

Economische ontwikkelingen

Na een florissante economische groei in de eerste helft van dit jaar lijkt enige groeivertraging van de wereldeconomie in de tweede helft waarschijnlijk. De wereldgroei kan worden getemperd door de hoge olieprijs, door de verkrapting van het monetaire beleid in verscheidene regio's en door de afzwakkende Amerikaanse groei, waar de impuls van de huizenmarkt wegvalt en de vooruitzichten voor de consumptie minder rooskleurig zijn. Daarentegen ontwikkelt Azië zich nog voorspoedig, terwijl het eurogebied een sterke binnenlandse dynamiek vertoont, met een goede stemming in het bedrijfsleven en een aantrekkelijke consumptiegroei. De Nederlandse groei versnelt bij een opvallend sterk aantrekkelijke arbeidsmarkt. Naast de export en de investeringen vormt de consumptie inmiddels een additionele groeimotor in ons land.

Toenemende onzekerheden in de wereldeconomie

In het tweede kwartaal hield de wereldeconomie het hoge groeitempo van de laatste twee jaar goed vol. Weliswaar viel de groei in de vs en in Japan iets terug – naar respectievelijk 3,6 procent en 2,5 procent op jaarbasis – maar in het eurogebied trok de groei verder aan tot 2,6 procent en de Chinese groei kwam zelfs uit op 11,3 procent. Ervan uitgaande dat de overige regio's de groei voert van de laatste kwartalen voortzetten, komt de groei van de wereldeconomie in het tweede kwartaal uit boven de 5 procent, overeenkomend met die in de afgelopen 2 jaar. Dergelijke florissante groeicijfers zijn sinds het begin van de jaren zeventig niet meer vertoond.

Voor de tweede helft van dit jaar zijn de vooruitzichten onzekerder, getuige bijvoorbeeld de hogere beursvolatiliteit in de vs en in andere wereldregio's in de afgelopen maanden. De belangrijkste risico's voor de wereldeconomie zijn momenteel de mondiale doorwerking van een verdere Amerikaanse groeivertraging en de als gevolg van hoge olie- en grondstoffenprijzen aanhoudende inflatedruk die noopt tot hogere beleidsrentes. Van begin mei tot midden juni daalden wereldwijd de aandelenkoersen, waarna gedurende de maanden juli en augustus een herstel optrad, met name omdat de vrees voor verdere renteverhogingen in de vs wegebe. Ondanks het koersherstel lijkt een groeivertraging van de wereldeconomie in de tweede helft waarschijnlijk.

Mondiale doorwerking verdere Amerikaanse groeivertraging
De mondiale beurzen reageerden, zowel in positieve als in negatieve zin, sterk op Amerikaanse groei- en infla-

tiecijfers. Dit hield verband met de onzekerheid over de ingezette Amerikaanse groeivertraging en over de beleidsreactie van de Federal Reserve (Fed) hierop, gegeven de aanhoudend hoge Amerikaanse inflatie. Ook beurzen buiten de vs lieten relatief grote koersschommelingen zien. Dat een verdere Amerikaanse groeivertraging andere wereldregio's onberoerd laat, mag immers onwaarschijnlijk worden geacht. Met uitzondering van specifieke periodes, zoals de Aziëcrisis in 1998, vallen pieken en dalen in de wereldgroei grotendeels samen met de Amerikaanse conjunctuurcyclus (grafiek 1).

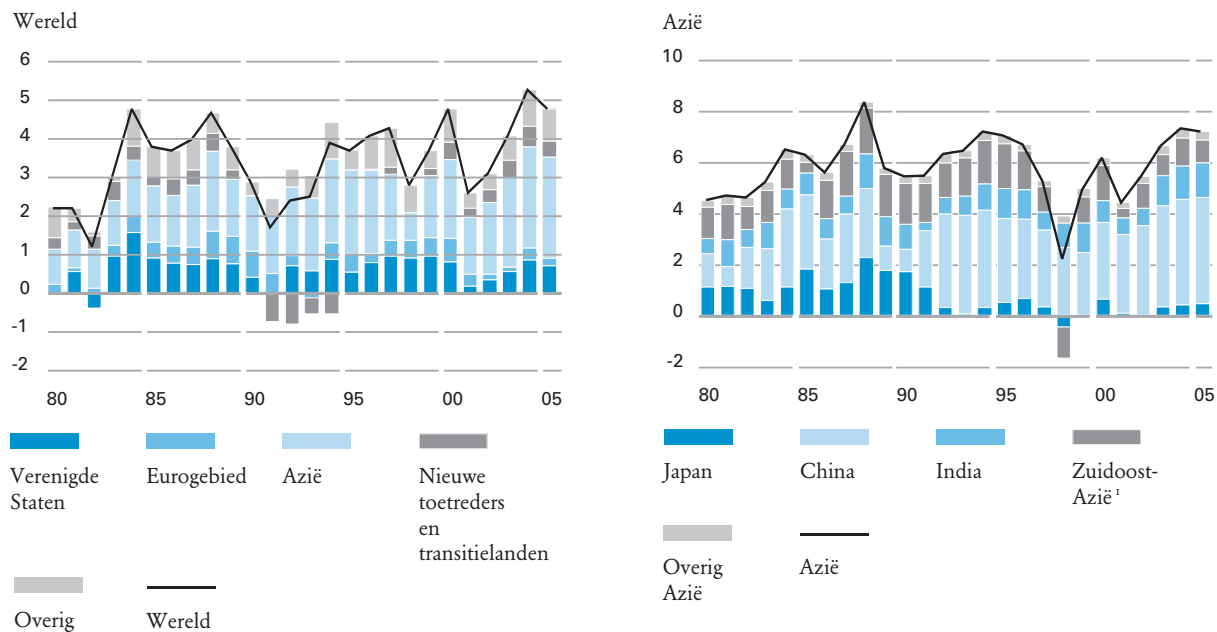
Zo werkt de Amerikaanse consumptie via de importvraag door in de exportafzet van andere wereldregio's. Vooral in de huidige mondiale conjunctuurcyclus is dit een factor van belang geweest, gelet op het in de afgelopen jaren in versneld tempo opgelopen tekort op de Amerikaanse lopende rekening. Dit tekort wordt weerspiegeld in lopende rekening overschotten in olie exporterende landen (Rusland en Midden Oosten), grondstoffen exporterende landen (Latijns Amerika), en in Aziatische lage lonenlanden (grafiek 2). Verder kan het gelijk opgaan van de Amerikaanse groei en de wereldgroei worden verklaard uit gelijktijdige veranderingen in het externe klimaat. Andere werelddelen ondervinden net als de vs momenteel hinder van de sterk stijgende grondstoffenprijzen, de hoge olieprijs, en van de uit deze twee factoren voortkomende inflatedruk.

