontwikkeling van de binnenlandse vraag. De ECB raamt de bbp-groei in het eurogebied op 1,9% in 2018 en 1,7% in 2019 en 2020.

De olieprijs is in het najaar van 2018 weer gedaald tot rond USD 60 per vat, na een aanhoudende stijging sinds begin 2016 (vanaf USD 28). In het licht van geopolitieke spanningen, zoals tussen de VS, Saoedi-Arabië en Iran, zijn de verwachte olieprijsontwikkelingen onzeker, wat een risico voor het inflatiebeeld vormt. Voor de eurokoers (in USD) wordt in de raming uitgegaan van een koers van USD 1,18 in 2018 en van USD 1,14 in de verdere ramingsjaren.

Neerwaartse risico's vanuit de internationale omgeving

Een belangrijk neerwaarts risico voor de Nederlandse economie is een 'harde' Brexit. Op het moment van schrijven ligt er een akkoord tussen het VK en de EU, dat echter nog wel moet worden goedgekeurd door het Britse en het Europese parlement. Als het akkoord wordt aangenomen, is het risico van een harde Brexit eind maart afgewend. Dan begint na 29 maart een overgangsperiode, waarin wordt onderhandeld over de toekomstige relatie. Hoe dan ook zal het lang onduidelijk blijven hoe de handelsrelatie met het VK eruit gaat zien na de overgangsperiode.

Hierdoor blijft Brexit een risico voor de Nederlandse economie. Indien het akkoord niet wordt aangenomen, neemt de kans op een wanordelijke Brexit toe, met ongunstige economische gevolgen.

Onzekerheden rondom aanhoudend protectionisme blijven aanwezig, al lijken de directe risico's voor Nederland en het eurogebied recent wat te zijn afgenomen. De invoertarieven zullen voornamelijk een negatieve invloed hebben op de Amerikaanse en de Chinese economie. Uit diverse onderzoeken volgt zelfs een beperkt positief effect op het eurogebied als gevolg van handelsverleggingen.

De transitie van China naar een houdbaarder groeipad kan aanvankelijk zorgen voor schommelingen op financiële, product- en grondstoffenmarkten, met negatieve effecten voor de mondiale economie. Daarnaast kan bredere onrust ontstaan op financiële markten van opkomende economieën, met name in reactie op een appreciërende dollar en het verkrappende monetaire beleid van de VS. Hoewel landen met zwakke economische fundamenten, zoals Argentinië en Turkije, hier het meest kwetsbaar voor zijn, kunnen grotere effecten optreden als wereldwijd financiële onrust ontstaat. Hoofdstuk 3 gaat in op de gevolgen van een dergelijk scenario voor Nederland.

Bestedingen van huishoudens en overheid stuwen de groei

In Tabel 1 staan de kerngegevens van de Nederlandse economie voor 2017-2020. De periode van economische opgang, die in 2014 begon, houdt aan, maar het groeitempo van het bbp neemt geleidelijk af. De particuliere consumptie groeit in 2018 met een uitzonderlijk hoge 2,7%, om daarna af te nemen naar 1,7% en 1,6%. Een forsere afname van de groei is te zien bij de woninginvesteringen, die in 2017 toenamen met 12% en in 2018 met minder dan de helft. In de jaren daarna blijft de groei steken bij (ruim) 3%. De woninginvesteringen groeien onder andere langzamer doordat minder bestaande woningen worden verkocht. Ook de groei van de bedrijfsinvesteringen (exclusief woningen) neemt af, van 5,7% in 2017 naar 4,5% in 2018. Mede door de langzamere bbp-groei vertragen de bedrijfsinvesteringen verder naar 1,9% in 2019, om in 2020 licht te herstellen naar 2,7%. Waar de binnenlandse (particuliere) bestedingen in 2019 en 2020 afvlakken, is het omgekeerde beeld te zien bij de uitvoer. Deze groeit in 2018 langzamer dan in 2017 en vanaf 2019 weer sneller.

Figuur 3 toont de samenstelling van de bbp-groei, waarbij elke bestedingscategorie is verminderd met het bijbehorende deel van de invoer. In 2017 was de bbp-groei voor vrijwel de helft toe te rekenen aan de uitvoer. In de drie ramingsjaren komt de groei voor het grootste deel van de binnenlandse bestedingen. De groei bijdrage van de particuliere consumptie is in 2018 hoog (0,9 procentpunt), maar daalt daarna naar rond 0,5 procentpunt. De bijdragen van de bedrijfs- en woninginvesteringen nemen eveneens fors af. Na substantiële bijdragen in 2016-2018 valt de bijdrage van de woninginvesteringen in 2019 en 2020 terug naar slechts 0,1 procentpunt.

Tabel 1 Kerngegevens raming Nederlandse economie

Procentuele mutaties, tenzij anders vermeld

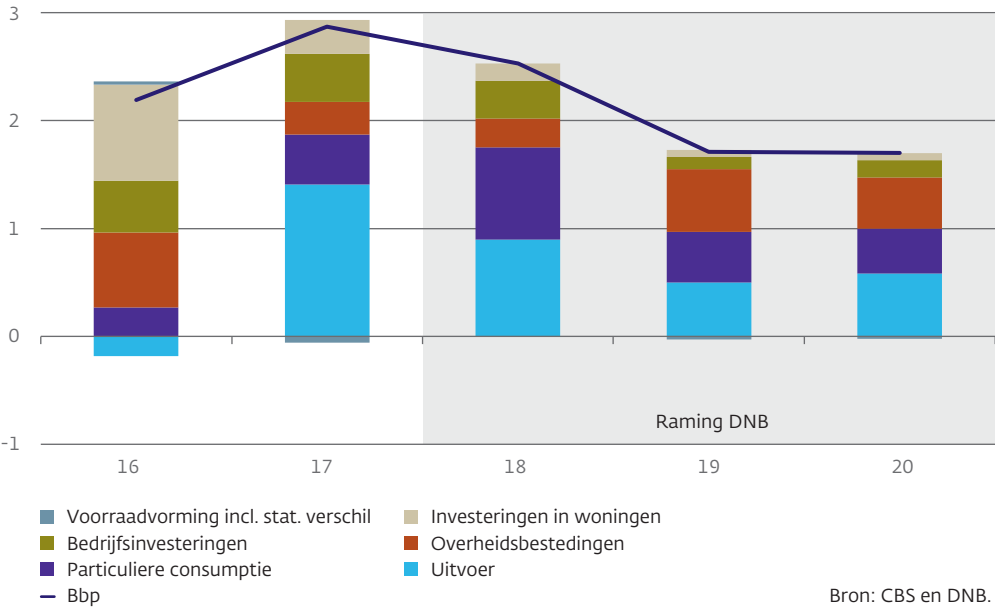
	2017*	2018	2019	2020
Volume bestedingen en productie				
Bruto binnenlands product	3,0	2,5	1,7	1,7
Particuliere consumptie	1,9	2,7	1,7	1,6
Overheidsbestedingen	1,1	1,2	2,6	2,0
Bedrijfsinvesteringen	5,7	4,5	1,9	2,7
Woninginvesteringen	12,0	5,9	3,0	3,1
Uitvoer goederen en diensten	5,6	2,6	3,2	3,5
waarvan binnenlands geproduceerd	4,7	2,4	2,0	2,6
waarvan wederuitvoer	7,0	3,0	4,9	4,8
Invoer goederen en diensten	5,2	2,8	3,7	4,0
waarvan binnenlands verbruik	3,9	2,7	3,0	3,6
Lonen en prijzen				
Contractloon bedrijven	1,5	2,1	2,6	3,0
Loonsom per werknemer bedrijven	0,9	2,3	3,0	3,8
Arbeidskosten per eenheid product	0,5	1,8	2,5	2,3
Prijs binnenlands geproduceerde uitvoer	3,1	1,8	1,3	1,7
Geharmoniseerde consumentenprijsindex	1,3	1,6	2,7	1,8
Prijsindex bestaande koopwoningen	7,6	9,0	5,5	2,8
Arbeidsmarkt				
Werkgelegenheid (personen, groei)	2,2	2,4	1,3	0,4
Arbeidsaanbod (personen, groei)	1,0	1,4	1,1	0,4
Werkloosheid (personen x 1000)	438	351	334	342
Werkloosheid (% beroepsbevolking)	4,9	3,8	3,6	3,6
Collectieve sector en financieel				
EMU-saldo (% bbp)	1,2	1,4	1,0	0,4
EMU-schuld (% bbp)	56,9	52,4	49,3	47,0
Lopende rekening (% bbp)	10,5	9,8	9,3	9,0
Woninghypotheken (obv ultimostand)	1,4	2,1	3,2	2,9
Bancair krediet bedrijven (obv ultimostand)**	-2,6	-0,6	0,0	1,0
Internationale uitgangspunten				
Volume relevante wereldhandel	4,9	3,2	3,6	3,8
Volume bbp VS	2,2	2,9	2,5	2,0
Eurogebied	2,4	1,9	1,7	1,7
Opkomende economieën	4,4	4,4	4,2	4,6
Korte rente eurogebied (%)	-0,3	-0,3	-0,3	0,0
Lange rente Nederland (%)	0,5	0,6	0,7	0,9
Eurokoers (USD)	1,13	1,18	1,14	1,14
Concurrentenprijs	1,7	0,6	2,9	2,1
Olieprijs (UK Brent in USD per vat)	54,8	72,1	67,5	66,8
Grondstoffenprijzen exclusief energie (USD)	7,9	3,0	-1,4	4,4

Bron: DNB en ECB.

