

Economische ontwikkelingen

De wereldwijde economische opleving heeft zich in het eerste kwartaal verbreed, met een overtuigend herstel in het eurogebied. Ook de Amerikaanse economie is in het eerste kwartaal krachtig gegroeid, zich herstellend van een tijdelijke terugval. Zowel in het eurogebied als de vs loopt de inflatie op. In eerste instantie komt dit door de verder stijgende energieprijzen, maar sinds kort neemt ook de onderliggende inflatie toe. In Nederland krijgt de economische groei een bredere basis, met name door de aantrekkelijke binnenlandse bestedingen. De arbeidsmarkt herstelt zich, met een dalende werkloosheid, terwijl op deelmarkten inmiddels tekorten dreigen. De Nederlandse inflatie is laag vergeleken met het eurogebied. Bij een uitsplitsing van de inflatie blijken de laagste prijsstijgingen te zijn geconcentreerd bij de verhandelbare goederen. De verhandelbare goederen hebben een snelle afname van de inflatie doorlopen, mede onder druk van toenemende internationale concurrentie. In het laatste half jaar is een omslag zichtbaar. Onder andere door de hogere energieprijzen neemt de inflatie van verhandelbare goederen weer toe.

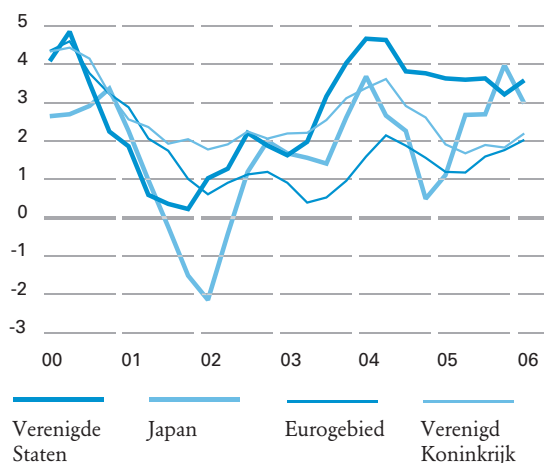
Mondiale economische groei blijft hoog

Hoger dan verwachte economische groeicijfers markeerden het eerste kwartaal van dit jaar (zie grafiek 1). Het Amerikaanse bruto binnenlands product (bbp) groeide met 3,6% en in het eurogebied trok de groei aan naar 1,9%. Ook in Japan bleef het groeitempo hoog; met 3% groei in het eerste kwartaal was de terugval minder groot dan verwacht na het zeer gunstige vierde kwartaal van vorig jaar. De mondiale economische groei was in 2005 al hoger dan eerder was verwacht. Volgens het Internationale Monetaire Fonds (IMF) kwam de groei in 2005 uit op 4,8%, wat een half procentpunt hoger is dan het IMF in september nog verwachtte. In het eerste kwartaal hield de groei niet alleen aan, maar bleek deze ook geografisch breder te zijn gespreid, onder meer door het Europese groeiherstel. De blijvend gunstige economische ontwikkelingen zijn des te meer verrassend in het licht van de aanzienlijk hogere energieprijzen.

Voor de eerste helft van dit jaar wijzen de vertrouwensindicatoren op een aanhoudend voorspoedige economische situatie. In de eerste vier maanden steeg het producentenvertrouwen zowel in de vs, in het eurogebied, als in Nederland (zie grafiek 2). Voor dit jaar voorspelt het IMF een mondiale groei van 4,9%. Het gunstige basisscenario kent echter een aantal, inmiddels algemeen onderkende, neerwaartse risico's: de steeds

Grafiek 1 Economische groei

Procentuele mutaties ten opzichte van vorige overeenkomstige kwartaal



Bron: Thomson Financial.

groter wordende betalingsbalans-onevenwichtigheden, de oplopende energieprijzen en de toenemende waarschijnlijkheid van een definitieve omslag in het renteklimaat. Het risico van een vogelgriep пандеміе is als vierde risico aan dit rijtje toe te voegen.

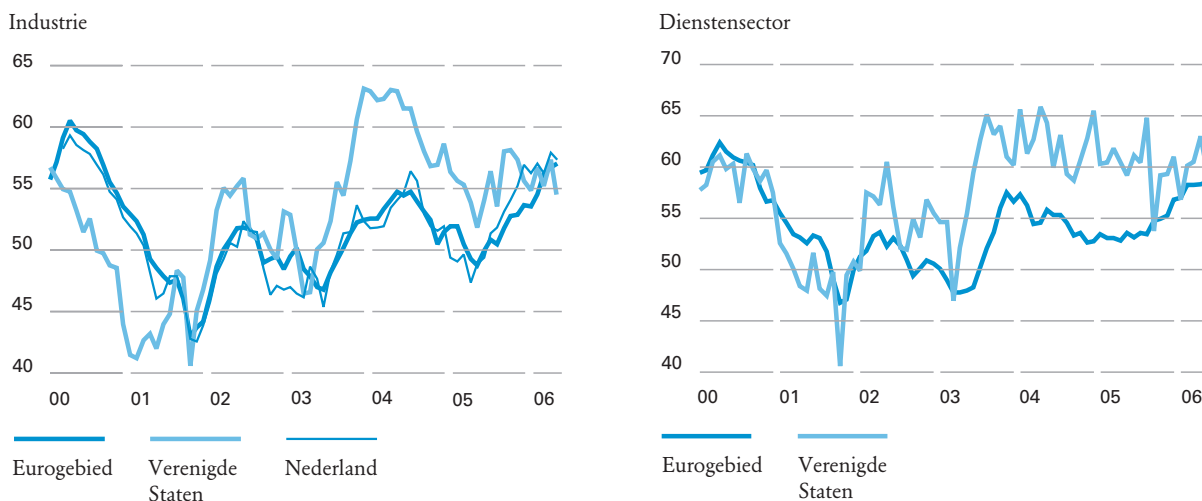
Solide groei in Japan en opkomende economieën

In het fiscale jaar tot 1 april groeide het Japanse bbp met 3,1% ten opzichte van het voorafgaande jaar, het hoogste groeicijfer van het laatste decennium. Na een uitbundige groei in het vierde kwartaal van vorig jaar (4%) volgde zoals verwacht een lichte correctie, maar met 3% in het eerste kwartaal is er nog steeds sprake van een solide groeitempo. Alles wijst er op dat deze expansie, die in 2002 begon, steviger is gefundeerd dan eerdere oplevingen. Vooral het aandeel van de binnenlandse bestedingen is belangrijk hoger dan in het verleden. Japanse bedrijven hebben aanzienlijke financiële herstructureeringen achter de rug en een flinke toename van de winsten. Als gevolg daarvan zijn de investeringen hersteld. In het eerste kwartaal van dit jaar was er een krachtige stijging van de bestellingen voor nieuwe machines.

De particuliere consumptie in Japan trekt eveneens aan (3,3% groei in het laatste kwartaal van 2005 en 2,2% in het eerste kwartaal). Dit hangt samen met het herstel van de arbeidsmarkt. Sinds eind 2004 is de werkgelegenheid met bijna 1% gegroeid. De werkloosheid daalt al enige maanden en lag in april op 4,1%, het laagste cijfer

Grafiek 2 Producentenvertrouwen

Inkoopmanagersindex



Toelichting: 50 = Geen verandering met voorafgaande maand.
Bron: NTC Research.

sinds juli 1998. Volgens enquêtes beginnen bedrijven in sommige sectoren al krapte op de arbeidsmarkt te ervaren. Het aantrekken van de Japanse economie komt ook tot uitdrukking in de inflatie. Na enkele jaren van deflatie stijgen de consumentenprijzen sinds enkele maanden weer. In april bedroeg de inflatie 0,4% (ten opzichte van april 2005). Ook de kerninflatie – de stijging van de consumentenprijzen exclusief voeding en energie – was positief (0,2% in april). Dit is een teken dat de verhouding tussen vraag en aanbod geleidelijk evenwichtiger wordt.

Het monetaire beleid van de Japanse centrale bank is recent in belangrijke mate gewijzigd. In maart kondigde de Bank of Japan aan een einde te maken aan het beleid van *quantitative easing*, waarbij de banken van ruime hoeveelheden liquiditeiten worden voorzien. Voorlopig wordt de officiële rente nog op 0% gehouden. De periode van de *zero-interest-rate policy* duurt nu vijf jaar. Bij marktpartijen overheerst de verwachting dat de Japanse centrale bank in de loop van dit jaar voor het eerst de rente weer zal gaan verhogen.