Indien de Amerikaanse groei in de tweede helft van dit jaar verder afzwakt, zal van de andere regio's een grotere groeibijdrage moeten komen om de wereldgroei op peil te houden. Een groeiversnelling in het eurogebied kan in ieder geval enig tegenwicht geven. Door de sterke binnenlandse dynamiek in het eurogebied is dat zelfs bij een verdere Amerikaanse groeivertraging niet uitgesloten. Een Aziatische groeiversnelling zou echter meer gewicht in de schaal leggen. Immers, terwijl het aandeel van het eurogebied in het mondiale bruto binnenland product (bbp), gemeten in koopkrachtpariteiten, sinds begin jaren tachtig is gedaald van 20,2 procent tot 14,8 procent, is het aandeel van Azië over dezelfde periode juist gestegen van 20,6 procent tot 36,7 procent. In die expansie was China in de afgelopen decennia de grote groeimotor (grafiek 1).

Momenteel steunt de sterke Aziatische economische groei, net als in het afgelopen decennium, voor een belangrijk deel op de exportgroei. Zo bouwde China in zeer korte tijd een enorm handelsoverschot met de vs

Grafiek 1 Regionale bijdragen aan de wereldgroei

Procentuele mutaties en procentpunten



Toelichting: De resultaten wijzigen indien de bijdragen niet op basis van koopkrachtpariteiten maar op basis van wisselkoersen worden gewaardeerd.

¹ Zuidoost-Azië: Filippijnen, Indonesië, Hongkong, Maleisië, Taiwan, Singapore, Thailand en Zuid-Korea.
Bron: IMF.

en het eurogebied op. Tegelijkertijd is er met de eigen regio een handelstekort omdat veel Chinese exportproducten zijn samengesteld uit onderdelen die uit andere Aziatische landen afkomstig zijn. Door deze exportafhankelijkheid zal de Aziatische regio niet immuun zijn voor een verdere Amerikaanse groeivertraging en lijkt een hogere Aziatische bijdrage aan de wereldgroei alleen mogelijk als ter compensatie van de afzwakken de Amerikaanse importvraag de Aziatische binnenlandse vraag aantrekt.

Inflatedruk en stijgende beleidsrentes

Naast een verder afzwakken Amerikaanse groei zijn er nog andere neerwaartse risico's voor de wereldeconomie. Tot midden augustus nam de olieprijs weer verder toe, tot over de 75 dollar per vat als gevolg van de spanningen tussen Israël en Libanon. Nadat de resolutie van de Verenigde Naties over een bestand werd getekend, viel de olieprijs weer terug. Bezien vanaf 2000 is de olieprijs ongeveer verdriedouwd. Terwijl de grondstoffenprijzen vanaf 2002 meer dan verdubbeld zijn.

Deze hogere olie- en grondstoffenprijzen leiden tot hogere producentenprijzen. In verschillende regio's ligt de stijging van de producentenprijzen in recente maanden

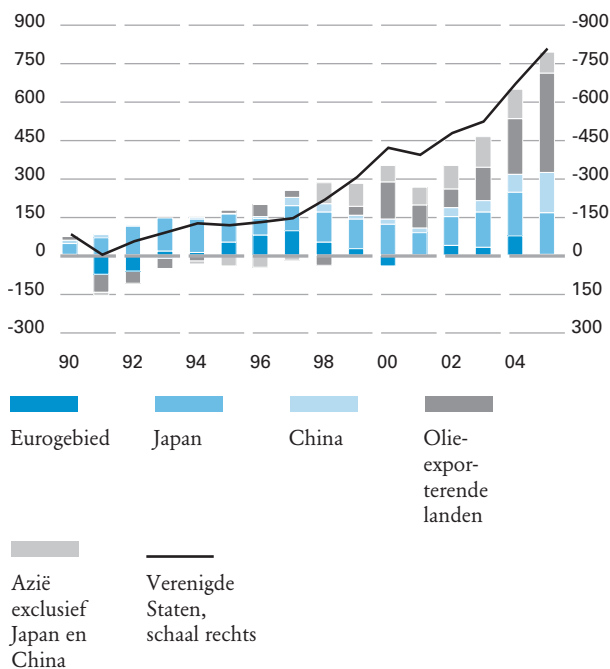
den rond 4 procent op jaarbasis. Dit vindt ook steeds meer haar weg naar de consumentenprijsinflatie, die in recente maanden weer opliep, na een daling in de eerste helft van dit decennium naar een relatief laag niveau (grafiek 3). De bovengemiddelde bezettingsgraad maakte bedrijven wereldwijd minder terughoudend bij de doorberekening van kostenstijgingen aan de afnemers. Om de inflatedruk in te tomen, verhoogden centrale banken in de vs, Japan, het eurogebied en elders in het afgelopen kwartaal hun beleidsrentes (grafiek 4).

Afzwakking van de Amerikaanse groei

De groei van de Amerikaanse economie zwakt af. In het tweede kwartaal bedroeg de groei nog maar 2,9 procent (geannualiseerd) ten opzichte van het voorgaande kwartaal, na een niveau van 5,6 procent in het eerste kwartaal (tabel 1). Behalve de investeringen droegen alle componenten positief bij aan de Amerikaanse groei in het tweede kwartaal. Tegelijk met de publicatie van het tweede kwartaalcijfer werd de groei over de afgelopen drie jaar met 0,3 procentpunt per jaar naar beneden bijgesteld.

Grafiek 2 Mondiale betalingsbalans- onevenwichtigheden

Miljarden usd

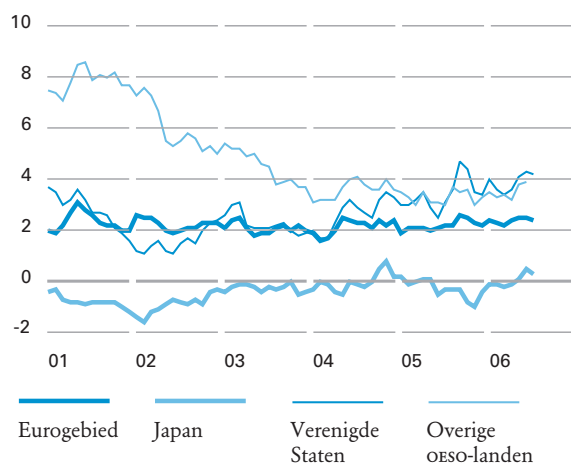


Bron: IMF.