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

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

Figuur 3 Bronnen van bbp-groei
Procentuele mutaties en bijdragen in procentpunten



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

Opvallend is dat de groeibijdrage van de overheidsbestedingen verdubbelt van 0,3 procentpunt in 2018 naar 0,6 procentpunt in 2019. Hoewel in het Regeerakkoord substantiële extra uitgaven zijn gepland, valt de gerealiseerde groei van de overheidsbestedingen in 2018 tegen. De bijdrage van de overheidsbestedingen aan de bbp-groei is in 2018 ongeveer hetzelfde als in 2017. In de raming leiden de voorgenomen extra uitgaven in 2019 tot een grote bijdrage van de overheidsbestedingen aan de bbp-groei, al valt te bezien in hoeverre deze intensivering gerealiseerd wordt. Box 1 gaat in op een onzekerheidsvariant rond de overheidsbestedingen. Daarnaast toont Box 1 het effect op de raming van een alternatieve ontwikkeling van de Nederlandse woningprijzen.

Activiteit van bedrijven op hoog niveau

Vanaf 2014 ligt de bbp-groei boven de geraamde potentiële groei. Daardoor verbeterde de output gap, die sinds 2009 vrijwel onafgebroken negatief was. In 2017 werd de output gap weer positief en komt in 2018 naar verwachting uit op 1%. Doordat de geraamde bbp-groei in 2019 en 2020 dichterbij de potentiële groei ligt, neemt de output gap in de komende jaren minder sterk toe. Deze ontwikkeling duidt erop dat de beschikbare productiecapaciteit van bedrijven in hoge mate wordt aangesproken. In de industrie lag de bezettingsgraad in het vierde kwartaal van 2018 op 84,0; boven het hoogste niveau van kort voor het uitbreken van de kredietcrisis en

Box 1 Binnenlandse onzekerheidsvarianten voor de Nederlandse economie

De huizenprijsontwikkeling is een belangrijke bepalende factor voor de gezinsbestedingen. De raming gaat uit van een vermindering van de huizenprijsstijging ten opzichte van de voorgaande jaren (zie ook Hoofdstuk 2). Het is denkbaar dat die vermindering later intreedt en dat de huizenprijzen in 2019 en 2020 het groeitempo van 2018 (9%) vasthouden. In dat geval resulteert in die jaren een hogere bbp-groei, gedreven door hogere groei van de woninginvesteringen en van de particuliere consumptie. In vergelijking met de raming komt de bbp-groei in 2019 dan 0,2 procentpunt hoger uit op 1,9%, en in 2020 0,4 procentpunt hoger op 2,1% (Tabel 2). Een belangrijke kanttekening bij de positieve bestedingseffecten is dat deze economische groei op langere termijn niet houdbaar is. Financiële onevenwichtigheden en risico's nemen toe en de toegang tot de huizenmarkt voor starters verslechtert verder.

Het is tot dusverre lastig gebleken om de aangekondigde intensiveringen bij de overheidsbestedingen uit te voeren. Dit hangt samen met de gespannen conjunctuur. Zo is de arbeidsmarkt krap voor deskundig personeel en zijn er lange levertijden voor materiaal en grondstoffen. In de huidige raming groeien de overheidsbestedingen in 2018 met 1,2%, duidelijk minder dan voorzien in de eerdere raming van juni 2018 (2,5%). Ook de komende twee jaar zou het groeitempo van de overheidsbestedingen kunnen tegenvallen. Om gevoel te krijgen voor de gevolgen daarvan is verondersteld dat de volumegroei van de overheidsconsumptie en -investeringen tezamen in 2019 en 2020 niet verder toeneemt, maar gelijk blijft aan die in 2018 (1,2%). In vergelijking met de raming komt de bbp-groei dan in zowel 2019 als 2020 0,3 procentpunt lager uit op 1,4% (Tabel 2).

Tabel 2 Binnenlandse onzekerheden

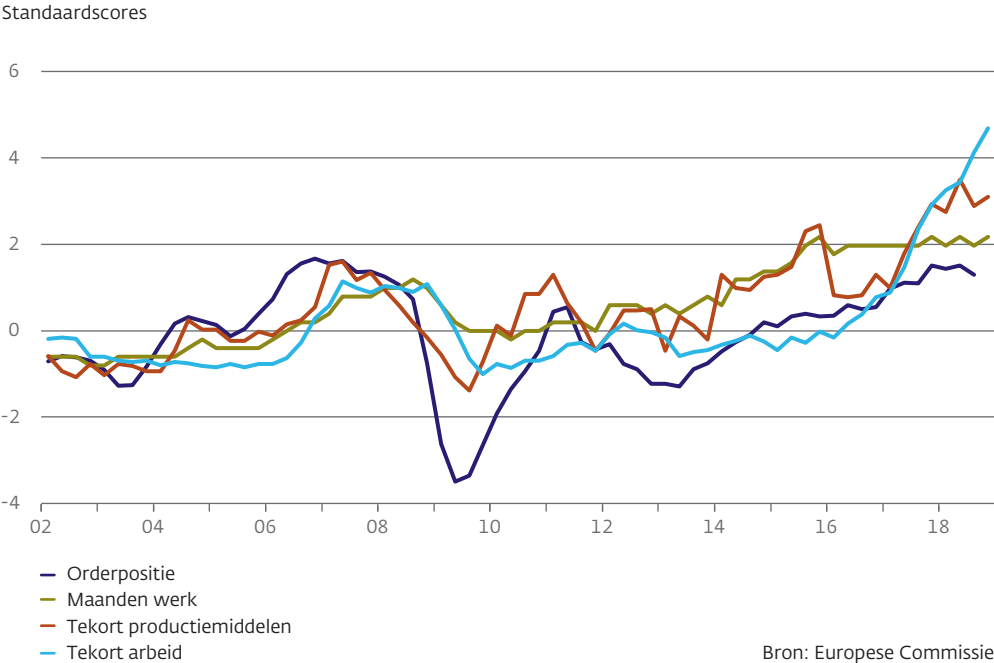
Procentuele mutaties

	2019		2020	
		Verskil met raming		Verskil met raming
Variant hogere huizenprijsstijging				
Prijsindex bestaande koopwoningen	9,0	(4,5)	9,0	(6,2)
Bruto binnenlands product	1,9	(0,2)	2,1	(0,4)
Variant lagere groei overheidsbestedingen				
Overheidsbestedingen	1,2	(-1,4)	1,2	(-0,8)
Bruto binnenlands product	1,4	(-0,3)	1,4	(-0,3)

Bron: DNB.

dichtbij het hoogste niveau dat sinds 2000 is gemeten. De orderpositie van bedrijven lag in de eerste drie kwartalen van 2018 op het hoogste niveau sinds het begin van de metingen in 1985 (Figuur 4). Het aantal maanden werk is tussen 2010 en 2016 scherp opgelopen en ligt sindsdien vrij constant op een hoog niveau.

Figuur 4 Toenemende spanning bij bedrijven



Toelichting: Reeksen zijn genormaliseerd op basis van het gemiddelde en de standaarddeviatie over de gehele waarnemingsperiode.