Ook in de opkomende economieën bleef de groei uitbundig. China, waarvan de economie inmiddels een omvang heeft van ruim 15% van de wereldeconomie, groeide in het eerste kwartaal met ruim 10%. Dit hoge groeipeil ging gepaard met een zeer gematigde inflatie. In 2005 stegen de consumentenprijzen slechts 1,8%, tegen 3,8% in 2004. De Chinese groei steunt vooral op de export. Het handelsoverschot in 2005 was ruim USD

100 miljard. Door de jarenlange overschotten, bij een vrijwel vaste wisselkoers, zijn de vreemde-valuta-reserves van het land aanzienlijk opgelopen. Vooral in de laatste twee jaar zijn de reserves spectaculair gestegen. Eind 2003 waren de reserves ruim USD 400 miljard, eind 2005 was dit meer dan verdubbeld tot USD 822 miljard.

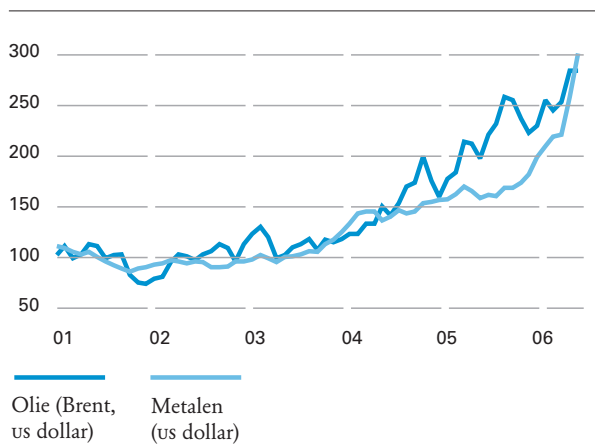
Grondstoffenprijzen: vraag naar olie stagneert

De stijging van de energie- en andere grondstoffenprijzen blijft aanhouden (zie grafiek 3). Al sinds begin 2002 loopt de olieprijs op. In 2005 steeg de olieprijs in het eurogebied met circa 45% (in EUR). Na een lichte afname eind 2005 liep de prijs sinds februari weer op en ligt inmiddels met EUR 55 per vat weer boven het niveau van september vorig jaar, de periode van de orkanen in de vs. Grafiek 4 illustreert de prijsstijging van energieproducten in reële termen, dat wil zeggen, gecorrigeerd voor de algemene prijsstijging.

Naast olie, zijn het laatste half jaar ook de prijzen van andere grondstoffen sterk gestegen. Zo neemt recent de prijs van steenkool weer toe. Door de groei-vertragings in Europa en Japan daalde de kolenprijs de laatste jaren. Een remmende factor was ook de toeneemende productiecapaciteit, onder meer in China. Inmiddels begint vanuit China zelf de vraag naar kolen dermate op te lopen dat de wereldmarktprijs scherp begint te stijgen. Een ongekennde prijsstijging doet zich ook al enige tijd voor bij metalen. Tussen december en mei stegen de metaalprijzen gemiddeld met 50%.

Grafiek 3 Olie- en metaalprices

2001=100



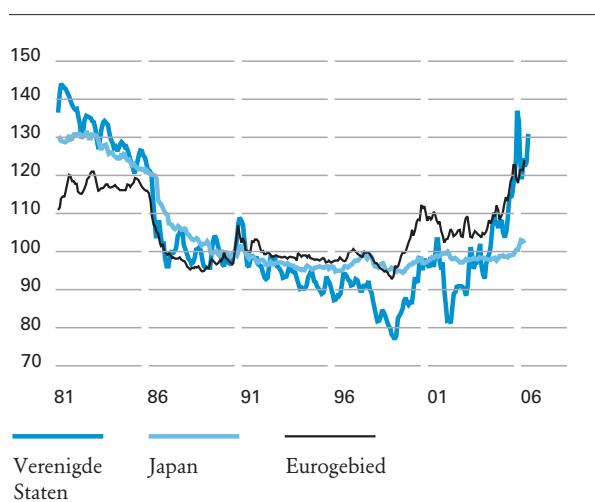
Bron: Thomson Financial en HWWA.

Vooral koper is snel duurder geworden, tot medio mei met 75%. Daarna trad een neerwaartse correctie op. De prijzen zijn echter niet ingestort en handhaven zich vooralsnog op een (historisch) hoog niveau. Hoewel minder gewaardeerd als grondstof, maar meer als beleggingsobject, is ook de goudprijs fors gestegen. Op 11 mei noteerde goud het hoogste niveau in 26 jaar op USD 720 (per troy ounce). Daarna daalde de prijs tot USD 650, nog altijd ruim boven de prijs van het begin van het jaar (rond USD 510).

De gemeenschappelijke trend in de prijzen van energieproducten en andere grondstoffen suggereert dat de wereldwijde groei van de laatste jaren de belang-

Grafiek 4 Reële energieprijzen

Januari 1990=100



Bron: Thomson Financial en OESO.

rijkste drijvende kracht achter de prijsstijging van grondstoffen is. Dit komt voor een groot deel door de snelle groei in de Aziatische economieën. Naast deze vraagfactor spelen ook kostenfactoren een rol. Zo werkt de hogere olieprijs door in de productiekosten van veel metalen. Vaak zijn dit zeer energie-intensieve producten. Verder nemen de productiekosten toe doordat grondstoffenwinning inmiddels vaak in minder goed bereikbare locaties plaatsvindt. Bij de olieprijs is de afnemende reservecapaciteit in het raffinageproces van ruwe olie van belang. Tot slot speelt de wereldwijde vraag naar grondstoffen als beleggingsobject een rol. *Hedge funds* hebben zich de laatste jaren op de grondstoffenmarkten gericht. Er zijn ook aanwijzingen dat pensioenfondsen en andere grote beleggers meer in grondstoffen zijn gaan beleggen.

Sinds het begin van dit jaar lijkt het belang van het mondiale economische groeierstel voor de prijsstijging van olie af te nemen. Vanaf januari 2006 stagneert namelijk de wereldwijde vraag naar ruwe olie. Terwijl de vraag in de periode 2004-2005 met gemiddeld 7% groeide (over de twaalf voorafgaande maanden), was de groei in februari afgenomen naar 1,5%. In de Westerse industriële landen is de groei zelfs vrijwel tot 0% gedaald. Daarmee lijkt het er op dat de sterke prijsstijgingen inmiddels tot negatieve volume-effecten in de olieconsumptie hebben geleid. De substantiële prijsstijging van ruwe olie moet daarom sinds het begin van het jaar waarschijnlijk vooral aan andere factoren worden toegeschreven, zoals internationale onzekerheid over het aanbod, bijvoorbeeld wegens politieke risico's in Iran, Nigeria en Zuid-Amerika.

Half mei ontstond forse onrust op de financiële markten. Een hoger dan verwacht inflatiecijfer in de VS was voor beleggers aanleiding om de kans op verdere renteverhogingen hoger in te schatten. In een week daalden de koersen van aandelen met enkele procenten. Ook andere beleggingen, zoals leningen aan opkomende economieën en beleggingen in grondstoffen, verloren aan waarde. Hoewel daarna een herstel optrad lijkt de volatiliteit op een hoger niveau te zijn beland. De risicoaversie onder beleggers (zoals gemeten door zakenbank Merrill Lynch) steeg als gevolg van de heftiger koersbewegingen, maar leek eind mei niet uitzonderlijk hoog.

Verenigde Staten: economie blijft op hoog groeipad

Na een forse terugval van de economische groei in het laatste kwartaal van 2005, volgde in het eerste kwartaal

zoals verwacht een groeiherstel (zie tabel 1). Dit herstel was te verwachten, omdat de terugval in de voorafgaande maanden vooral door speciale oorzaken kwam. Zo waren de autoverkopen om administratieve redenen tijdelijk lager en kampte de productie in de zuidelijke staten met de gevolgen van de orkanen Katrina en Rita. Door dit volatiele kwartaalpatroon heen kijkend, blijkt het bbp de laatste twee kwartalen gemiddeld met 3,5% te zijn gegroeid (geannualiseerd). Ten opzichte van het voorafgaande jaar groeide het bbp in het eerste kwartaal van dit jaar met 3,6%. Dit betekent dat de Amerikaanse economie zich nog steeds op een hoog groeipad bevindt. De laatste voorspelling van het IMF is een groei van gemiddeld 3,4% in 2006, wat maar weinig afwijkt van de gerealiseerde groei in 2005 (3,5%).