Ten opzichte van het tweede kwartaal van 2005 ligt de Amerikaanse groei met 3,6 procent nog altijd op een redelijk hoog niveau. Bij nadere beschouwing is de

Grafiek 3 Mondiale inflatie

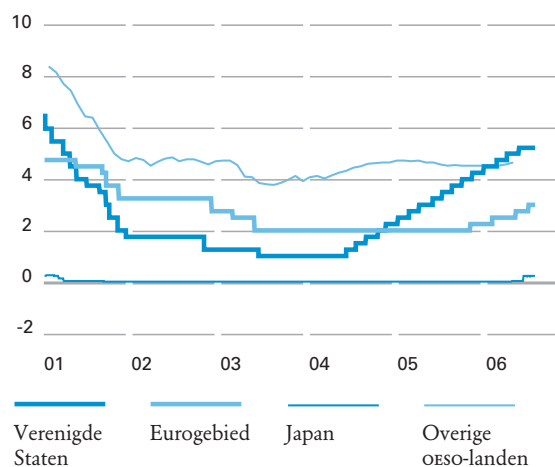
Procentuele mutaties ten opzichte van vorige overeenkomstige maand



Bron: Thomson Financial.

Grafiek 4 Mondiale beleidsrentes

Dag- en maandcijfers; procenten



Bron: Thomson Financial.

recente opleving echter veel minder uitbundig dan de voorgaande. Gerekend vanaf de start van de huidige opleving in het eerste kwartaal van 2002 tot aan het laatste kwartaal van 2005 was de groei gemiddeld 2,8 procent per jaar. Dit staat in schril contrast tot de gemiddelde groei over de vorige opgaande conjunctuurfase, de jaren 1992-2000, van 3,7 procent per jaar. Tijdens die conjunctuurcyclus kon de groei zich relatief langdurig op een hoog niveau handhaven. Als de huidige afzwakking zich dit jaar voortzet, is de recente opleving daarentegen van relatief korte duur geweest. De vraag is dan onder welke voorwaarden de Amerikaanse economie een 'zachte' landing zal maken: een kortdurende groei-terugval van beperkte omvang, zoals de neergang in 2001.

Mogelijke impuls investeringen en exporten

Sterkere bedrijfsinvesteringen zouden de groei in de rest van dit jaar kunnen ondersteunen. Al vanaf het begin van deze cyclus is de investeringsgroei van Amerikaanse bedrijven zwak, vooral vanwege de afbouw van de overcapaciteit die was ontstaan ten tijde van de aandelenzeepbel tijdens de vorige hoogconjunctuur. Tijdens de recente opleving ligt de investeringsbijdrage aan de groei daardoor zelfs gemiddeld bijna 1 procentpunt lager dan tijdens de vorige opleving, toen de investeringsgroei buitengewoon sterk was. Omdat de huidige investeringsbijdrage echter ook lager is dan bij eerdere opgaande conjunctuurfases met een normaler investeringsbeloop, is de conclusie gerechtvaardigd dat Amerikaanse bedrijven lange tijd nogal terughoudend

Tabel 1 Bestedingen Verenigde Staten

Procentuele mutaties respectievelijk procentpunten

	2004	2005	2004			2005				2006	
			II	III	IV	I	II	III	IV	I	II
Procentuele mutaties ten opzichte van direct voorafgaande periode ¹											
Bbp	3,9	3,2	4,0	3,1	2,6	3,4	3,3	4,2	1,8	5,6	2,9
Particuliere consumptie	3,9	3,5	3,0	3,9	4,3	2,7	4,2	3,9	0,8	4,8	2,6
Private investeringen	7,3	7,5	11,7	7,6	4,9	7,8	10,5	6,3	2,8	8,2	-0,9
<i>Woningen</i>	9,9	8,6	19,8	3,2	-0,6	11,1	19,9	7,1	-1,0	-0,3	-9,8
<i>Overige investeringen</i>	5,9	6,8	7,2	10,3	8,4	6,0	5,1	5,9	5,2	13,7	4,7
Overheidsbestedingen	1,9	0,9	2,3	1,3	-1,9	1,6	1,1	3,4	-1,1	4,9	0,9
Export	9,2	6,8	6,2	4,8	10,0	4,7	9,4	3,2	9,6	14,0	5,1
Import	10,8	6,1	16,0	4,4	12,0	4,1	1,4	2,5	13,2	9,1	0,6
Bijdragen aan bbp-groei; procentpunten ²											
Particuliere consumptie	2,7	2,5	2,1	2,8	3,0	2,0	3,0	2,8	0,5	3,4	1,8
Private investeringen	1,1	1,2	1,8	1,2	0,8	1,3	1,7	1,1	0,5	1,4	-0,2
<i>Woningen</i>	0,5	0,4	1,0	0,2	0,0	0,6	1,1	0,4	-0,1	0,0	-0,4
<i>Overige investeringen</i>	0,6	0,7	0,8	1,1	0,9	0,7	0,6	0,7	0,6	1,5	0,5
Overheidsbestedingen	0,3	0,2	0,4	0,2	-0,3	0,3	0,2	0,6	-0,2	0,9	0,2
Voorraadvorming	0,4	-0,3	1,6	-0,9	0,0	0,1	-2,4	-0,2	2,0	-0,1	0,6
Netto export	-0,7	-0,3	-1,8	-0,2	-0,9	-0,2	0,8	-0,1	-1,1	0,0	0,5

¹ Geannualiseerd.² Door statistische verschillen tellen bijdragen niet geheel op tot de bbp-groei.

Bron: Thomson Financial.

waren met hun investeringen. In de laatste twee jaar zijn de bedrijfsinvesteringen echter weer aangetrokken. Vanwege de hoge winstgevendheid, de hoge bezettingsgraad en het vertrouwen in de Amerikaanse industrie dat in augustus nog altijd op een gemiddeld niveau lag, is het niet uitgesloten dat de investeringsgroei in de aankomende kwartalen hoger zal zijn.