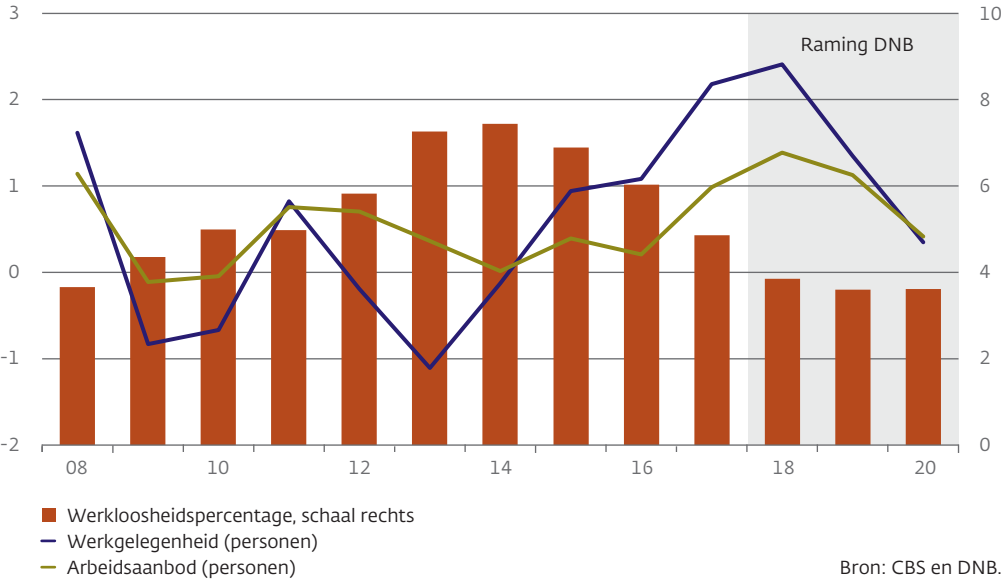
Daarnaast leidt de aanhoudende hoogconjunctuur ertoe dat bedrijven meer en meer aanbodbelemmeringen ervaren in hun productieprocessen. Eind 2013 gaf 3% van de bedrijven aan een tekort aan productiemiddelen te hebben. In het vierde kwartaal van 2018 was dit opgelopen naar ruim 10%. Daarnaast rapporteerde in het vierde kwartaal van 2018 bijna 26% van de ondernemers een tekort aan arbeidskrachten als productiebelemmering. Twee jaar eerder was dit ongeveer 8%, en bij aanvang van het herstel vijf jaar geleden nog geen 3%.

Arbeidsmarkt onveranderd gunstig

De ontwikkelingen op de arbeidsmarkt blijven solide. Naar verwachting komt de groei van het aantal werkende personen in 2018 uit op 2,4%, de hoogste toename in tien jaar (Figuur 5). Vooral door de lagere economische groei zal de groei van de werkgelegenheid daarna vertragen, naar 1,3% in 2019 en 0,6% in 2020. Daarnaast hangt de lagere werkgelegenheidsgroei samen met

Figuur 5 Vraag en aanbod arbeidsmarkt

Procentuele mutaties jaar op jaar en procenten beroepsbevolking



de toenemende krapte op de arbeidsmarkt. Hierdoor wordt het lastiger vacatures te vervullen en versnelt de stijging van de reële loonkosten, wat een neerwaarts effect op de vraag naar arbeid heeft. Dat is op dit moment niet terug te zien in de ontwikkeling van de vacatures, die op recordhoogte liggen. Daarnaast is de vacaturegraad – het aantal vacatures per 1000 werkenden – in het derde kwartaal van 2018 op een waarde van 31 gekomen, dichtbij het niveau van voor de crisis (32). Werkgevers geven aan dat het moeilijker wordt de openstaande vacatures te vervullen. Inmiddels zijn vier op de tien vacatures moeilijk vervulbaar, tegen ruim drie op de tien in 2017. Dat betekent dat vacatures langer open staan en dat de groei van de werkgelegenheid kan worden geremd.

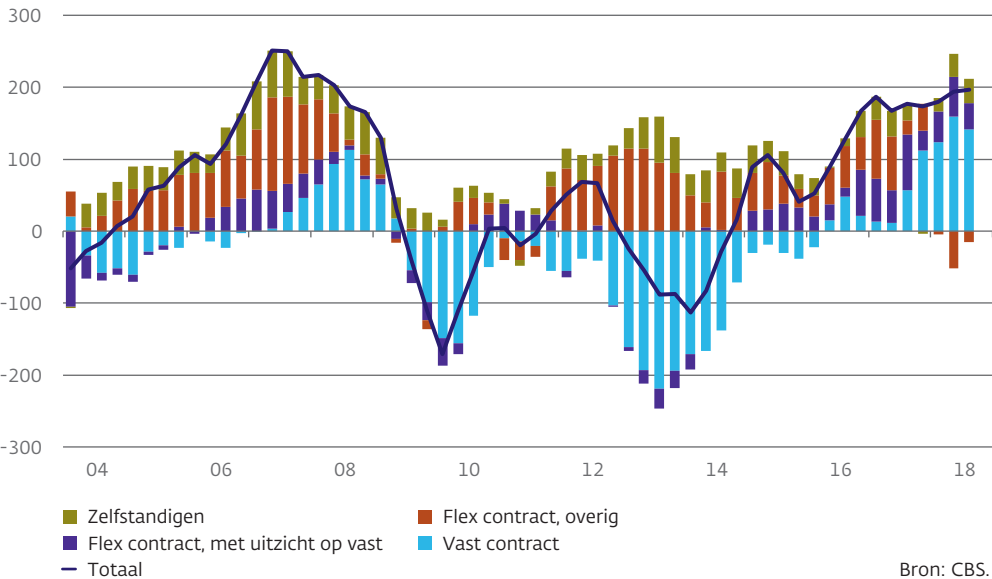
De verbeterde arbeidsmarktsituatie moedigt meer mensen aan om zich aan te (blijven) bieden op de arbeidsmarkt. Dat er ruimte is voor groei van het arbeidsaanbod blijkt uit de arbeidsparticipatie van 25- tot 45-jarigen, die momenteel zo’n 1,5 procentpunt lager is dan in 2008. Ook neemt het aanbod van ouderen nog steeds gestaag toe. Het arbeidsaanbod groeit in de periode 2018-20 met gemiddeld 1,1%, terwijl in de eerste jaren van herstel (2014-2016) het aanbod jaarlijks met gemiddeld slechts 0,2% toenam. In 2018 blijft de groei van het arbeidsaanbod beduidend achter bij de groei van de werkgelegenheid, waardoor de werkloosheid opnieuw met ruim 1 procentpunt daalt, naar gemiddeld 3,8% van de beroepsbevolking. In 2019 en 2020 liggen de groeivoeten van arbeidsaanbod en -vraag dicht bij elkaar. De werkloosheid stabiliseert dan naar verwachting op 3,6%. Dat is op 2001 na, toen de werkloosheid 3,3% bedroeg, het laagste percentage in 45 jaar.

Substantiële groei vaste contracten in 2018

De groei van het aantal werknemers met een vast contract, die in 2017 inzette, houdt in 2018 aan (Figuur 6). In het derde kwartaal van 2018 was het aantal werknemers met een vast contract 141.000 personen hoger dan een jaar eerder, een stijging van 2,7%. Voor werknemers met een flexibel contract was dat slechts 22.000, een stijging van 1,1%. Daardoor is het aandeel vaste contracten onder de werknemers voor het eerst in tien jaar weer licht opgelopen, van 72% in 2017 naar 73% in 2018, na een geleidelijke afname vanaf 80% in 2008. De recente stijging hangt deels samen met de krappere arbeidsmarktsituatie, waarin het vaste contract een middel kan zijn om personeel aan een bedrijf te binden. De groei van het aantal flexibele werknemers in de eerste drie kwartalen van 2018 betrof grotendeels tijdelijke contracten met uitzicht op een vast contract. Het aantal werknemers met andere typen flexcontracten nam in de eerste drie kwartalen per saldo zelfs af (tijdelijk zonder uitzicht op vast, uitzend- en oproepwerk en nulurencontracten). Van het aantal zelfstandigen (merendeels zzp'ers) zette de groei in 2018 door, nadat het aantal zelfstandigen in 2016 tijdelijk tot stilstand kwam.