De winstgevendheid van Amerikaanse bedrijven is hoog en de condities op de financiële markten zijn gunstig, wat een gezond investeringsklimaat betekent. In de laatste twee kwartalen groeiden de investeringen met gemiddeld 6,6% (geannualiseerd). Niettemin steunt de groei nog steeds zwaar op de particuliere consumptie. De bijdrage van de consumptie aan de jaar-op-jaargroei van het bbp (3,6%) was in het eerste kwartaal 2,4 procentpunt. Gemiddeld geven Amerikaanse consumenten

ten meer uit dan zij aan inkomen ontvangen; in maart was de spaarquote van gezinnen -0,8% van het besteedbare inkomen. De negatieve spaarquote is goed verklaarbaar omdat de waardevermindering van het vermogen, vooral bestaande uit eigen woningen, een extra bron van inkomsten vormt. Deze waardevermindering is eenvoudig in liquide middelen om te zetten vanwege de gunstige hypotheekvoorwaarden. Naast aflossingsvrije hypotheekleningen worden nu zelfs hypotheekleningen aangeboden waarin de te betalen rente voor een bepaalde periode wordt meegefinancierd.

Voor de verdere ontwikkeling van de Amerikaanse bestedingen is daarom de huizenmarkt van belang. Aan de periode van uitbundige huizenprijstijgingen is geleidelijk een einde gekomen. Het aantal woningverkopen neemt af. In sommige regio's is de omslag al veel duidelijker zichtbaar en groeit het aantal gedwongen verkopen. Een belangrijke oorzaak van deze afkoeling is de stijgende hypotheekrente, die nu op het hoogste percentage van de laatste vier jaar staat. Daarnaast daalt de vraag naar tweede woningen en naar onroerend goed als beleggingsobject. Dat een minder hoge groei van de huizenprijzen – zonder een daadwerkelijke correctie in de zin van dalende prijzen – de groei van de particuliere

Tabel 1 Bestedingen Verenigde Staten

Procentuele mutaties respectievelijk procentpunten

	2004	2005	2004				2005				2006
			I	II	III	IV	I	II	III	IV	I
Procentuele mutaties ten opzichte van direct voorafgaande periode ¹											
Bbp	4,2	3,5	4,3	3,5	4,0	3,3	3,8	3,3	4,1	1,7	5,3
Particuliere consumptie	3,9	3,5	4,7	1,9	4,4	4,3	3,5	3,4	4,1	0,9	5,2
Private investeringen	9,7	8,1	7,0	15,1	8,4	7,2	7,0	9,6	8,0	3,9	9,3
<i>ICT investeringen</i>	13,6	13,0	17,1	10,4	8,4	9,2	20,2	14,5	11,1	8,4	18,0
Overheidsbestedingen	2,2	1,8	3,3	2,3	1,8	0,9	1,9	2,5	2,9	-0,8	4,3
Export	8,4	6,9	5,1	6,9	5,4	7,1	7,5	10,7	2,5	5,0	14,7
Import	10,7	6,3	12,0	14,5	4,7	11,3	7,4	-0,2	2,4	12,1	12,8
Bijdragen aan bbp-groei; procentpunten ²											
Particuliere consumptie	2,7	2,5	3,3	1,3	3,1	3,1	2,5	2,4	2,9	0,6	3,7
Private investeringen	1,5	1,3	1,1	2,4	1,4	1,2	1,2	1,6	1,4	0,7	1,6
<i>ICT investeringen</i>	0,6	0,6	0,8	0,5	0,4	0,5	1,0	0,7	0,6	0,5	1,0
Overheidsbestedingen	0,4	0,3	0,6	0,4	0,3	0,2	0,3	0,4	0,5	-0,1	0,8
Voorraadvorming	0,4	-0,3	0,6	0,9	-0,6	0,0	0,3	-2,3	-0,5	1,9	-0,2
Netto export	-0,8	-0,3	-1,3	-1,6	-0,2	-1,1	-0,4	1,2	-0,1	-1,4	-0,5

¹ Geannualiseerd.

² Door statistische verschillen tellen bijdragen niet geheel op tot de bbp-groei.

Bron: Thomson Financial.

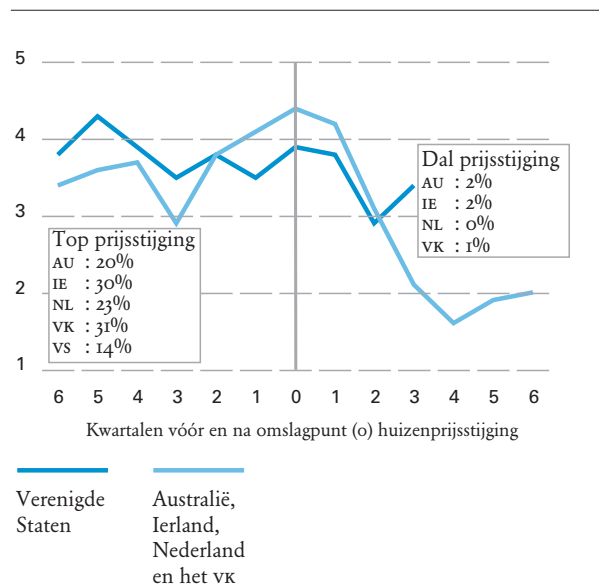
re consumptie kan afremmen wordt geïllustreerd door grafiek 5. De gemiddelde consumptiegroei in Nederland, Ierland, het VK en Australië nam duidelijk af na de piek van de huizenmarkt, ondanks dat de huizenprijzen in die landen niet eens daalden. In de VS ligt de consumptiegroei, drie maanden na de piek op de huizenmarkt, nog steeds op een relatief hoog niveau.

De Federal Reserve (Fed), de Amerikaanse centrale bank, heeft inmiddels zestien keer achter elkaar de rente met een kwart procentpunt verhoogd. De *federal funds rate*, het officiële rentetarief, is daarmee sinds juni 2004 verhoogd van 1% naar 5%. De nieuwe voorzitter van de Fed, Ben Bernanke, heeft aangegeven dat er mogelijk een pauze in de reeks renteverhogingen wordt aangebracht. Op die manier kan de Fed rekening houden met de vertraging waarmee renteverhogingen in de regel doorwerken in de economie. Daarnaast bestaat de mogelijkheid dat de bestedingen enigszins zullen worden afgeremd door het afvlakken van de huizenprijsstijging, zoals hierboven aangegeven.

De Fed gaf bij de laatste renteverhoging aan geen grote inflatiedruk te zien. De energieprijzen werken, aldus de Fed, nog maar bescheiden door in de kerninflatie, de inflatieverwachtingen zijn beperkt en de arbeidskosten per eenheid product stijgen niet te sterk (1,4% jaar-op-jaar in het eerste kwartaal). Nadien bleek de Amerikaanse inflatie (consumentenprijsindex, cpi)

Grafiek 5 Consumptiegroei na afvlakken huizenprijsstijging

Procentuele mutaties ten opzichte van vorige overeenkomstige kwartaal



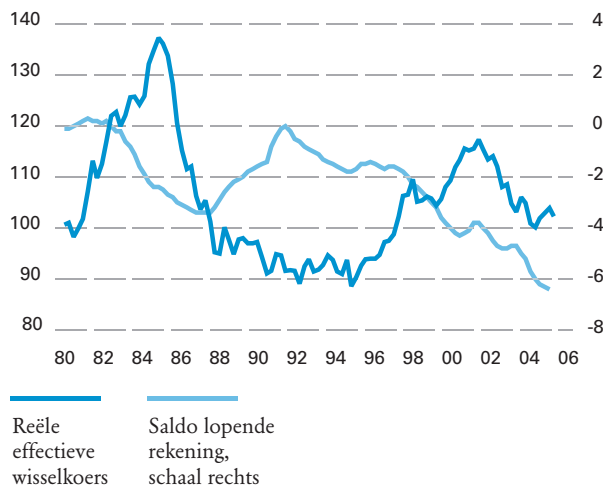
Bron: Thomson Financial.