Het is echter moeilijker voor te stellen dat het exportsaldo in de nabije toekomst een grote positieve groei-impuls geeft. Weliswaar versnelde de exportgroei recent ten opzichte van de importgroei, waardoor de groeibijdrage van het exportsaldo het afgelopen kwartaal flink positief uitkwam. Maar op jaarbasis bezien was de exportbijdrage voor het laatst positief midden jaren negentig. Het handelstekort is groot: in juni bijvoorbeeld lag de importwaarde van 185,5 miljard dollar ver boven de exportwaarde van 120,7 miljard dollar. Dit grote verschil impliceert dat voor een positieve bijdrage van het exportsaldo de exporten substantieel sneller moeten groeien dan de importen. Het is niet gelijk te

zien hoe dit scenario zich moet voltrekken. De Amerikaanse dienstensector is zeer competitief, getuige het dienstenoverschot, maar dienstexporten vormen slechts een klein deel van de totale Amerikaanse exporten. Bovendien heeft de Amerikaanse goederensector de afgelopen jaren veel marktaandeel op de wereldmarkten verloren.

Groeivertraging door wegvallende impuls huizenmarkt

Verreweg het belangrijkste risico op een 'harde' landing bestaat uit de verder wegvallende groeiimpuls van de uitbundige Amerikaanse huizenmarkt. Hoe uitbundig de prijsontwikkeling was, blijkt bijvoorbeeld uit de gemiddelde prijsstijging voor bestaande huizen tussen 2001 en 2005 van bijna 9 procent per jaar. Die hausse is voorbij, want in één jaar tijd is de stijging van de verkoopprijs afgevlakt in alle regio's en voor alle woningtypes. Zo steeg de gemiddelde prijs van bestaande woningen in juni nog maar met 0,7 procent op jaarbasis. Verschillende aanwijzingen duiden op een moge-

lijk verder afkoelende huizenmarkt. Het aantal verkooptransacties vertoont een neergaande lijn, de voorraad te koop staande huizen is in bijna tien jaar niet zo hoog geweest en de verwachtingen van huizenbouwers ten aanzien van de verwachte verkoopactiviteit bevinden zich op het laagste punt sinds midden jaren negentig. Bovendien namen dit kwartaal het aantal nieuw in aanbouw genomen woningen en het aantal verstrekte bouwvergunningen opnieuw af.

De afkoeling van de Amerikaanse huizenmarkt is een belangrijke oorzaak achter de tegenvallende tweede kwartaalgroei. De directe impuls van de huizenmarkt in de vorm van de groeibijdrage van de woninginvesteringen is al drie kwartalen negatief en nam in het afgelopen kwartaal verder af tot $-0,4$ procentpunt. Terwijl die groeibijdrage in 2004 en 2005, de jubeljaren van de Amerikaanse huizenmarkt, nog op bijna $0,5$ procentpunt lag. Daarmee zijn de terugvallende woninginvesteringen tot nog toe verantwoordelijk voor een groeiterugval van bijna 1 procentpunt. Een soortgelijk verhaal geldt voor de particuliere consumptie. Die bleef in het afgelopen kwartaal met een groeibijdrage van $1,8$ procentpunt schijnbaar nog redelijk overeind. In 2004 en 2005 lag die bijdrage echter nog op $2,6$ procentpunt. Daarmee tekent de groeiterugval van de particuliere consumptie voor een $0,8$ procentpunt lagere bbp-groei.

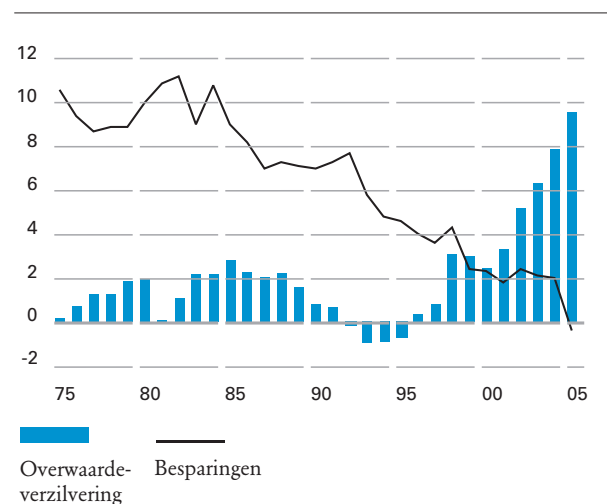
Neerwaartse risico's voor consumptie

Hoewel de Amerikaanse detailhandelverkopen in juli nog heel behoorlijk waren, zijn de vooruitzichten voor de consumptiegroei niet onverdeeld gunstig. In de afgelopen jaren was de reële inkomensgroei, die de consumptiegroei gewoonlijk ondersteunt, namelijk gering door de benedengemiddelde werkgelegenheidsgroei – de ‘jobless recovery’ – en de gematigde reële loongroei. Voor de gemiddelde Amerikaan was de reële loongroei zelfs negatief. Dit voedt het vermoeden dat de consumptiegroei vooral op peil bleef doordat Amerikanen hun besteedbare inkomen aanvulden met een deel van de overwaarde op hun sterk in prijs gestegen huizen, en ontspaarden (grafiek 5). Het resultaat van die overwaardeverzilvering was een sterke stijging van de hypotheekschuld. Ten opzichte van het beschikbare inkomen steeg deze schuld vanaf 2000 van een stabiel niveau van 60 procent gedurende de jaren negentig tot 90 procent in 2005.

In de komende kwartalen zal de consumptiegroei naar verwachting negatief worden beïnvloed doordat de overwaardeverzilvering vanwege de gestegen rentevoet onaantrekkelijker is geworden en het besteedbare inkomen dus minder kan aanvullen dan voorheen.

Grafiek 5 Overwaardeverzilvering en spaarquote Verenigde Staten

Procenten beschikbaar inkomen



Bron: IMF.

Daar bovenop komt nog eens extra druk op de consumptie te liggen vanwege de hogere financiële lasten, als gevolg van de extra aangegane hypotheekschuld. Omdat in de afgelopen twee jaar rond de 40 procent van de nieuwe hypotheek tegen een variabele rentevoet is afgesloten, waarmee inmiddels een vijfde van alle woninghypotheek dergelijke condities kent, vormt een verder oplopende rentevoet nog een additioneel consumptierisico. En mocht de afkoeling van de huizenmarkt werkelijk tot prijsdalingen leiden, dan zijn er ook verdere negatieve vermogens-effecten te verwachten die de consumptiegroei zullen drukken.

Geringe ruimte accommoderend beleid

Voor de komende kwartalen slaat de balans van opwaartse en neerwaartse risico's voor de verschillende bbp-componenten naar de negatieve kant door, zeker gezien de groeirisico's voor de particuliere consumptie als verreweg grootste bestanddeel van het Amerikaanse bbp. De zachte landing tijdens de laatste recessies geeft op zich vertrouwen in de veerkracht van de Amerikaanse economie, hoewel vooralsnog de ruimte om een neergang met accommoderend beleid op te vangen in vergelijking met het verleden gering is.