Figuur 6 Groei werkzame beroepsbevolking naar type arbeidsrelatie

Duizenden personen; mutatie ten opzichte van dezelfde periode een jaar eerder

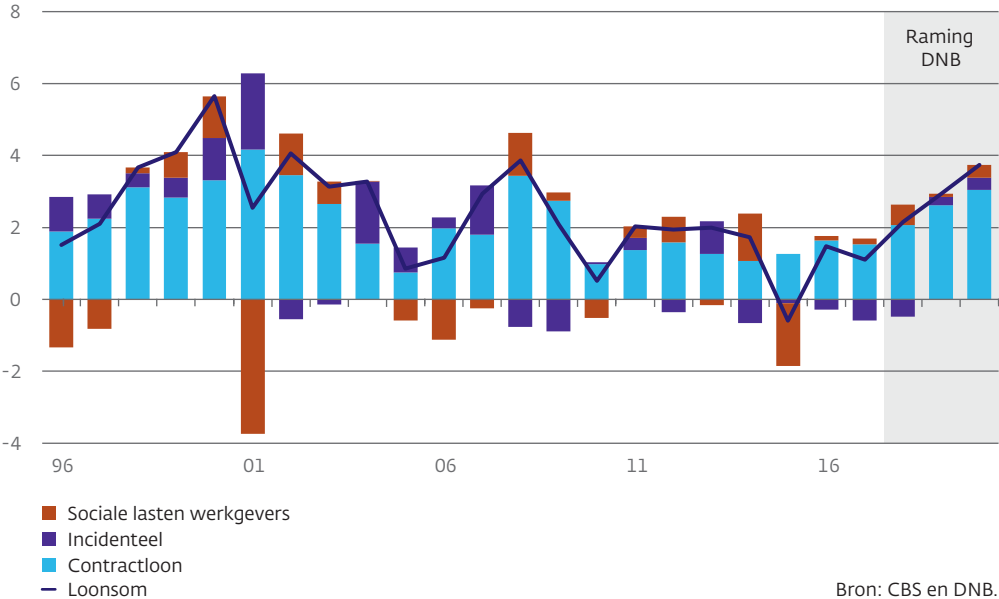


Aantrekkende loongroei

In 2018 komt de contractloongroei bij bedrijven naar verwachting uit op 2,1%. Naar verwachting loopt dit op naar 3,0% in 2020, gedreven door de toenemende inflatie en de verkrappende arbeidsmarkt. De contractlonen vormen samen met de werkgeverslasten en het incidentele loon de totale loonsom. Per werknemer stijgt die in 2018 naar verwachting met 2,3% (Figuur 7).

Figuur 7 Decompositie loonontwikkeling bedrijven

Procentuele mutaties jaar op jaar en bijdragen in procentpunten, op basis van personen

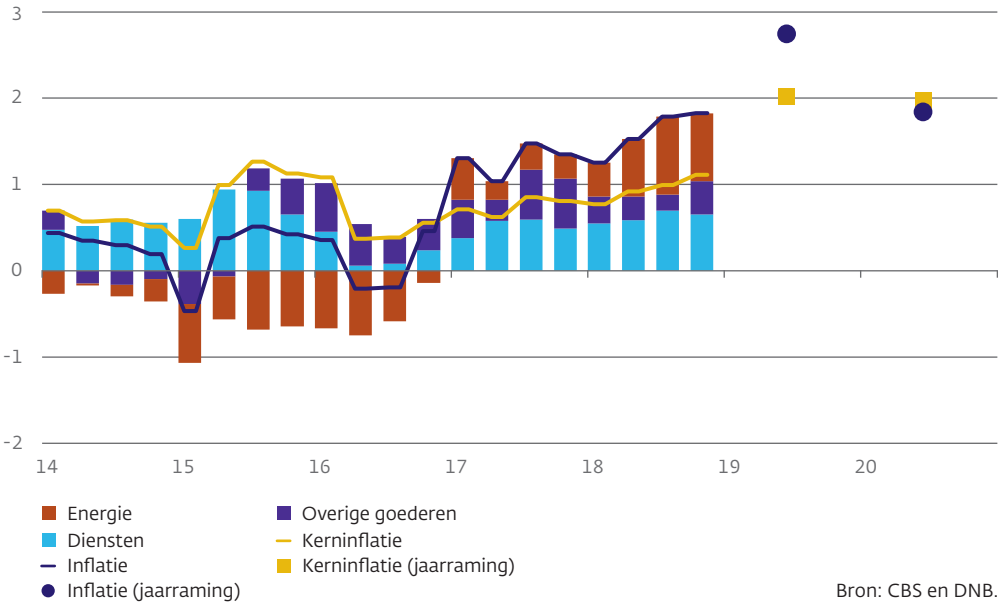


De bijdrage van het incidentele loon is in 2018 voor het vijfde achtereenvolgende jaar negatief (-0,4 procentpunt). De komende jaren wordt die bijdrage naar verwachting weer positief door de toenemende krapte op de arbeidsmarkt. Ten dele vindt dit plaats op individueel niveau, door extra promoties, periodieken en bonussen. Daarnaast verandert de samenstelling van de werkgelegenheidstoename, die de afgelopen jaren bovengemiddeld bestond uit jongeren, starters en flexwerkers. Door de krappe arbeidsmarkt verschuift de groei van de werkgelegenheid naar meer ervaren werknemers en naar vaste arbeidskrachten, die duurder zijn. De bijdrage van het incidentele loon wordt daardoor positief en de groei van de loonsom trekt aan naar 3,0% in 2019 en 3,8% in 2020.

Inflatie loopt op door stijging btw-tarief en hogere arbeidskosten

De HICP-inflatie zal voor 2018 naar verwachting op 1,6% uitkomen, wat licht hoger is dan een jaar eerder (1,3%). Deze versnelling van de prijsstijging is net als in 2017 deels toe te schrijven aan de energieprijzen, die in de tweede helft van 2018 toenamen (Figuur 8). In 2019 zal de inflatie naar verwachting op 2,7% uitkomen, mede door de verhoging van het lage btw-tarief naar 9% en de verhoging van de energiebelasting. De raming gaat ervan uit dat de hogere indirecte belastingen direct in de prijzen worden doorberekend. Zonder de belastingmaatregelen zou de inflatie in 2019 1,6% bedragen, tegen 1,2% in 2018. In 2020 valt de prijsstijging van energie weg en is ook het directe prijseffect van de hogere btw uitgewerkt. De HICP-inflatie zal dan met bijna een procentpunt terugvallen naar 1,8%.

Figuur 8 Inflatie (HICP)
Procentuele mutaties jaar op jaar en bijdragen in procentpunten



Toelichting: Kerninflatie = totaal minus voeding en energie.
2018K4 = gemiddelde oktober en november.
Bron: CBS en DNB.

De kerninflatie, waarin energie en voedingswaren zijn weggelaten, komt in 2018 uit op slechts 0,9%, onder andere door lagere prijzen voor industriële goederen. Daarna loopt de kerninflatie naar verwachting aanzienlijk op, tot 2,0% in 2019 en 2020. Dit komt in eerste instantie door de verhoging van de indirecte belastingen (in 2019), aangevuld door de toename van de arbeidskosten per eenheid product. In 2018 groeit de loonsom per werknemer in de bedrijvensector met 2,3%, gevolgd door 3,0% en 3,8% in de volgende jaren. Gegeven de ontwikkeling van de arbeidsproductiviteit in de bedrijvensector, betekent dit voor de arbeidskosten per eenheid product een toename van 1,8% in 2018, oplopend naar circa 2,3% in de twee volgende ramingsjaren. Hogere arbeidskosten werken gewoonlijk met enige vertraging door naar de prijzen van consumptiegoederen, zodat het grootste effect op de kerninflatie in 2020 is te verwachten.

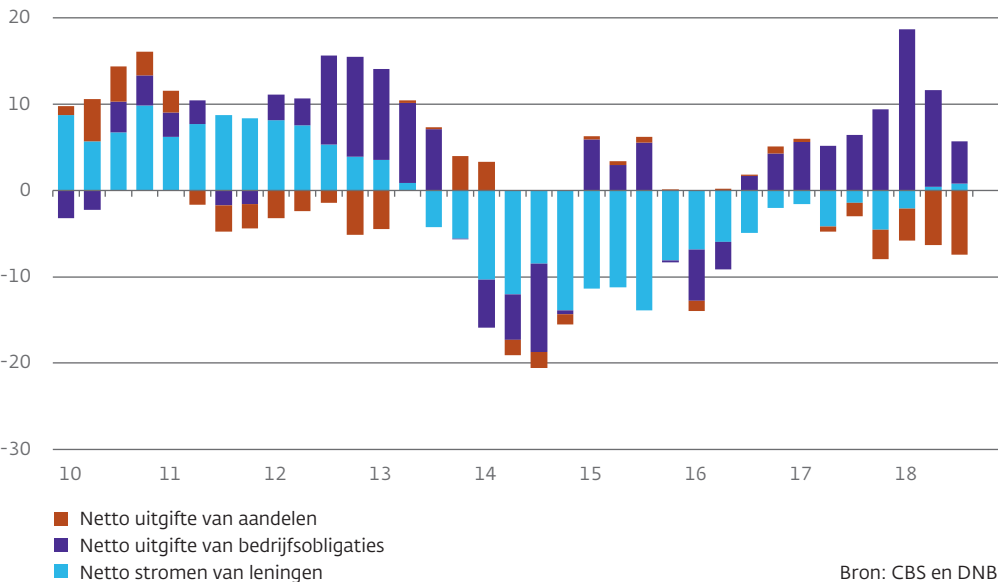
Bedrijven trekken meer financiering aan, ook bancaire

Sinds 2013 krimpt de netto kredietverlening jaarlijks, zij het dat de omvang van de krimp sinds 2016 geleidelijk vermindert. Banken verstrekken meer nieuwe leningen, maar het verstrekte bedrag blijft achter bij de aflossingen op bestaande leningen. In 2017 kromp de bancaire kredietverlening aan bedrijven per saldo met 2,6%. In de loop van 2018 duiden maandcijfers echter weer op een voorzichtige jaar-op-jaartoename. Naar verwachting is de krimp in dat jaar dan ook beperkt (-0,6%).