in april te zijn opgelopen naar 3,6%. Vooral door de energieprijzen is de inflatie sinds begin 2004 gestegen van zo'n 2% naar ruim 3,5%. Ook de cpi-kerninflatie in april was met 2,3% onverwacht hoog. Wellicht is dit een signaal dat de hogere energieprijzen langzamerhand beginnen door te werken in de prijs van andere producten. Voor een deel stijgt de kerninflatie echter ook door het hoge prijsniveau dat de huizenmarkt inmiddels heeft bereikt. Potentiële huizenkopers zijn daardoor steeds minder in staat een woning te financieren en zijn gedwongen om een woning te huren of te blijven huren. Dit zet de huren onder druk, die – anders dan de kooprijzen – meewegen in de inflatie. De inflatie volgens de maatstaf die de voorkeur heeft van de Fed, de deflator van de particuliere consumptie exclusief energie en volatiele producten, laat eveneens een toename zien. In april steeg deze kerninflatie van 2,0 naar 2,1%. De geringe groei van de Amerikaanse arbeidskosten hangt samen met de hoge groei van de arbeidsproductiviteit (2,5% jaar-op-jaar in het eerste kwartaal). De tegenhanger hiervan is een nog steeds wat tegenvallende groei van de werkgelegenheid, zeker in het licht van de huidige fase van de economische expansie. Tussen mei 2005 en mei 2006 groeide de werkgelegenheid met 1,4% (werknemers, exclusief landbouw). De werkloosheid ligt met 4,6% op een laag niveau.

Het tekort op de Amerikaanse lopende rekening zal dit jaar volgens ramingen oplopen naar 6,5% van het bbp. Op de lange termijn is een tekort van een dergelijke omvang niet houdbaar, ook niet voor de VS. Dit gegeven maakt de Amerikaanse economie kwetsbaar voor een omslag in het sentiment van beleggers, die nu in feite het lopende-rekeningtekort financieren. Daardoor kan de koers van de dollar onder druk komen te staan, met als gevolg een scherpe stijging van de kapitaalmarktrente en een neergang van de economie. Een geleidelijke depreciatie van de dollar zou het aanpassingsproces van het lopende-rekeningtekort kunnen ondersteunen, met minder ernstige gevolgen voor de reële economie. Op dit moment lijkt het erop dat dit scenario zich voordoet. Na een waardestijging gedurende het grootste deel van 2005, is de effectieve wisselkoers van de dollar sinds eind vorig jaar weer aan het dalen (zie grafiek 6). In nominale termen is de dollarkoers ten opzichte van de euro tussen eind december en eind mei met 8% gedaald. Ten opzichte van de laatste piek, begin 2002, is de effectieve dollarkoers tot nu toe met zo'n 15% gedaald. Ter vergelijking, het lopende-rekeningtekort begon in 1988 pas te verbeteren na een depreciatie met ruim 30%.

Grafiek 6 Lopende rekening en wisselkoers Verenigde Staten

Index 1980 = 100 respectievelijk procenten bbp



Herstel in het eurogebied zet door

Het vorig jaar begonnen herstel van de economische groei in het eurogebied zet door. In het eerste kwartaal groeide het bbp – volgens de eerste cijfers – met 0,6% ten opzichte van het laatste kwartaal van vorig jaar (zie tabel 2). Gemeten ten opzichte van het eerste kwartaal van 2005 kwam de groei uit op 1,9%. Dit ligt dicht bij de potentiële groei, wat betekent dat de *output gap* niet verder toeneemt. Voor heel 2006 voorspelt de Europese Commissie een groeivoet van 2,1%. De gunstige vooruitzichten blijken ook uit voorlopende indicatoren. Bij de producenten ligt het vertrouwen op het hoogste niveau sinds eind 2000. Al een jaar lang is nu een vrijwel constante toename van het vertrouwen zichtbaar. In de dienstensector is het vertrouwensherstel wat minder spectaculair, maar ook daar ligt het vertrouwen inmiddels op het hoogste niveau sinds 2000. Een andere indicator voor een economische opleving is het hogere groeitempo van de industriële productie in het eurogebied. Deze versnelde van 2,9% in december naar 3,8% in maart (zie grafiek 7). Een positief signaal geeft

Tabel 2 Bestedingen eurogebied

Procentuele mutaties respectievelijk procentpunten

	2004	2005	2004				2005				2006
			I	II	III	IV	I	II	III	IV	I
Procentuele mutaties ten opzichte van direct voorafgaande periode											
Bbp	1,8	1,4	0,8	0,4	0,3	0,1	0,4	0,4	0,7	0,3	0,6
Binnenlandse vraag	1,8	1,7	0,5	0,3	0,7	0,4	0,0	0,6	0,7	0,5	0,3
<i>Particuliere consumptie</i>	1,4	1,4	0,6	0,1	0,2	0,9	0,1	0,3	0,5	0,1	0,7
<i>Overheidsconsumptie</i>	1,1	1,4	0,0	0,2	0,4	-0,2	0,3	0,6	0,7	0,0	0,5
<i>Investerings</i>	1,9	2,5	0,5	0,5	0,3	0,6	0,2	1,4	1,0	0,3	0,3
Export	5,9	4,1	1,9	2,3	0,6	0,8	-0,2	1,5	2,8	0,7	3,1
Import	6,2	4,9	1,3	2,1	1,9	1,5	-1,0	2,0	2,9	1,3	2,5
Bijdrage aan bbp-groei; procentpunten ¹											
Binnenlandse vraag	1,7	1,6	0,5	0,3	0,7	0,4	0,0	0,6	0,7	0,5	0,3
<i>Particuliere consumptie</i>	0,8	0,8	0,3	0,1	0,1	0,5	0,0	0,2	0,3	0,1	0,4
<i>Overheidsconsumptie</i>	0,2	0,3	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1
<i>Investerings</i>	0,4	0,5	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,3	0,2	0,1	0,1
<i>Voorraadvorming</i>	0,3	0,1	0,1	0,1	0,5	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,4	-0,2
Netto export	0,0	-0,2	0,3	0,1	-0,5	-0,2	0,3	-0,2	0,0	-0,2	0,3
<i>Export</i>	2,3	1,6	0,7	0,9	0,2	0,3	-0,1	0,6	1,1	0,3	1,3
<i>Import</i>	-2,2	-1,8	-0,5	-0,8	-0,7	-0,6	0,4	-0,8	-1,1	-0,5	-1,0

¹ Door statistische verschillen tellen bijdragen niet geheel op tot de bbp-groei.

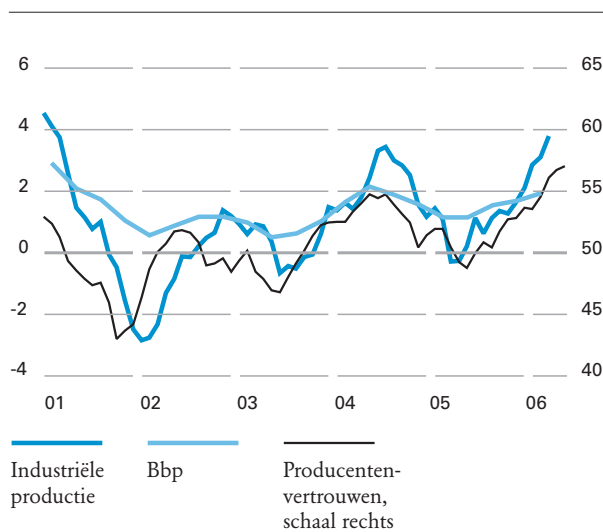
Bron: Thomson Financial.

ook de bezettingsgraad in de industrie, die volgens enquêtegegevens nu overtuigend boven het langjarig gemiddelde (82%) is gekomen. Sinds eind 2001 is dit niveau niet meer bereikt.

In Duitsland herstelde de bbp-groei ten opzichte van het voorafgaande kwartaal van 0% in het vierde kwartaal vorig jaar naar 0,4% in het eerste kwartaal. Ondanks dit herstel, viel het groeicijfer wat tegen omdat de hoge verwachtingen op basis van vertrouwensindicatoren niet uitkwamen. Zo kwam de Ifo-indicator van het producentenvertrouwen in april voor de vijfde achtereenvolgende maand hoger uit. Daarmee lag deze indicator op het hoogste niveau sinds de Duitse eenwording in 1991. Dit droeg bij aan een optimistische toon in het traditionele voorjaarsrapport van de zes Duitse economische instituten. Dit rapport ging uit van 1,8% groei in 2006, wat het hoogste groeicijfer van de laatste zes jaar zou betekenen. De Europese Commissie voorspelde voor Duitsland – nog voordat het groeicijfer over het eerste kwartaal bekend werd – een groei van 1,7% in 2006; het IMF raamde een groei van slechts 1,3%. Het IMF is vooral pessimistisch over het herstel van de Duitse arbeidsmarkt, wat een noodzakelijke voorwaarde is voor een substantieel herstel van de bestedingen.