Van het budgettaire beleid kan in de komende jaren nauwelijks meer een extra groeistimulus worden verwacht. Door belastingverlagingen en door explosief hogere defensie-uitgaven sloeg het Amerikaanse begrotingsoverschot van $1,6$ procent bbp in 2000 om in een tekort van $4,8$ procent bbp in 2003. Door de gunstige

groei verbeterde het tekort in de afgelopen jaren iets, tot 3,7 procent bbp in het eerste kwartaal. Een dergelijk tekort verschaft echter nog altijd nauwelijks ruimte voor budgettaire stabilisatie

Verder kan het Amerikaanse monetaire beleid pas soelaas bieden als de inflatiedruk voorbij is. Hoewel de Fed de beleidsrente al in 17 stappen heeft opgevoerd naar een niveau van $5\frac{1}{4}$ procent, blijft de inflatie op een relatief hoog niveau. De inflatie afgemeten aan deflator van de particuliere consumptie, de maatstaf die de voorkeur geniet van de Fed, was in juni 3,5 procent op jaarbasis. Terwijl de kerninflatie, waaruit volatiele componenten als energie en voedsel worden weggelaten, op 2,4 procent uitkwam. De consumentenprijsinflatie, waar de Fed minder aandacht aan besteedt, ligt zelfs hoger met 4,2 procent in juli.

Begin augustus liet de Fed voor de eerste keer sinds mei 2004 de rente na een bijeenkomst ongewijzigd, met als motivatie dat eerdere verhogingen nog niet volledig waren doorgewerkt en dat de afzwakkende groei vanzelf zal bijdragen aan een beperking van de inflatiedruk. Tot nog toe bleef de inflatiedruk vanuit de arbeidsmarkt beperkt, maar recent versnelden de arbeidskosten van 2,0 procent op jaarbasis in het eerste kwartaal tot 3,2 procent in het tweede kwartaal. Voor de komende kwartalen is de vraag in hoeverre Amerikaanse werknemers over genoeg onderhandelingsmacht beschikken om hun hogere inflatieverwachtingen in looneisen om te zetten. Volgens enquêteresultaten stegen de 1-jaars-inflatieverwachtingen van consumenten in augustus met 1 procentpunt tot 4,2 procentpunt. Voor de langere termijn blijven de inflatieverwachtingen echter gematigder.

Voorspoedige ontwikkeling in Azië

Sterke maar onevenwichtige groei in China

De Chinese economie groeide in het tweede kwartaal met 11,3 procent (geannualiseerd) zeer sterk. Een dergelijke hoge groei is niet uitzonderlijk voor landen die een snelle industrialisatie doormaken. Wel ongewoon is dat de groei onevenwichtig is samengesteld, en onevenredig op de exporten en investeringen steunt. In de eerste helft van 2006 waren de exportgroei en investeringsgroei respectievelijk 25 en 30 procent.

Door de hoge investeringsgroei komt de investeringsquote in 2006 waarschijnlijk op het zeer hoge niveau van 45 procent uit (tegen 20 procent in veel andere regio's). Het risico op overinvesteringen is groot,

aangezien bedrijfswinsten doorgaans niet worden uitgekeerd maar beschikbaar blijven voor nieuwe investeringen, terwijl staatsbedrijven gemakkelijk kredieten krijgen. Tegelijkertijd ligt ook de Chinese particuliere spaarquote met 50 procent op een onevenwichtig hoog niveau (ter vergelijking: in het eurogebied is die quote ongeveer 15 procent). Met het oog op de aanhoudend hoge groei zou men verwachten dat Chinese huishoudens in het kader van *consumption smoothing* (de gelijkmatige spreiding van consumptie door de tijd) met leningen een voorschot nemen op hogere toekomstige inkomsten. Maar in plaats daarvan sparen zij massaal, om zelf een oudedagsvoorziening op te bouwen, voor goed particulier onderwijs en voor onvoorziene zorgkosten.

De Chinese autoriteiten zelf zien een economische groei van rond 8 procent als duurzaam. Om de economie op een evenwichtiger groeipad te brengen namen zij al verscheidene maatregelen, zoals een verhoging van de kredietrente. Maar voor een meer evenwichtige groei zijn verdergaande veranderingen in het budgettaire en monetaire beleid vereist. Zo zouden hogere publieke uitgaven aan sociale zekerheid, gezondheidszorg en onderwijs particuliere spaarmotieven kunnen wegnemen. Mits die uitgaven uit een hogere winstbelasting worden gefinancierd en daarmee niet ten koste van de particuliere consumptie gaan, of tot hoge overheidstekorten leiden.

De inzet van het monetaire beleid voor een evenwichtiger ontwikkeling leek door de koppeling van de renminbi aan de dollar lange tijd uitgesloten. Maar nadat de G7 al eerder een oproep deed tot meer wisselkoersflexibiliteit, heeft ook de Chinese centrale bank in augustus geluiden in die richting laten horen. Een reële appreciatie zou ook kunnen bijdragen aan een vermindering van de mondiale onevenwichtigheden, zeker indien de Chinese consument zijn bestedingen opvoert en daardoor de importvraag naar buitenlandse consumptiegoederen toeneemt.

Japanse economie groeit boven potentieel

De Japanse groei viel in het tweede kwartaal van 2006 wat terug tot 0,2 procent ten opzichte van het voorgaande kwartaal. Omdat de groei echter opnieuw positief uitkwam, is de huidige cyclus inmiddels een van de langste expansies in de naoorlogse periode.

In de voorbije jaren was de conjunctuurcyclus door de buitenlandse vraag gedreven. Met name in 2004 was de exportgroei zeer hoog met 14,5 procent, voornamelijk door hogere exporten naar Europa en naar de

Aziatische regio. Momenteel wordt de Japanse economie echter vooral voortgedreven door de binnenlandse vraag. Daarbij werden in het afgelopen kwartaal lagere overheidsbestedingen, afnemende voorraden en geringe woninginvesteringen gecompenseerd door hogere consumptieve bestedingen en sterkere bedrijfsinvesteringen. Gezien de florissante situatie op de arbeidsmarkt – de werkloosheid is in de eerste helft van dit jaar gedaald richting 4 procent – was de groei van de particuliere consumptie met 0,5 procent in het tweede kwartaal nog wat aarzelend. Daarentegen ontwikkelden de bedrijfsinvesteringen zich met een groei van 3,8 procent zeer voorspoedig. Aangezien uit het laatste ‘Tankan-rapport’ over de Japanse bedrijvigheid bleek dat de investeringsbereidheid in anderhalf decennium niet zo hoog was geweest, is het einde van deze investeringscyclus nog altijd niet in zicht.