Ondanks de krimpende bancaire kredietverlening, groeit de netto financieringsbehoefte van bedrijven sinds medio 2016 gestaag, mede door de toenemende bedrijfsinvesteringen (Figuur 9). Vooral grotere bedrijven halen hun financiering binnen door uitgifte van aandelen en obligaties. Het midden- en kleinbedrijf (mkb) blijft vrijwel geheel aangewezen op bankleningen. Vanaf eind 2017 groeit de bancaire kredietverlening aan het mkb weer, voor het eerst sinds 2014 (het beginjaar van de waarnemingen). Gemiddeld over de eerste twee kwartalen van 2018 lag de jaar-op-jaargroei van mkb-krediet volgens voorlopige cijfers op 2,4%. Deze groei bevindt zich volledig bij leningen met een grote omvang (> EUR 1 miljoen), kleinere mkb-kredieten krimpen nog.

Figuur 9 Externe financiering van niet-financiële bedrijven

Miljarden euro; vierkwartaalssom



In de periode van april tot en met september 2018 rapporteerden opnieuw minder bedrijven in het mkb dat ze obstakels ondervonden bij het verkrijgen van bankkrediet. Sinds medio 2013 is het percentage bedrijven dat dit aangeeft met twee derde afgenomen. Zo is de kredietaanvraag bij veel minder bedrijven geheel of gedeeltelijk afgewezen. In 2013 gold dit voor 10% van de mkb-bedrijven, inmiddels is dit minder dan 1%.

In de raming blijft de ingezette verbetering van de (totale) bancaire kredietgroei aanhouden. Dit is mede gebaseerd op positieve onderliggende ontwikkelingen. In het derde kwartaal hebben banken per saldo hun acceptatiecriteria voor zakelijke kredietverlening versoepeld. Dit is voor het eerst sinds begin 2015. Ook voor het vierde kwartaal voorziet een meerderheid van de banken een verdere versoepeling, inclusief leningen aan het mkb. Aan de vraagkant van de kredietmarkt verwachten banken in meerderheid een toename van de vraag naar bedrijfskrediet in het vierde kwartaal van 2018, een trend die begin 2017 is ingezet.

2 Bestedingen en overheidsfinanciën nader belicht

18

Uitvoergroei volgt wereldhandel

Na de uitbundige groei in 2017 valt de voor Nederland relevante wereldhandelsgroei terug tot 3,2% in 2018. In de jaren daarna herstelt het groeitempo enigszins (Tabel 3). De groei van de Nederlandse uitvoer van goederen en diensten vertraagt in 2018, in lijn met de buitenlandse vraag, en veert weer gedeeltelijk op in 2019 en 2020.

Binnen de uitvoer wordt de afname van de handelsprestatie mede gedreven door de energie-uitvoer, die onder invloed van de productiebeperking van aardgas krimpt in 2018 en in de twee jaren daarna beperkt groeit. Door de productiebeperking wordt Nederland in 2018 naar verwachting een netto importeur van aardgas. Voor zover de data teruggaan, is dit niet eerder voorgekomen. Vooral door tegenvallende cijfers in de eerste helft van het jaar, vertraagt de groei van de wederuitvoer exclusief energie in 2018 tot 3%, net onder het groeitempo van de relevante wereldhandel. In de jaren daarna herstelt het groeitempo en neemt het marktaandeel van de wederuitvoer toe, zoals gebruikelijk (Figuur 10). Nadat het marktaandeel van de binnenlands geproduceerde uitvoer exclusief energie in 2017 flink toenam, blijft het in 2018 min of meer constant. In de ramingsjaren krijgt de 'made-in Holland'-uitvoer een

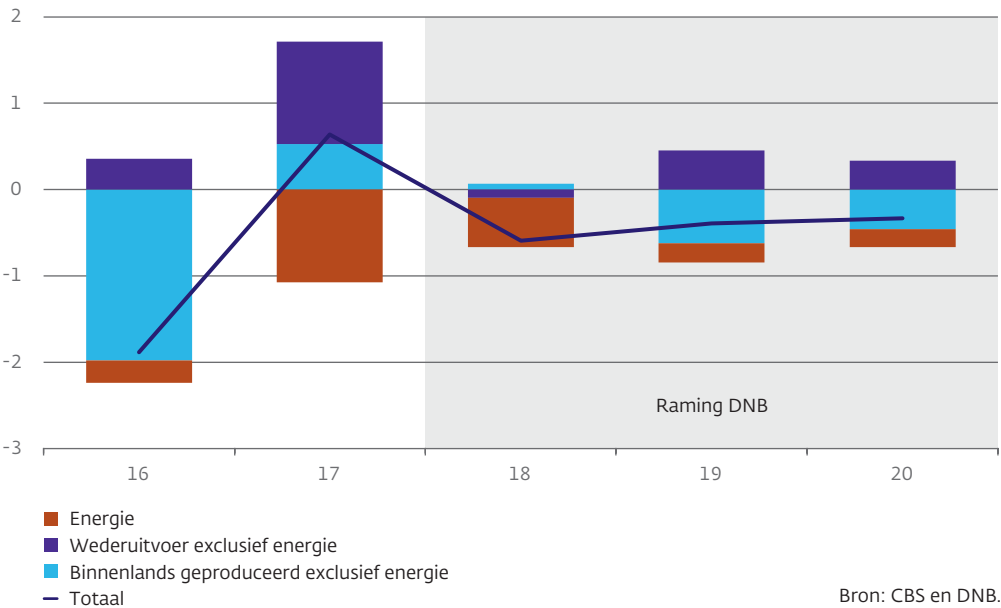
Tabel 3 Uitvoer Nederland en concurrentiepositie

Procentuele mutaties

	2017	2018	2019	2020
Volume				
Relevante wereldhandel (1)	4,9	3,2	3,6	3,8
Uitvoer goederen en diensten (2)	5,6	2,6	3,2	3,5
binnenlands geproduceerd	4,7	2,4	2,0	2,6
wederuitvoer	7,0	3,0	4,9	4,8
Handelsprestatie (2-1)	0,6	-0,6	-0,4	-0,3
Uitvoer goederen en diensten excl. energie	6,9	3,2	3,4	3,7
binnenlands geproduceerd (3)	5,9	3,4	2,5	3,0
wederuitvoer	8,5	3,0	4,9	4,8
Marktaandeel (3-1)	0,9	0,1	-1,1	-0,8
Prijs				
Concurrentenprijs (4)	1,7	0,6	2,9	2,1
Uitvoer goederen en diensten	3,1	2,0	1,7	1,3
binnenlands geprod., excl. energie (5)	1,9	-0,2	1,0	2,0
Prijsconcurrentie (4-5)	-0,1	0,7	1,8	0,1

Figuur 10 Marktaandeel uitvoer goederen en diensten

Procentuele mutaties en bijdragen in procentpunten



Bron: CBS en DNB.

Toelichting: De procentuele mutatie van het totale marktaandeel is gedefinieerd als de procentuele mutatie van de totale uitvoer minus de procentuele mutatie van de relevante wereldhandel. De staafjes geven de bijdrage van de drie componenten van de totale uitvoer aan de mutatie van het marktaandeel.

positieve impuls van de prijsconcurrentie, die in 2019 verbeterd door de relatief sterke stijging van de concurrentenprijs. Niettemin krimpt het marktaandeel in 2019 en 2020, wat deels een trendmatig proces is door de voortgaande globalisering.

Het saldo op de lopende rekening loopt in de ramingsperiode terug van 10,5% bbp in 2017 tot 9% bbp in 2020, vooral door de daling van het overschot in de handel van goederen en diensten exclusief energie. Daarmee blijft het overschot op de lopende rekening in zowel historisch als internationaal perspectief hoog. Met een omvang van gemiddeld 10% bbp in de afgelopen tien jaar bestaat het leeuwendeel van het overschot uit goederen exclusief energie. Dit onderstreept de stevige internationale concurrentiepositie van Nederland, mede bepaald door prijs, kwaliteit en het vestigingsklimaat. Uit het vorderingensaldo blijkt dat het saldo sinds de eeuwwisseling grotendeels wordt gedreven door de toegenomen winstgevendheid van niet-financiële bedrijven, in combinatie met een relatief lage winstuitkering.