Grafiek 7 Economische groei, industriële productie en producentenvertrouwen eurogebied

Procentuele mutaties ten opzichte van vorige overeenkomstige periode respectievelijk niveaus



Toelichting: Het producentenvertrouwen is gebaseerd op de maandelijkse enquête gehouden onder inkoopmanagers (PMI).
Bron: Eurostat en NTC Research.

Niettemin zet de Europese arbeidsmarkt zijn voorzichtige herstel voort. Werkgelegenheidsgroei is essentieel voor het herstel van de consumptie in het eurogebied. In het laatste kwartaal van 2005 was de werkgelegenheidsgroei 0,8%. Dit betekent dat de werkgelegenheid in de loop van 2005 stabiel groeide; ook in de eerdere kwartalen was de groei 0,8%. In lijn met de aantrekende economische groei verwacht de Europese Commissie in de loop van dit jaar weer een herstel van de werkgelegenheidsgroei, naar gemiddeld 0,9%.

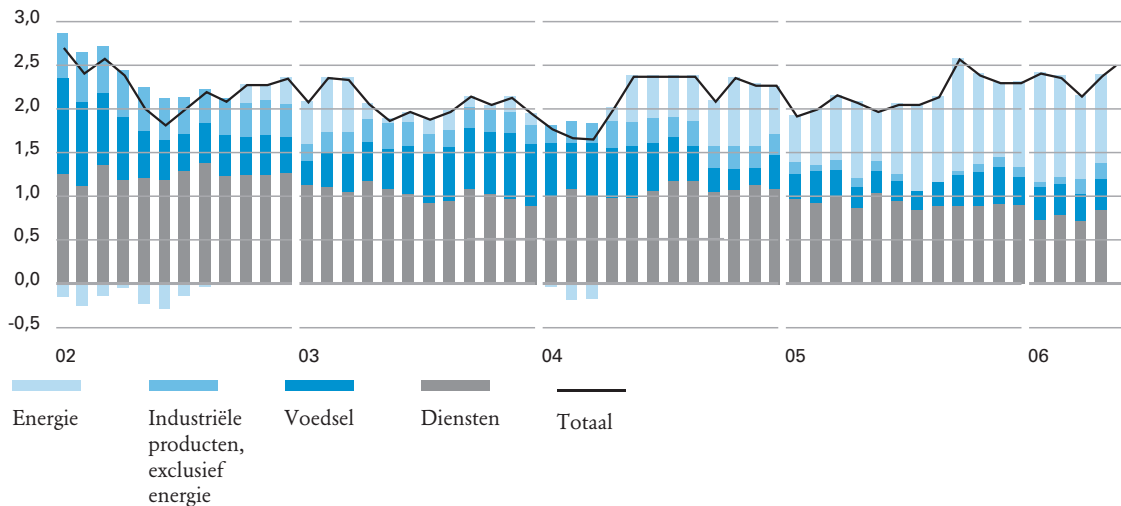
De Europese werkloosheid daalt, zij het eveneens in een langzaam tempo. In april kwam de werkloosheid in het eurogebied op 8,0% van de beroepsbevolking. Een jaar daarvoor was de werkloosheid nog 8,7%. Nederland had in april de laagste werkloosheid van het eurogebied (3,8%, volgens de definitie van Eurostat). Duitsland, Spanje, België en Frankrijk hebben nog steeds relatief hoge werkloosheidspercentages (respectievelijk 8,2%, 8,3%, 8,4% en 8,9%). Vergeleken met een jaar geleden is de Duitse werkloosheid aanzienlijk gedaald: in april 2005 was nog 9,9% van de beroepsbevolking werkloos. Vervolgens daalde de werkloosheid snel, naar 8,6% in september. Om statistische redenen steeg het cijfer vervolgens weer, naar 9,5% in december, om daarna weer flink te dalen, naar 8,2% in april. Op de verwachtingen van Duitse consumenten had dit volatiele verloop weinig invloed. De werkloosheidsverwachtingen vertonen sinds medio vorig jaar een dalende trend en liggen sinds september onder het langjarige gemiddelde.

De inflatie in het eurogebied steeg in mei naar 2,5% (volgens de *flash*-raming, de eerste officiële schatting van Eurostat), tegen 2,2% in maart en 2,4% in april (grafiek 8). Dit is vooral het gevolg van de olieprijsontwikkeling. Duurdere autobrandstoffen droegen in april 0,5 procentpunt bij aan de inflatie. Een zelfde bijdrage leverde de prijsstijging van gas en olie voor verwarming. In totaal steeg de prijs van energie in april met 11%, wat een bijdrage aan de inflatie van 1 procentpunt betekende. Door de stijgende olieprijs en de daarvan afgeleide producten zoals brandstof, is het risico op doorwerking in de prijzen van andere producten weer toegenomen. Sinds januari geven bedrijven zelf in toenemende mate aan dat zij verwachten de prijzen van producten te gaan verhogen. Dit wordt weerspiegeld in een licht hogere inflatie van de industriële goederenprijzen exclusief energie. De kerninflatie liep eveneens op, van 1,4% in maart naar 1,6% in april.

Terwijl de hoge prijsstijging van energie een steeds groter aandeel in de totale inflatie inneemt, werd dit tot voor kort nog gedeeltelijk gecompenseerd door een lichte afname van het aandeel van de prijsstijging van

Grafiek 8 Inflatie eurogebied

Procentuele bijdragen aan HICP-inflatie; maandcijfers



Toelichting: April 2006 *flash*-raming Eurostat.
Bron: Eurostat.

diensten (zie grafiek 8). Tussen mei 2005 en maart 2006 nam de bijdrage van diensten aan de inflatie af van 1,0 naar 0,7 procentpunt. Een tegenvallende ontwikkeling is dat de bijdrage van diensten in april weer opliep naar 0,9 procentpunt. Daarmee leggen de prijzen van diensten nog steeds een stevige 'bodemp' in de Europese inflatiecijfers. Dit is grotendeels verklaarbaar, omdat diensten traditioneel een lagere groei van de arbeidsproductiviteit kennen dan de industrie, terwijl de lonen zich in beide sectoren vergelijkbaar ontwikkelen. Daarnaast kennen diensten gemiddeld minder concurrentie dan andere sectoren van de economie en zijn ze door hun beperkte internationale verhandelbaarheid minder gevoelig voor externe prijsdruk als gevolg van globalisering.

De Duitse cpi-inflatie is in april opgelopen naar 2,0%, tegen 1,8% in maart. In de metaalsector werd een loonakkoord gesloten van 3% (de loonstijging in 2005 was gemiddeld 2,7%). Omdat de arbeidsproductiviteit in de industrie het afgelopen jaar met ongeveer 5% is gestegen, lijken de inflatoire risico's van deze loonstijging beperkt.

Monetaire ontwikkelingen en rentebeleid

In juni heeft de Raad van Bestuur van de ECB besloten het belangrijkste rentetarief, de basisherfinancieringsrente, te verhogen met 25 basispunten. De basisherfinancieringsrente is daarmee vastgesteld op 2,75%. De rentestap volgde op de eerdere renteverhogingen van 25

basispunten in december 2005 en maart 2006. De renteverhoging werd ingegeven door een verslechtering van de vooruitzichten van prijsstabiliteit in het eurogebied. De renteverhoging draagt bij aan het verankeren van de inflatieverwachting op een niveau dat overeenstemt met prijsstabiliteit.

Opwaartse risico's domineren de vooruitzichten voor prijsstabiliteit in het eurogebied. Zoals hiervoor beschreven liep de inflatie in mei, onder invloed van de hogere energieprijzen, op naar 2,5% (*flash*-raming). Tegelijkertijd trekt de economische groei in het eurogebied aan, wat de kans doet toenemen dat per saldo de hogere energieprijzen gaan doorwerken in de lonen en de overige prijzen. De inflatieverwachtingen voor 2006 en 2007, maandelijks door Consensus Economics gepubliceerd onder de grote zakenbanken, zijn in mei iets opgelopen naar 2,1%, tegen 2,0% in de eerste vier maanden van het jaar.