Vanwege de gunstige economische situatie heeft de Bank of Japan midden juli voor de eerste keer de rente verhoogd van 0 procent tot 0,25 procent. De Bank of Japan benadrukte daarbij dat de rente langzaam verder

zal worden opgevoerd, omdat de Japanse economie boven potentieel groeit.

De inflatie in juli was in eerste instantie 0,8 procent. Nadat het consumptiemandje echter eind augustus werd herijkt, bleek de inflatie lager uit te komen op 0,3 procent. Na die herziening blijkt de inflatie niet al vanaf januari dit jaar positief te zijn, maar pas vanaf mei. Daarmee laat Japan het deflatietijdperk langzamer achter zich dan gedacht.

Sterke binnenlandse dynamiek in het eurogebied

In het eurogebied versnelde de groei van 0,6 procent tot 0,9 procent in het tweede kwartaal (tabel 2). Achter deze geaggregeerde groei ging een bovengemiddelde groei in Frankrijk schuil (1,2 procent) een gemiddelde groei in Duitsland en Spanje (0,9 procent) en een benedengemiddelde groei in Italië (0,5 procent). Na het beschikbaar komen van deze cijfers kan worden geconcludeerd dat de hapering in het laatste kwartaal van 2005 van tij-

Tabel 2 Bestedingen in het eurogebied

Procentuele mutaties respectievelijk procentpunten

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

¹ Door statistische verschillen tellen bijdragen niet geheel op tot de bbp-groei.
Bron: Thomson Financial.

delijke aard was, en dat de groei in het eurogebied flink vaart heeft gekregen. Daarbij heeft het eurogebied nog wat in te halen, want de cumulatieve groeiachterstand ten opzichte van andere wereldregio's is deze cyclus groter dan in het verleden.

De export speelt in de huidige cyclus tot nog toe een ondergeschikte rol, getuige ook de negatieve groei bijdrage van het exportsaldo in de afgelopen kwartalen. Het goederenoverschot daalde vanwege de hogere olieimporten, waardoor in mei het saldo op de lopende rekening over de 12 voorgaande maanden een tekort noteerde. Binnen het eurogebied lopen de exportprestaties echter sterk uiteen, afhankelijk van de ontwikkeling van de arbeidskosten per eenheid product en van het specialisatiepatroon. Zo verloor de Italiaanse exportsector door de specialisatie in laagwaardige producten en de sterke arbeidskostenstijging (16,9 procent in 2000-2005) veel marktaandeel. De cumulatieve exportgroei over 2000-2005 was slechts 3 procent. Terwijl de Duitse exportsector zich door de specialisatie in meer geavanceerde producten en de gematigde arbeidskostenstijging (0,4 procent in 2000-2005) juist zeer voorspoedig ontwikkelde. Over de periode 2000-2005 groeide de Duitse export met 47 procent.

Versnellende binnenlandse bestedingen

De huidige cyclus in het eurogebied drijft vooral op de binnenlandse vraag. Al enkele jaren is de groei bijdrage van de overheidsbestedingen beperkt. Daar zal vanwe-

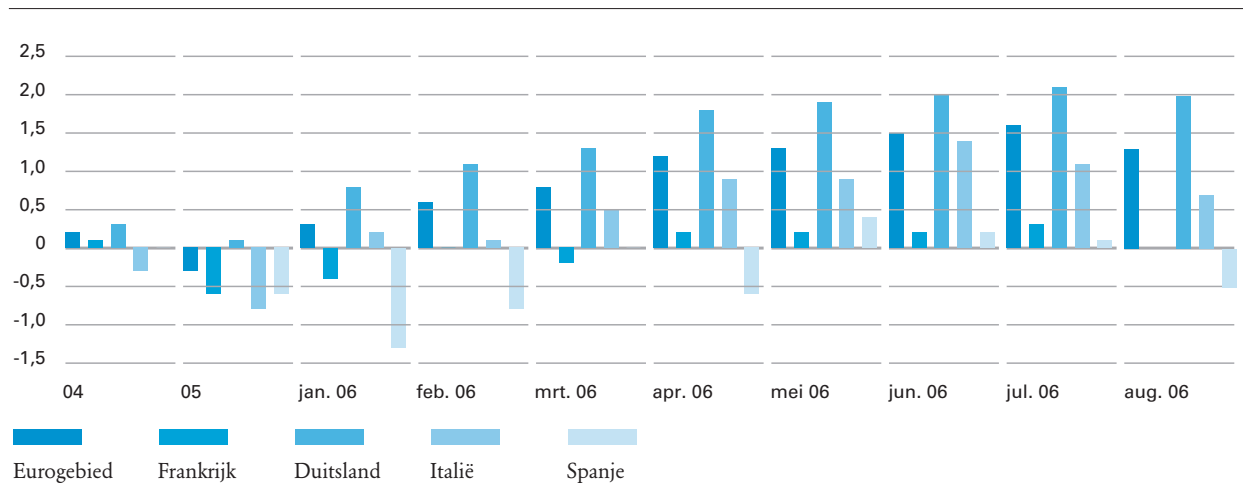
ge de benodigde budgettaire consolidatie in de komende jaren ook weinig verandering in komen.

Daarentegen is de groei van de andere binnenlandse bestedingscomponenten aan het versnellen. Zo heeft de investeringsgroei zich vanaf een negatief niveau in 2002 geleidelijk hersteld, om in de loop van 2005 verder aan kracht te winnen nadat bedrijven de balansen hadden versterkt. De vooruitzichten voor de investeringen lijken zeer gunstig door de aantrekkelijke financieringscondities, de robuuste winstgroei van de laatste jaren en de bovengemiddelde bezettingsgraad. Daar komt bij dat Europese bedrijven in de afgelopen kwartalen duidelijk meer vertrouwen in de toekomst hebben gekregen (grafiek 6).