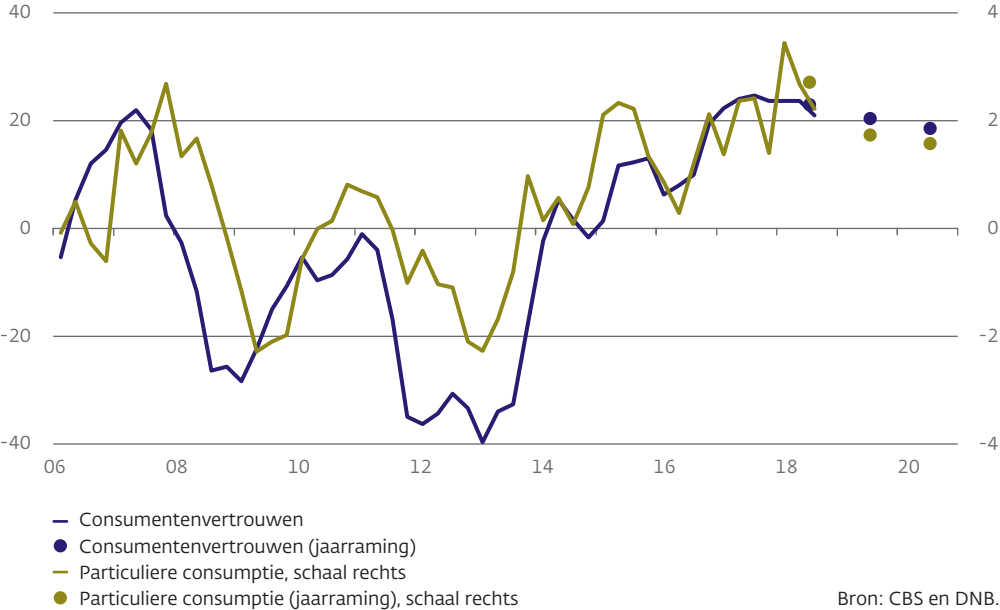
Stevige groei van particuliere consumptie houdt aan

Net als in de afgelopen drie jaar, blijft de particuliere consumptie zich robuust ontwikkelen (Figuur 11). Onderliggend komt dit voort uit de gunstige ontwikkeling van de werkgelegenheid, de woningmarkt en het consumentenvertrouwen. De verwachte toename van de consumptie voor 2018 is 2,7%, een groeicijfer dat sinds 2000 niet meer is voorgekomen. Deze groei is voor het grootste deel al gerealiseerd in het eerste kwartaal van 2018, met een kwartaal-op-kwartaalgroei van 1,4%. Voor een deel kwam dit hoge groeicijfer door het extra gasverbruik vanwege relatief lage temperaturen. Daarnaast namen de bestedingen aan auto's en andere duurzame consumptiegoederen toe.

In de jaren 2019 en 2020 groeit de consumptie minder sterk dan in het voorafgaande jaar, zij het met gemiddeld 1,7% nog steeds in een robuust tempo. De werkgelegenheidsgroei en de woningprijzen hebben aan het einde van de ramingsperiode minder opwaartse invloed, hoewel daar tegenover staat dat de inkomstenbelasting vanaf 2019 omlaag gaat. Ook neemt de inflatie toe en komt in de ramingsperiode een einde aan de opwaartse invloed van het consumentenvertrouwen op de consumptie. Het consumentenvertrouwen nam tussen 2013 en 2017 sterk toe, maar is nu al ruim een jaar redelijk stabiel op een hoog niveau. In de raming treedt de komende jaren een lichte daling op, vooral doordat de werkloosheid niet verder verbetert en de woningprijzen minder hard stijgen.

Figuur 11 Consumentenvertrouwen en particuliere consumptie

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



Inkomen huishoudens groeit door hogere lonen

De belangrijkste determinant van de particuliere consumptie is het beschikbare inkomen van huishoudens (Figuur 12). Het reëel beschikbaar inkomen groeit in de ramingsjaren 2018-2020 naar verwachting met gemiddeld 2,0% per jaar. Vergeleken met de gemiddelde groei van 0,2% per jaar van 2002 tot 2013 is dit een aanzienlijke verbetering. Het reële inkomen ligt in 2020 naar verwachting 13% boven het niveau van 2013.

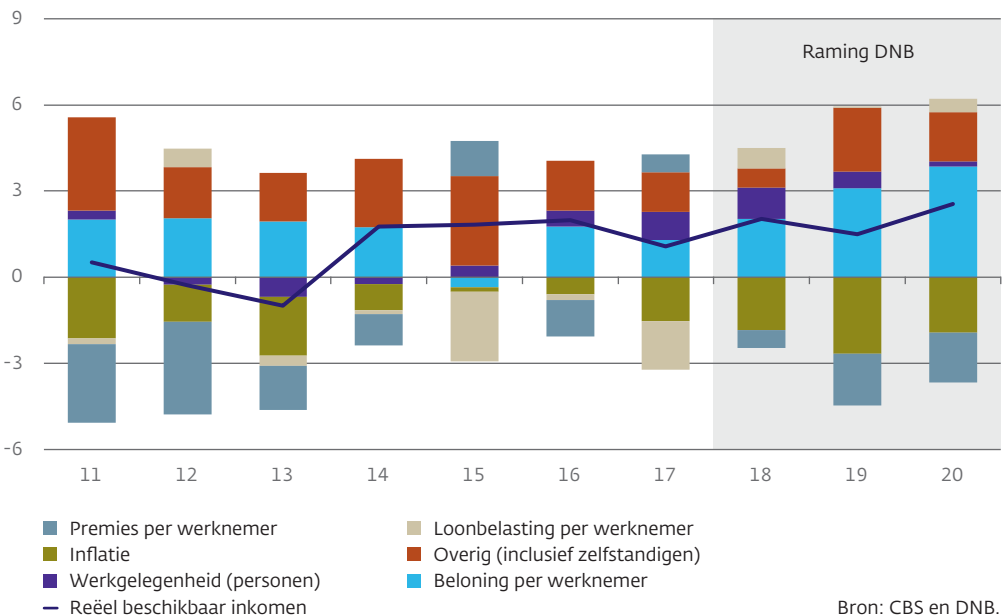
In de raming van het reëel beschikbaar inkomen stijgt vooral de groeibijdrage van de beloning per werknemer. In 2019 valt dit ten dele weg tegen de fors hogere inflatie. De bijdrage van de werkgelegenheid aan de inkomensgroei neemt geleidelijk af, van 1,1 procentpunt in 2018 naar 0,2 procentpunt in 2020. Over de gehele ramingsperiode is een positieve impuls te zien van de lagere loonbelasting. De bijdrage van het overige inkomen blijft positief, mede door de toename van het aantal zelfstandigen.

Gematigde groei van investeringen

De investeringen van bedrijven (exclusief woningen) namen onverwacht af in het tweede en derde kwartaal van 2018. Dit heeft niet alleen een neerwaarts effect op de investeringsgroei in 2018, maar loopt ook over in 2019. Een specifieke verklaring voor de recent afgenomen investeringsgroei is moeilijk te geven. Toenemende internationale onzekerheid heeft in de

Figuur 12 Reëel beschikbaar inkomen huishoudens

Procentuele mutaties jaar op jaar en bijdragen in procentpunten



loop van 2018 mogelijk een rol gespeeld. Daarnaast zijn investeringen in infrastructuur en andere vaste activa bemoeilijkt door oplopende levertijden en tekorten bij materialen en deskundigen, zoals technici. Dit heeft gevolgen voor de investeringskosten. Producentenprijzen en vertrouwensindicatoren voor inkooprijzen zijn al in de loop van 2017 sterk opgelopen.

In de raming zet deze ontwikkeling zich voort, waarbij een drukkend effect uitgaat van het normaliseren van de productiegroei, de hogere arbeidskosten en het tot een einde komen van de rentedalingen. De investeringen van bedrijven (exclusief woningen) groeien in 2019 naar verwachting met 1,9%, gevolgd door 2,7% in 2020. Naast de genoemde kostenfactoren, wordt de geraamde investeringsgroei bepaald door het acceleratoreffect, waarbij de investeringen reageren op mutaties in de economische activiteit. Aldus werkt de geraamde normalisatie van de bbp-groei ook door naar de investeringsgroei.