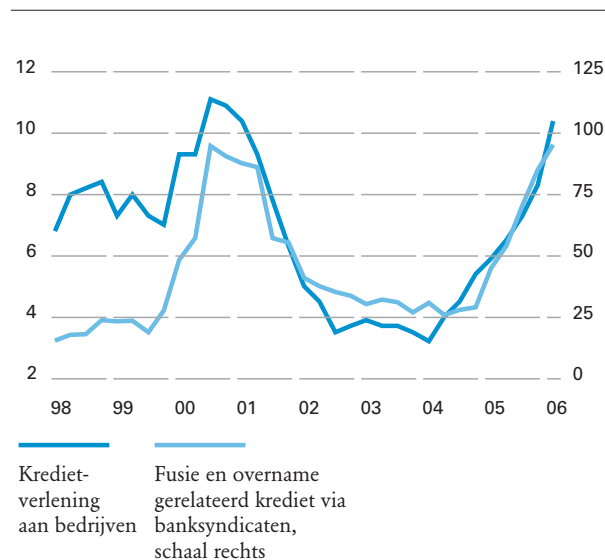
Ook de monetaire analyse duidt op risico's voor de prijsstabiliteit op de middellange tot lange termijn. De groei van de bancaire kredietverlening in het eurogebied liep in het eerste kwartaal van 2006 verder op naar 8,9% op jaarbasis en bevestigde daarmee het beeld van een aantrekkende conjunctuur. De kredietverlening aan de private sector nam toe met 10,7% op jaarbasis, terwijl de groei van de kredieten aan de overheid afnam. Deze bedroeg 2,1% op jaarbasis in het eerste kwartaal 2006 tegenover 3,3% in het laatste kwartaal van 2005. Ook de grote banken rapporteerden wederom een stijging van

de vraag van bedrijven naar kortlopende bancaire kredieten. Dit zijn voornamelijk handels- en overbruggingskredieten, die doorgaans samenhangen met een groeiende bedrijvigheid. Grafiek 9 laat zien dat de kredietverlening in het eurogebied sterk samenhangt met fusies en overnames. De fusies en overnames nemen krachtig toe, wat er op wijst dat de economische activiteit verder toeneemt en dat het vertrouwen van bedrijven in de toekomst groeit. Ook de hypothecaire kredietverlening in het eurogebied loopt verder op (zie grafiek 10).

De hoge kredietgroei komt ook tot uitdrukking in de groei van deposito's. Na een tijdelijke afname van de groei van de geldhoeveelheid in het laatste kwartaal van 2005 nam de groei in het eerste kwartaal weer toe tot gemiddeld 8,1%. Door de oplopende rente is het aandeel van rekening-couranttegoeden in de groei van M3 iets afgenomen, terwijl het aandeel van deposito's met een vaste looptijd van maximaal twee jaar is toegenomen. De groei van deze deposito's nam in het eerste kwartaal toe tot 12,6% op jaarbasis, in december 2005 was het nog 6,6%. De lagere groei van kortlopende deposito's is mede te verklaren doordat de hogere rente meer doorwerkt via de rente op spaardeposito's dan via de rente op rekening-couranttegoeden. De desbetreffende tarieven zijn in deze periode met 35, respectievelijk 5 basispunten gestegen. Dit versterkt de prikkel

Grafiek 9 Kredietverlening en M&A-activiteit in het eurogebied

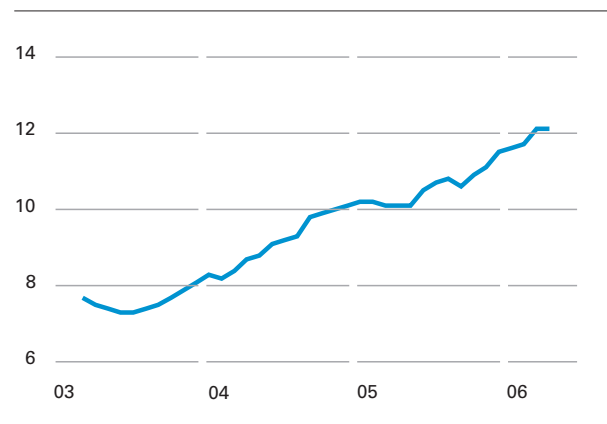
Procentuele mutaties ten opzichte van vorige overeenkomstige kwartaal respectievelijk vierkwartaalsommen in miljarden euro's



Bron: ECB en BIS.

Grafiek 10 Hypothecair krediet eurogebied

Procentuele mutaties ten opzichte van vorige overeenkomstige maand



Bron: ECB.

om geld over te maken van korte naar langer lopende deposito's.

Nederland: breed gedragen herstel

De Nederlandse economie groeide in het eerste kwartaal – volgens voorlopige cijfers, gecorrigeerd voor seizoen- en werkdageffecten – met 0,2% ten opzichte van het voorafgaande kwartaal. Ondanks dit bescheiden kwartaalcijfer is de economie in het afgelopen jaar flink gegroeid. Ten opzichte van het eerste kwartaal van 2005 was de groei 2,9%, de hoogste groei in vijf jaar. De kwartaalcijfers van 2005 zijn door het CBS significant bijgesteld ten opzichte van eerdere cijfers. Vooral het oorspronkelijk nogal grote verschil tussen het eerste en tweede kwartaal van vorig jaar is minder groot geworden. Niettemin blijft het economische herstel in de loop van 2005 duidelijk zichtbaar (zie tabel 3). Dit zet zich volgens de jongste voorspellingen voort in 2006: de bbp-groei versnelt dit jaar naar 2,5% (zie *De Nederlandse economie in 2006-2008: een voorspelling met MORKMON*, elders in dit Kwartaalbericht).

De particuliere consumptie laat voor het eerst sinds lange tijd weer een flinke groei zien. In het eerste kwartaal was de groei 2,9% ten opzichte van een jaar eerder. Een gunstig signaal is het herstel van het aandeel van de duurzame consumptiegoederen in de totale consumptie (8% groei). Dit is in lijn met het stijgende consumentenvertrouwen van de afgelopen acht maanden. Daarin is vooral het oordeel over het economische klimaat in het komende jaar sterk verbeterd. Ook bedrijven zetten hun toenemende vertrouwen weer om in hogere beste-

Tabel 3 Bestedingen Nederland

Procentuele mutaties respectievelijk procentpunten

	2004	2005	2004				2005				2006
			I	II	III	IV	I	II	III	IV	
Procentuele mutaties ten opzichte van direct voorafgaande periode											
Bbp	1,7	1,1	1,4	-0,1	0,4	-0,1	0,0	0,7	0,7	0,6	0,2
Particuliere consumptie	0,0	0,3	1,1	-0,6	-0,1	-0,4	0,3	0,4	0,4	-0,1	-1,1 (2,2)
Particuliere investeringen ¹	4,9	3,1	4,3	-1,9	1,0	0,6	-2,0	5,2	4,4	-5,4	0,0
Overheidsbestedingen	-0,8	0,2	-0,8	0,1	-0,8	0,7	-1,0	0,3	1,2	0,7	4,8 (-1,2)
Export	8,5	5,9	1,7	3,7	2,6	3,7	-2,9	3,9	1,2	1,2	0,9
Import	7,8	5,1	1,4	3,3	1,6	5,1	-4,2	4,0	1,7	1,0	0,7
Bijdragen aan bbp-groei; procentpunten ²											
Particuliere consumptie	0,0	0,2	0,5	-0,3	0,0	-0,2	0,1	0,2	0,2	0,0	-0,6 (1,1)
Particuliere investeringen ¹	0,8	0,5	0,7	-0,3	0,2	0,1	-0,3	0,8	0,7	-0,9	0,0
Overheidsbestedingen	-0,2	0,1	-0,2	0,0	-0,2	0,2	-0,3	0,1	0,3	0,2	1,3 (-0,3)
Voorraadvorming	0,2	-0,5	0,3	-0,4	0,3	0,3	-0,8	-0,1	0,0	0,1	-0,1
Netto export	0,9	0,9	0,3	0,5	0,8	-0,6	0,7	0,2	-0,2	0,3	0,2

¹ Exclusief voorraadvorming.² Door statistische verschillen tellen de bijdragen niet op tot de bbp-groei.³ De getallen tussen haakjes zijn gecorrigeerd voor veranderingen in het zorgstelsel.