Naast de investeringsgroei trekt ook de particuliere consumptiegroei flink aan. Deze is hoger dan in de afgelopen jaren, maar nog ruim onder de top van de vorige cyclus (grafiek 7). Neerwaartse risico's voor de toekomstige consumptiegroei zijn de hogere energieprijzen en de stijgende rentevoeten. In landen als Spanje en Frankrijk die net als de vs hebben geprofiteerd van een uitbundige huizenmarkt komt daar nog een extra neerwaarts risico van een afkoelende huizenmarkt bij. Toch lijkt de balans positief, vooral omdat de consumptie in de aankomende tijd nog verdere ondersteuning zou kunnen krijgen vanuit de arbeidsmarkt. De werkloosheid in het eurogebied blijft dalen, in juli tot 7,8 procent, en de werkgelegenheidsgroei bevindt zich in een opgaande lijn, maar ligt nog niet op het niveau van eind

Grafiek 6 Producentenvertrouwen in het eurogebied

Procenten; genormaliseerd; maandcijfers

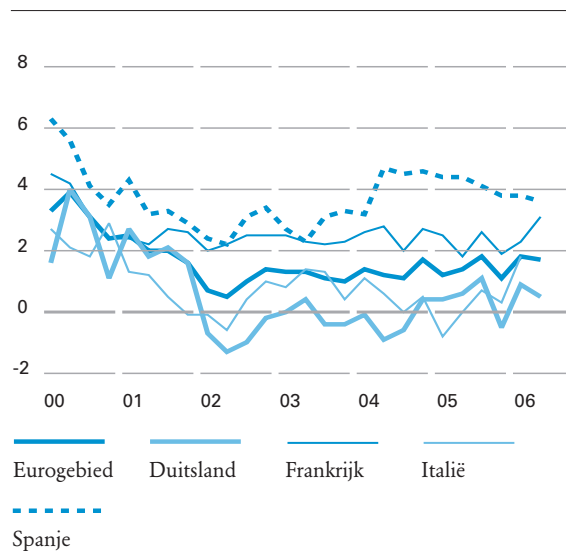


Toelichting: Genormaliseerd houdt in het verschil tussen de indicator en zijn gemiddelde (vanaf 2000) uitgedrukt in procentpunten van de standaarddeviatie; Augustus 2006 is voor Frankrijk nog niet bekend.

Bron: Thomson Financial.

Grafiek 7 Particuliere consumptie in het eurogebied

Procentuele volumemutaties ten opzichte van vorige overeenkomstige kwartaal

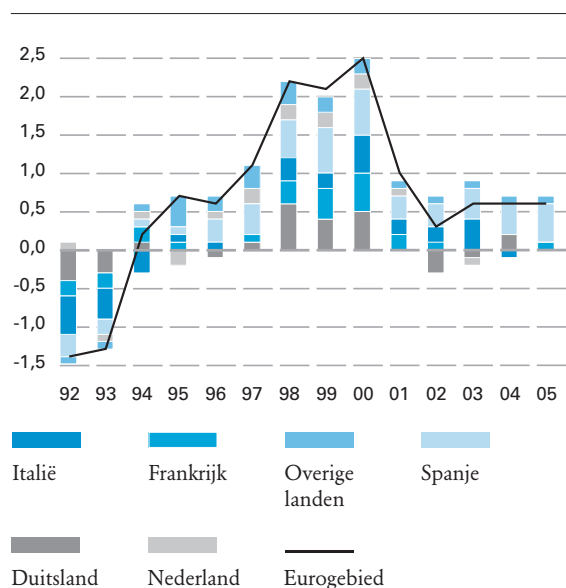


Bron: Thomson Financial.

jaren negentig. Tot nu toe wordt de werkgelegenheids-groei vooral gedragen door de hoge werkgelegenheids-groei in een klein aantal eurogebiedlanden (grafiek 8).

Grafiek 8 Bijdragen aan werkgelegenheids-groei in het eurogebied

Procentpunten respectievelijk procentuele mutaties; kwartaalcijfers



Bron: Thomson Financial.

Renteverhoging in het eurogebied

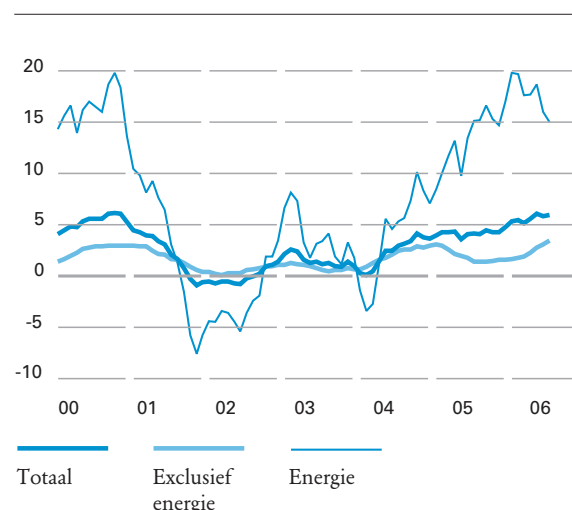
In het eurogebied daalde de inflatie in juli tot 2,4 procent, nadat de inflatie de laatste maanden op 2,5 procent lag. Al sinds augustus 2005 schommelt de inflatie tussen de 2,2 procent en 2,5 procent, maar recent zijn de vooruitzichten voor prijsstabiliteit nog eens verslechterd. De producentenprijzen stijgen, vooral die van energie (grafiek 9), en de toenemende druk op de arbeidsmarkt kan een opwaartse druk gaan uitoefenen op de loongroei. De krachtige binnenlandse dynamiek in aanmerking genomen, is het risico op stijgende afzetprijzen recent vergroot, temeer daar de rente zich nog immer op een historisch laag niveau bevindt. Ook de kerninflatie is licht opgelopen.

In augustus heeft de Raad van Bestuur van de ECB daarom het belangrijkste rentetarief, de basisherfinancieringsrente, verhoogd met 25 basispunten naar 3,0 procent. Dit is de vierde renteverhoging van 25 basispunten die de ECB heeft doorgevoerd sinds december 2005. De Raad van Bestuur van de ECB heeft aangegeven dat verdere renteverhogingen op hun plaats zijn, als het basisscenario voor de economische en monetaire ontwikkelingen in het eurogebied wordt bevestigd. De renteverhogingen moeten waarborgen dat de inflatieverwachtingen verankerd blijven op het niveau dat in overeenstemming is met de definitie van prijsstabiliteit.