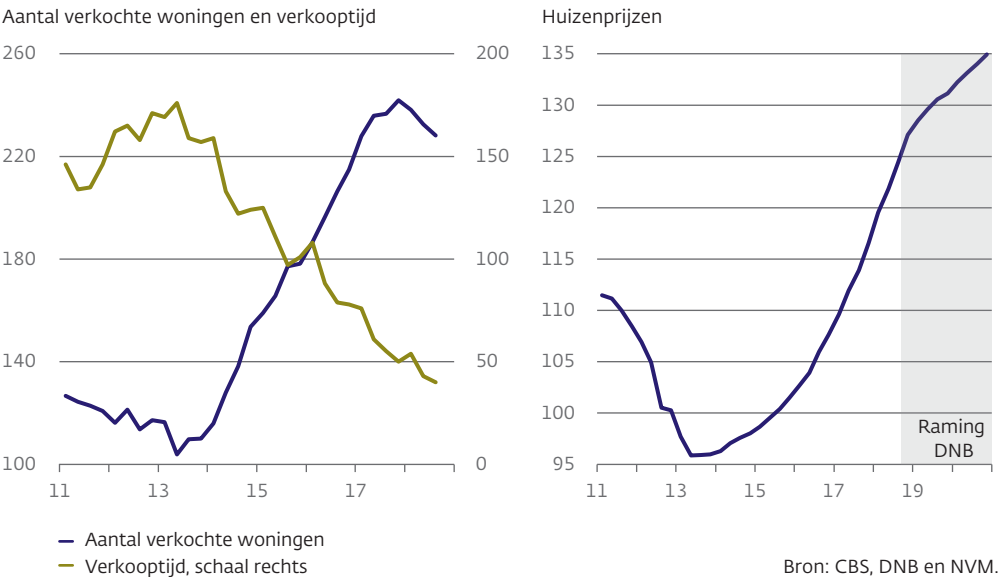
Woningprijzen stijgen minder hard

De Nederlandse woningmarkt is bezig aan het vijfde jaar van een stevige opleving na de diepe crisis van 2008-2013. Naar verwachting loopt de huizenprijsstijging in 2018 op naar 9%, verreweg de sterkste toename sinds 2001. De gemiddelde nominale woningprijzen liggen inmiddels weer 4% boven de prijzen van kort voor het uitbreken van de crisis, maar gecorrigeerd voor de inflatie liggen ze daar ongeveer 10% onder. Tegelijkertijd is de gemiddelde verkooptijd van woningen afgenomen van zes maanden op het dieptepunt in 2013, naar nu slechts zes weken (Figuur 13, links). Niettemin is recent de opleving minder uitbundig geworden. Zo daalt sinds begin 2018 het aantal verkochte woningen. Eerder al, sinds begin 2017, trad een kentering op in het optimisme onder consumenten, gemeten volgens de Eigen Huis Marktindicator. Hier speelt zowel de zeer krappe markt, als het aanzienlijk opgelopen prijsniveau een rol. De financieringslasten worden daardoor voor een groeiend deel van de potentiële kopers een remmende factor. De groei van de hypothecaire kredietverlening blijft in deze opleving opmerkelijk gematigd (zie hiervoor Box 2). In de raming groeit de hypotheekschuld in 2018 met 2,1% gevolgd door 3% gemiddeld in 2019 en 2020.

Naar verwachting is de huizenprijsstijging de komende jaren minder groot dan in 2017 en 2018. De geraamde prijsstijging is 5,5% in 2019 en 2,8% in 2020 (Figuur 13, rechts). Deze ontwikkeling is in lijn met de geraamde afname van de economische groei en van het consumentenvertrouwen. Daarnaast is de daling van de hypotheekrente gestopt, bij een al zeer gematigde groei van de uitstaande hypotheekschuld. Desalniettemin blijft de woningmarkt vooralsnog krap en zou de vertraging van de huizenprijsstijging alsnog enige tijd kunnen uitblijven. Een onzekerheidsvariant in Box 1 illustreert de effecten van zo'n alternatieve ontwikkeling op de raming.

Figuur 13 Woningmarkt: transacties en prijzen

Vierkwartaalssom in duizenden, aantal dagen, 2015 = 100



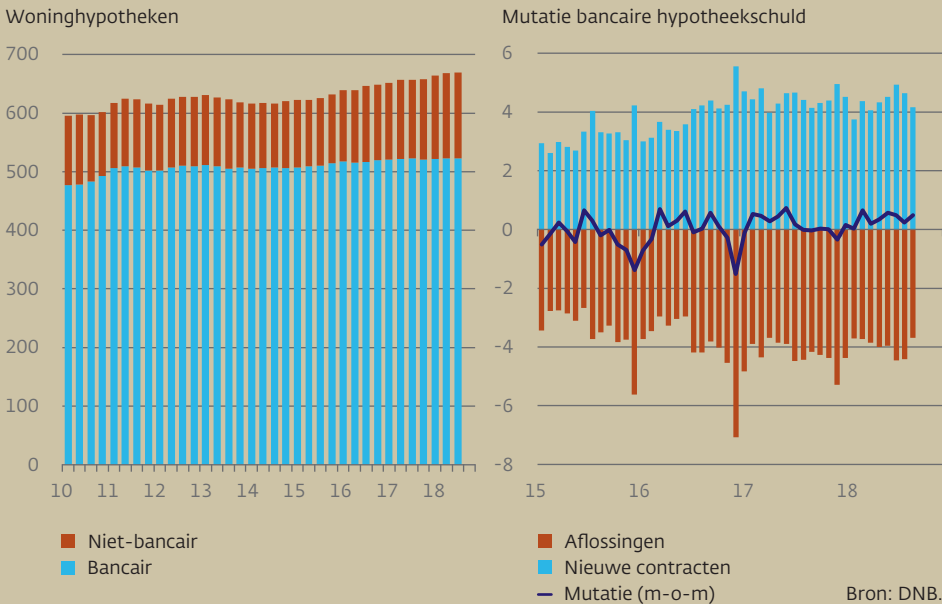
Dat de woningmarkt in rustiger vaarwater komt, is ook zichtbaar bij de woninginvesteringen. Na een zeer uitbundige groei van 12% in 2017, wordt voor 2018 een groei van 5,9% geraamd. Vooral in het derde kwartaal van 2018 viel de groei terug, met een krimp ten opzichte van het tweede kwartaal. Deze vertraging hangt ten eerste samen met de teruglopende woningtransacties, omdat de kosten voor onder andere notarissen en makelaars tot de woninginvesteringen worden gerekend. Daarnaast kampt de nieuwbouw met toenemende belemmeringen door een tekort aan arbeidskrachten en materialen alsmede door oplopende kosten. Het aantal nieuwe bouwvergunningen in de afgelopen twaalf maanden lag in februari 2018 op 71.000. In september was die gedaald naar 66.500. In de komende jaren groeien de woninginvesteringen geleidelijk minder hard, met 3,0% en 3,1% in 2019 en 2020.

Box 2 Gematigde groei van de hypothecaire kredietverlening

De uitstaande hypotheekschuld groeit sinds de opleving van de woningmarkt in een gematigd tempo: gemiddeld 1,6% per jaar tussen 2013 en 2017. Dit lijkt op het eerste gezicht in tegenspraak met de forse stijging van de huizenprijzen (gemiddeld 4% per jaar) en de groei van het aantal verkochte woningen (ruim 20% per jaar). Ook recent, in 2018K2, groeide de totale hypothecaire schuld met slechts 1,7% j-o-j, een veel lager tempo dan voor de crisis. Daarbij treedt de groei voornamelijk op bij de niet-bancaire kredietverlening (Figuur 14, links).

Bij nadere beschouwing bestaan de mutaties van de uitstaande hypothecaire kredietverlening per saldo uit omvangrijke stromen van bruto schuldcreatie enerzijds en aflossingen anderzijds (Figuur 14, rechts). Directe kwantitatieve gegevens over de aflossingen zijn niet beschikbaar, maar zijn te benaderen voor de bancaire sector.² Zoals de rechter figuur laat zien, zijn zowel de nieuwe contracten als de aflossingen in de beschouwde periode toegenomen, waarbij deze elkaar in de afgelopen jaren grosso modo in evenwicht hielden. Bij de omvangrijke en oplopende aflossingen spelen diverse factoren een rol, waaronder het stijgende aandeel van annuïtaire hypotheekleningen, vrijwillige aflossingen als gevolg van bijvoorbeeld de schenkingsvrijstelling, alsmede de lage rente op spaartegoeden.

Figuur 14 Woninghypotheken Nederland
Miljarden euro



Toelichting: Bancair = monetaire financiële instellingen (mfi's) inclusief SPV's van mfi's; SPV's van hypotheekdochters van banken vallen onder 'niet-bancair'. Nieuwe contracten exclusief heronderhandelingen.

2 De aflossingen kunnen bij benadering worden berekend als het saldo van nieuwe contracten en heronderhandelingen minus de mutatie van het uitstaande hypothecaire krediet van banken en zogenoemde Special Purpose Vehicles (SPV's).