Bron: CBS.

dingen. De particuliere investeringen groeiden met 4,0% (jaar-op-jaar). Het herstel van de investeringen doet zich over meerdere sectoren voor. De investeringen in computers blijven groeien, terwijl nu ook de investeringen in machines, transportmiddelen en bedrijfsgebouwen aantrekken, waar die vorig jaar nog werden ingekrompen (zie grafiek II).

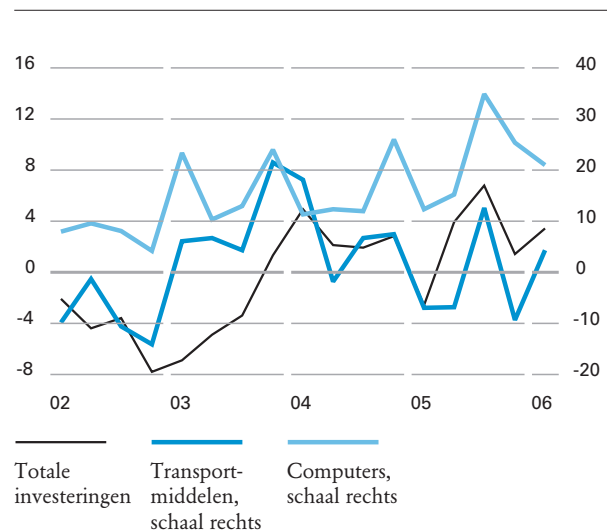
Vergeleken met de voorafgaande kwartalen is de groei van de export wat minder groot. Dit is conform het gebruikelijke beeld van een economische opleving. In eerste instantie neemt de groei toe door een aantrekende export, waarna de binnenlandse bestedingen het herstel geleidelijk overnemen. De bijdrage van het uitvoersaldo aan de kwartaalgroei liep dan ook licht terug naar 0,2 procentpunt. In de jaar-op-jaargroei (2,9%) daalde de bijdrage van het uitvoersaldo eveneens, van 1 procentpunt in het vorige kwartaal naar 0,5 procentpunt. De vooruitzichten voor de uitvoer op de korte termijn zijn gunstig. Zo wijst de inkoopmanagersindex voor exportorders op een versnelling van de uitvoergroei in de eerste helft van dit jaar.

Voor de langere termijn zijn de omstandigheden voor verdere uitvoergroei eveneens gunstig. De belangrijkste factor is het herstel van de prijsconcurrentiepositie die medio vorig jaar inzette en die volgens de voor-

spellingsen – na een lichte verslechtering dit jaar – in de komende jaren verder zal verbeteren. De prijsconcurrentiepositie wordt gewoonlijk weergegeven aan de

Grafiek II Investeringen

Procentuele mutaties ten opzichte van vorige overeenkomstige kwartaal



Bron: CBS.

hand van de loonkosten, uitgedrukt per eenheid product en gemeten ten opzichte van concurrenten. Voor zover loonkosten worden doorberekend in de uitvoerprijzen is dit een goede indicator van de relatieve uitvoerprijzen. De laatste vijf jaren is de stijging van de loonkosten echter in mindere mate dan vroeger doorberekend in de uitvoerprijzen. Ook de recente daling van de loonkosten is minder sterk doorberekend in de uitvoerprijzen. Voor een deel betekent dit dat exporteurs de laatste jaren hun winstmarge hebben zien teruglopen. Voor zover exporteurs marktaandeel willen behouden is dit een aannemelijke verklaring. Daarnaast is de laatste jaren een drastische toename van de wederuitvoer opgetreden. Deze goederen, die niet in Nederland worden geproduceerd, staan veel minder onder invloed van de binnenlandse kostenontwikkeling. Ook in het eerste kwartaal bestond de uitvoergroei voor een groot deel uit wederuitvoer. Dit betekent dat de ontwikkeling van de Nederlandse uitvoer meer dan in het verleden afhankelijk is geworden van prijsontwikkelingen op de wereldmarkt en minder van binnenlandse (loon)kostenontwikkelingen.

De Nederlandse arbeidsmarkt bevindt zich duidelijk in de herstelfase (zie grafiek 12). Na ruim drie jaren krimp was er in het eerste kwartaal van dit jaar voor het eerst weer sprake van een groeiend arbeidsvolume. Dit betekent dat de werkgelegenheid nu ook in arbeidsuren

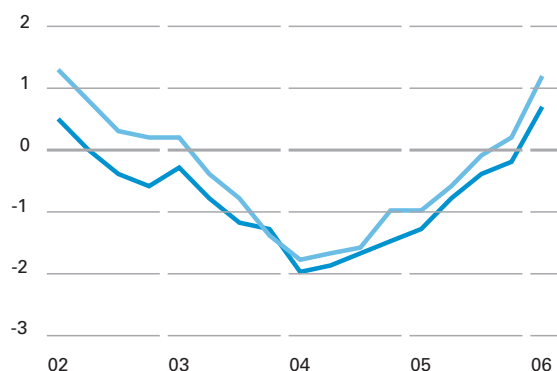
uitgedrukt toeneemt. Eerder al, in het laatste kwartaal van 2005, bleek dat er weer groei zit in het aantal banen, dat wil zeggen, ongeacht het aantal uren per baan. De sterke groei van het aantal uitzendbanen (al sinds eind 2004) is de belangrijkste oorzaak van het verschil in groeitempo tussen het arbeidsvolume en het aantal banen, omdat uitzendwerk veelal geen voltijdbanen betreft. In de huidige fase van de conjunctuur zijn werkgevers nog voorzichtig met het aanstellen van vaste arbeidskrachten en wordt de extra productie voor een deel opgevangen met tijdelijke aanstellingen of uitzendkrachten. Daarnaast past het groeiende aandeel van deeltijdwerk en uitzendbanen in het beeld van een meer structureel veranderende arbeidsmarkt, met een toenemende participatie van vrouwen en een toenemend belang van flexibilisering.

De werkloosheid blijft verder dalen. In de maanden februari tot en met april waren gemiddeld 427 duizend mensen werkloos. Ten opzichte van de beroepsbevolking was de werkloosheid 6%, tegen 7% een jaar eerder. Sinds augustus vorig jaar is de werkloosheid nu maandelijks afgenomen. Op basis van voorlopende indicatoren was de omslag op de arbeidsmarkt al eerder aangekondigd. Grafiek 12 laat zien dat het aantal verleende ontslagvergunningen sinds begin vorig jaar een duidelijke afname vertoont. In het eerste kwartaal verleende het Centrum voor Werk en Inkomen (cwi) bijna 27%

Grafiek 12 Arbeidsmarkt

Werkgelegenheid

Procentuele mutaties ten opzichte van vorige overeenkomstige kwartaal

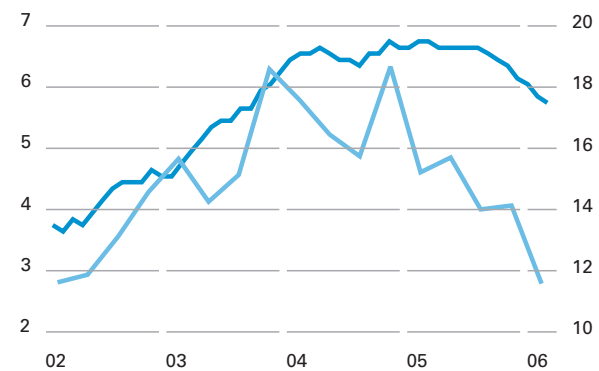


Arbeids-
volume
werknemers

Banen
werknemers

Verleende ontslagvergunningen en werkloosheid

Procenten beroepsbevolking respectievelijk duizenden



Werkloos-
heid,
maandcijfers,
seizoen-vrij

Verleende
ontslag-
vergunningen,
kwartaalcijfers,
schaal rechts

Bron: CBS en CWI.

minder ontslagvergunningen om bedrijfseconomische redenen. Ook neemt sinds medio 2003 het aantal vacatures weer toe. Sinds het derde kwartaal van vorig jaar blijft het aantal openstaande vacatures stabiel. Wel neemt het aantal nieuwe en vervulde vacatures nog toe, wat er op duidt dat werknemers meer vertrouwen hebben in een succesvolle overstap naar een andere baan. Daarbij is het opmerkelijk dat in dit stadium van herstel van de arbeidsmarkt al de eerste berichten verschijnen waarin op het risico van tekorten aan arbeidskrachten wordt gewezen. Werkgeversorganisaties verwachten dit jaar of volgend jaar een krappe arbeidsmarkt. De metaalsector meldt nu al in zijn herstel te worden gehinderd door krapte op de arbeidsmarkt. Bij de machinebouw en het onderhoud zijn de grootste tekorten aan gekwalificeerd personeel, volgens de Metaalunie.

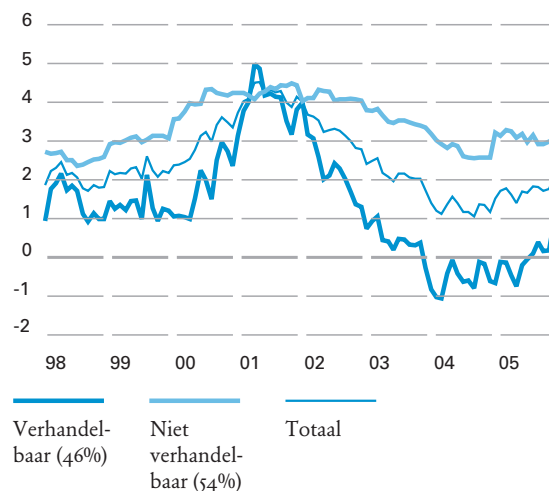
De loonkosten ontwikkelen zich nog steeds zeer gematigd. In het vierde kwartaal stegen de loonkosten 2,3% ten opzichte van een jaar eerder. Over geheel 2005 lagen de loonkosten eveneens 2,3% hoger dan in 2004. Daarmee is de stijging het laagste sinds 1997. De loonkostenstijging in het vierde kwartaal van 2005 loopt niet veel uiteen tussen de bedrijfstakken. Het hoogst was de loonkostenstijging in de industrie met 3,0%, het laagst in het onderwijs met 1,7%. In het vierde kwartaal stegen de CAO-lonen, de belangrijkste component van de loonkosten, met 0,9%. Daarmee blijkt de CAO-loonstijging op te lopen na het laagste punt van 0,5% in het tweede kwartaal van 2005. Voor geheel 2006 komen de tot medio mei afgesloten CAO's tot een stijging van 1,8%.

In april liep de cpi-inflatie in Nederland met 0,2 procentpunt op naar 1,2%, gevolgd door een verdere stijging naar 1,3% in mei. Daarmee kwam een einde aan een periode van dalende inflatie. In december stegen de prijzen nog met 2,0%. Het grootste deel van de afname sindsdien is het gevolg van overheidsmaatregelen, met name de afschaffing van het gebruikersdeel van de OZB. Daardoor ligt de inflatie gedurende geheel 2006 op een ongeveer 0,5 procentpunt lager niveau. In april en mei steeg de inflatie vooral door de hogere benzineprijzen. De inflatie werd daarentegen neerwaarts beïnvloed door de lagere prijzen voor het verhandelen van effecten via internet. Daardoor daalden de prijzen van financiële diensten met ruim 3%.

Deze prijsdaling bij een component van de diensteninflatie is een welkome ontwikkeling, omdat – zoals ook hierboven voor het eurogebied uiteengezet – de diensteninflatie al langere tijd een bodem in de inflatie legt. Een manier om dit te illustreren is grafiek 13. Daarin wordt een onderscheid gemaakt tussen de infla-

Grafiek 13 Inflatiecomponenten

Procentuele mutaties ten opzichte van vorige overeenkomstige maand



Bron: CBS.

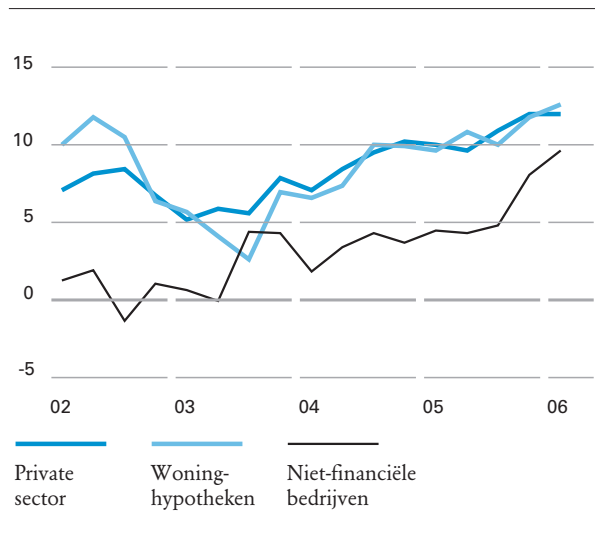
tie van internationaal verhandelbare en niet-verhandelbare goederen en diensten. In de praktijk behoren de diensten grotendeels tot de niet-verhandelbare goederen. Het blijkt dat de lage Nederlandse inflatie is geconcentreerd bij de verhandelbare goederen. Opmerkelijk is dat de discrepantie tussen deze beide categorieën sinds begin 2002 fors is opgelopen. Verhandelbare goederen hebben een snelle neerwaartse aanpassing van de inflatie doorlopen, mede onder druk van toenemende internationale concurrentie. In het laatste halfjaar is echter te zien dat de inflatie van verhandelbare goederen, door de energieprijzen, weer begint op te lopen. Tegelijkertijd neemt de inflatie bij de niet-verhandelbare goederen af, deels door incidentele factoren, onder meer bij de kosten van kinderopvang.

Krachtige groei van kortlopende kredieten aan bedrijven

De kredietverlening van banken aan bedrijven is in de eerste drie maanden van het jaar opnieuw gegroeid ten opzichte van een jaar geleden. De toename bedroeg 9,6%; wat de hoogste groei is sinds het tweede kwartaal van 2001, kort na de laatste conjunctuurpiek (zie grafiek 14). Sinds het dieptepunt van de neergang, drie jaar geleden, groeit de kredietverlening aan niet-financiële bedrijven met gemiddeld bijna 5% per jaar. Banken hebben echter nog tot eind vorig jaar hun korte kredietverlening zien teruglopen (looptijd minder dan 1 jaar). Gedurende voorafgaande vier jaar sloten de niet-financiële bedrijven per saldo uitsluitend nog langlopende

Grafiek 14 Bancaire kredietverlening aan de private sector in Nederland

Procentuele mutaties ten opzichte van vorige overeenkomstige kwartaal



gen de woningprijzen op een hoog niveau en stijgen de prijzen nog steeds, waarbij de mate van prijsstijging zelfs weer oploopt. In 2005 was de huizenprijsstijging 4,5%, volgens gegevens van het Kadaster. Het laatste half jaar was de prijsstijging wat hoger, in de twaalf maanden tot en met april stegen de woningprijzen met 5,5%.

1 Het Financieele Dagblad, 21 maart 2006.

leningen af. Pas in het laatste kwartaal van vorig jaar herstelde de korte kredietverlening zich krachtig, met een groei van 8,6%, gevolgd door een nog hogere groei van 10,2% in het eerste kwartaal. De lange kredietverlening groeide in het eerste kwartaal eveneens fors, met 9,3%. Het aanhoudende herstel van de kortlopende kredietverlening aan bedrijven is een signaal dat bedrijven hun balansherstructurering hebben afgerond, voor zover die was gericht op het verlengen van de gemiddelde looptijd van de schulden. Inmiddels is de financiële soliditeit van de bedrijven verbeterd. De nettowinst van de grootste beursgenoteerde bedrijven groeide vorig jaar met bijna 29%, het hoogste percentage van de afgelopen vijf jaar.¹ Dit kwam vooral dankzij hogere omzetten en minder door kostenbesparingen.

De bancaire kredietverlening in de vorm van woninghypotheken maakt sinds twee jaar een sterke groei door, van gemiddeld ruim 10%. In de eerste drie maanden van dit jaar versnelde dit naar een groei van 12,6% (ten opzichte van eerste drie maanden van 2005). Hierbij geldt als kanttekening dat de hypotheekgroei bij banken gepaard gaat met een al enige jaren krimpende hypotheekverlening bij verzekeraars en pensioenfondsen. De hoge groei van de bancaire hypotheekverlening hangt samen met de nog steeds lage rente, hoewel het dieptepunt van de renteontwikkeling inmiddels is gepasseerd. De kapitaalmarktrente steeg van 3,3% in december naar 3,9% in april. Door de lage rentestand zijn tweede hypotheekleningen en oversluitingen (met een hogere lening) nog steeds aantrekkelijk. Daarnaast lig-