Vijfde achtereenvolgende jaar zonder begrotingstekort voorzien

Het begrotingsoverschot daalt over de ramingsperiode van 1,2% bbp in 2017 naar 0,4% in 2020 (Tabel 4). Daarmee zou de overheid sinds 2016 vijf jaren achtereenvolgens zwarte cijfers schrijven, wat sinds het begin van de jaren vijftig niet meer is voorgekomen. Het structurele saldo neemt over dezelfde periode af van 0,7% bbp naar -0,3% bbp. Deze afname hangt samen met het expansieve begrotingsbeleid van het kabinet.

Onderliggend nemen de collectieve uitgaven als percentage van het bbp over de ramingsperiode per saldo toe, onder andere door stijgende zorguitgaven en intensiveringen bij onderwijs en defensie. De collectieve lasten stijgen tot en met 2019, als gevolg van de gunstige conjunctuur en per saldo lastenverhogende maatregelen, zoals de verhoging van het lage btw-tarief. Vanaf 2020 nemen de collectieve lasten per saldo af, onder andere door de gefaseerde verlaging van de vennootschapsbelasting en de inkomstenbelasting.

De overheidsschuld daalt van 56,9% bbp in 2017 naar 47,0% bbp in 2020. De daling van de schuldquote wordt voor het grootste deel gedreven door de begrotingsoverschotten en de economische groei. Daarnaast spelen andere factoren, zoals de verdere verkoop van het staatsaandeel in ABN AMRO.

Tabel 4 Kerngegevens overheidsfinanciën

Procenten bbp

	2017	2018	2019	2020
Collectieve uitgaven	42,5	42,2	42,7	42,6
Collectieve lasten	38,7	38,8	39,1	38,6
Overige inkomsten	5,0	4,8	4,5	4,4
Primair saldo	2,2	2,3	1,8	1,2
EMU-saldo	1,2	1,4	1,0	0,4
Structureel saldo (EC-methode)	0,7	0,7	0,0	-0,3
EMU-schuld	56,9	52,4	49,3	47,0

Bron: DNB.

3 Groeiterugval door wereldwijde financiële onrust: een alternatief scenario

26

Een significante terugval in de groei van de wereldeconomie vormt een risico voor de Nederlandse economie. Een neerwaartse correctie op de internationale financiële markten, bij oplopende risicopremies, kan daar een bron van zijn. De hogere risicoaversie heeft vervolgens negatieve repercussies op het groeitempo van opkomende markteconomieën ('emerging market economies' – EME's). Dit hoofdstuk verkent de mogelijke gevolgen van zo'n scenario.

Achter dit scenario kan een samenloop van onzekerheden schuilgaan: onzekerheid omtrent het pad van rentenormalisatie in zowel de VS als in het eurogebied en de gevolgen daarvan voor de dollarkoers, onzekere economische vooruitzichten voor China in het licht van afvlakkende binnenlandse consumptie en kredietgroei, onzekerheid over de afloop van het handelsconflict tussen de VS en China, en onduidelijkheid over de economische gevolgen van Brexit. Aanhoudende marktonzekerheid en volatiliteit kunnen op enig moment tot flinke prijscorrecties leiden in aandelenmarkten. Met name in de VS zijn aandelen verhoudingsgewijs duur.³ Uitgangspunt is dat een prijscorrectie daar ook de aandelenmarkten in andere westerse landen raakt.

Op het eerste gezicht lijken de directe gevolgen voor Nederland beperkt. Slechts 7% van de Nederlandse uitvoer had in 2017 een EME als eindbestemming. Ook zijn de directe uitstaande vorderingen van de Nederlandse financiële sector op EME's – zo'n 5% van het totaal – relatief beperkt. Toch kunnen de negatieve effecten voor Nederland groot worden door besmettingsgevaar, indirecte handelseffecten en minder vertrouwen in de economie.

In dit scenario is verondersteld dat internationaal de risicoaversie toeneemt, waarbij risicopremies wereldwijd met 100 basispunten oplopen (Tabel 5). Dit leidt tot een abrupte neerwaartse daling van aandelenkoersen en een afname van het vertrouwen van consumenten en producenten.⁴ Daardoor wordt de groei van de binnenlandse vraag in EME's geraakt. Achterliggend spelen de onzekere vooruitzichten over de Chinese economie (de grootste binnen de EME's) een belangrijke rol, gezien de impact van China op de wereldhandel en -vraag. Dit zet extra druk op de economische vooruitzichten van andere opkomende economieën. Dat alles resulteert in kapitaaluitstroom uit EME's en een forse depreciatie van hun wisselkoersen. Uiteindelijk valt het volume van de voor Nederland relevante wereldhandel in 2019 1,2% en in 2020 1,4% lager uit dan in de raming.

3 Op het moment van afsluiten van deze publicatie, beliep de overwaardering van Amerikaanse en Europese aandelen grofweg 20%, afgemeten aan de Schiller *cyclically adjusted price-to-earnings* (CAPE) ratio.

4 Deze oplopende risicopremies en dalende aandelenkoersen zijn in historisch opzicht niet ongevoel en komen bijvoorbeeld overeen met de marktreactie die volgde op de aankondiging van het afbouwen van het Amerikaanse opkoopprogramma in mei 2013, de zogenoemde 'taper talk'.

Tabel 5 Uitgangspunten scenario wereldwijde financiële onrust

Procentuele afwijking van het centrale pad, tenzij anders vermeld

	2019	2020
Internationaal		
Binnenlandse vraag EME's	-2	-2
Wisselkoers EME's (USD)	-10	-10
Risicopremie wereldwijd (bps)	100	100
Producentenvertrouwen wereldwijd	-10	0
 Aandelenkoers VS	 -8,8	 -5,7
Voor Nederland:		
Volume relevante wereldhandel	-1,2	-1,4
Concurrentenprijs	-1,6	-1,9
Olieprijs	-1,6	-1,1
Aandelenkoers	-14,0	-9,0

Bron: DNB en ECB.

Toelichting: Schokken langdurig toegediend vanaf 2019K1; uitgangspunten op basis van historische analyse en ECB-berekeningen; zonder monetaire beleidscorrectie in EME's; Producentenvertrouwen afgemeten aan de EU Economic Sentiment indicator (ESI); Nederlandse uitgangspunten op basis van het meerlandenmodel NiGEM.

De gevolgen van deze wereldwijde financiële onrust zijn voor Nederland aanzienlijk (Tabel 6). De lagere groei van de relevante wereldhandel vertaalt zich via de uitvoer in een neerwaarts effect op de bbp-groei. Die valt 0,5 procentpunt en 0,3 procentpunt lager uit dan in de raming, waardoor de werkloosheid in 2020 oploopt tot iets boven de 4% van de beroepsbevolking. De lagere productiegroei en het tanende producentenvertrouwen zorgen bovendien voor lagere bedrijfsinvesteringen, vooral zichtbaar in 2020. Lagere aandelenkoersen, lagere huizenprijzen, afnemend consumentenvertrouwen en oplopende werkloosheid hebben een fors drukkend effect op de particuliere consumptie in 2020. De afnemende vraag, lagere invoerprijzen en lagere olieprijs zorgen voor een dempende werking op de inflatie, die in 2020 0,2 procentpunt lager uitkomt. In lijn met de lagere groei en hogere werkloosheid verslechteren de overheidsfinanciën, resulterend in een begrotingssaldo van -0,1% bbp in 2020, wat 0,5 procentpunt lager is dan in de raming.

Tabel 6 Resultaten scenario wereldwijde financiële onrust

Procentuele mutaties, tenzij anders vermeld

	2019	Vershil met raming	2020	Vershil met raming
Bruto binnenlands product	1,2	(-0,5)	1,4	(-0,3)
Particuliere consumptie	1,5	(-0,2)	1,1	(-0,5)
Bedrijfsinvesteringen	1,1	(-0,8)	1,4	(-1,3)
Uitvoer goederen en diensten	1,9	(-1,3)	3,2	(-0,3)
Invoer goederen en diensten	2,7	(-1,0)	3,6	(-0,4)
Consumentenvertrouwen	16,3	(-4,2)	12,7	(-6,0)
Contractloon bedrijven	2,6	(0,0)	2,7	(-0,3)
Geharmoniseerde consumentenprijsindex	2,7	(0,0)	1,6	(-0,2)
Prijsindex bestaande koopwoningen	5,4	(-0,1)	2,6	(-0,2)
Werkloosheid (% beroepsbevolking)	3,7	(0,1)	4,1	(0,5)
EMU-saldo (% bbp)	0,8	(-0,2)	-0,1	(-0,5)

Bron: DNB.

DeNederlandscheBank

EUROSYSTEEM

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