De renteverhogingen werken geleidelijk door op de rentetarieven van commerciële banken. Dat geldt met

Grafiek 9 Producentenprijzen in het eurogebied

Procentuele mutaties ten opzichte van vorige overeenkomstige maand



Toelichting: Exclusief bouwnijverheid.
Bron: Thomson Financial.

name voor de bancaire leningen met een variabel rentetarief. Zo is de variabele hypotheekrente in het eurogebied met bijna 1 procentpunt opgelopen sinds het begin van 2006 (grafiek 10). De hypotheekrente met een looptijd van meer dan 10 jaar is daarentegen met minder dan een half procentpunt toegenomen. De bancaire rentetarieven met een langere looptijd hangen vooral af van de kapitaalmarktrente, welke minder sterk is gestegen dan de beleidsrente van de ECB.

De renteverhogingen lijken ook geleidelijk effect te sorteren op de bancaire kredietgroei in het eurogebied. Hoewel het niveau van de bancaire kredietgroei aan de private sector nog altijd hoog is, circa 11 procent op jaarbasis, is de groei van de kredietverlening in juni iets afgenomen ten opzichte van de maand daarvoor. Dit geldt overigens niet voor de bancaire kredietverlening aan bedrijven, die in juni juist verder toenam. De kredietverlening aan bedrijven wordt ondersteund door een forse toename van de fusies en overnames en een aantrekkelijke investeringsgroei. Daarmee bleef de geldgroei, gemeten met het ruime geldbegrip M₃, in het tweede kwartaal van 2006 onveranderd hoog (8,7 procent op jaarbasis). Een dergelijk hoge geldgroei signaleert risico's voor de prijsstabiliteit op de middellange tot lange termijn (grafiek 10). De renteverhogingen door de ECB zullen naar verwachting bijdragen aan een

matiging van de geldgroei. Zo stimuleert een hogere rente de vraag naar langlopende spaarrekeningen ten koste van de laagrenderende girale tegoeden. De groei van het minder ruime geldbegrip M₁, die voor het grootste deel bestaat uit girale deposito's, neemt mede hierdoor licht af tot 9,9 procent. Daarnaast zal een hogere rente naar verwachting de economische groei wat matigen, hetgeen doorgaans de vraag naar liquide transactiekassen drukt, alsmede de binnenlandse kredietgroei afremt.

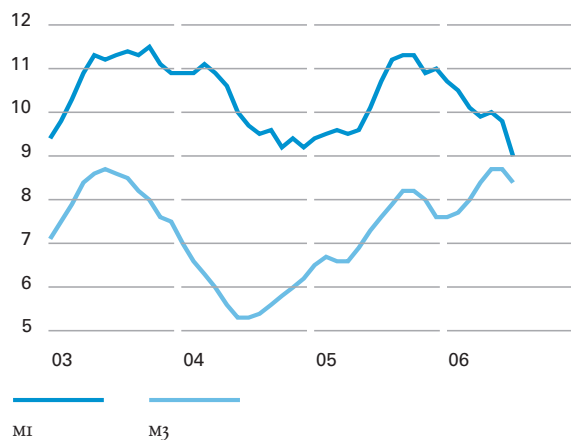
Krachtige Nederlandse groei

De Nederlandse economie groeide in het tweede kwartaal fors. Ten opzichte van het voorgaande kwartaal nam de omvang van de Nederlandse economie met 1,0 procent toe (tabel 3). Met uitzondering van het licht tegenvallende eerste kwartaal van 2006 ligt de economische groei op kwartaalbasis al meer dan een jaar tussen de 0,6 en 1,0 procent. Daarbij verbreedde de groei zich gaandeweg, aangezien dit tweede kwartaal naast de exporten ook de investeringen en de consumptie substantieel aan de groei hebben bijgedragen. Bijzonder aan deze cyclus is dat gewoonlijk in de industrie het herstel het snelst zichtbaar wordt, maar dat in de huidige

Grafiek 10 Geldgroei en rente in het eurogebied

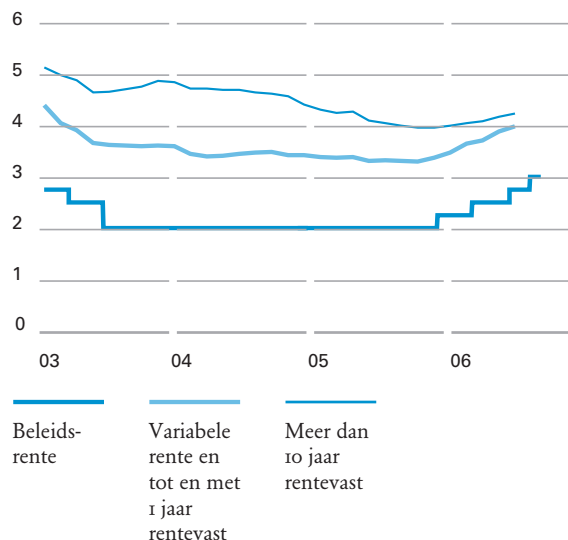
Geldgroei

Procentuele mutaties ten opzichte van vorige overeenkomstige periode; driemaands voortschrijdend gemiddelde



Beleids- en hypotheekrente

Procenten



Bron: Thomson Financial.

Tabel 3 Bestedingen in Nederland

Procentuele mutaties respectievelijk procentpunten

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

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.

cyclus in afwijking van dit traditionele beeld de commerciële dienstverlening en de bouw juist leidend zijn. De Nederlandse economische ontwikkeling was in de afgelopen jaren krachtiger dan lange tijd werd gedacht. In de afgelopen maanden werden de Nederlandse groeicijfers voor de achterliggende drie jaren met cumulatief met 1,1 procentpunt opwaarts bijgesteld. Als gevolg van deze laatste bijstelling en van eerdere bijstellingen is het diepe conjunctuurdal in 2003 niet meer in de cijfers aan te treffen. Werd voor 2003 in eerste instantie nog uitgegaan van een krimp van 0,9 procent, daarvan was na eerdere bijstellingen tot voor kort nog maar een kleine krimp van 0,1 procent over. Na de laatste bijstelling is dat groeicijfer zelfs licht positief met 0,3 procent. Voor de jaren 2004 en 2005 werden de cijfers bij de laatste bijstelling verhoogd van respectievelijk 1,7 procent en 1,1 procent, naar respectievelijk 2,0 procent en 1,5 procent.

Terugvallende exportbijdrage bij gunstige vooruitzichten

Onder invloed van de gunstige internationale conjunctuur, groeide de Nederlandse export in het tweede kwartaal voorspoedig. De toename van het exportvolume van 1,8 procent was wel iets lager dan in het eerste kwartaal doordat de sterke groei van de aardgasexport in het eerste kwartaal niet werd gecontinueerd. Daarmee vlak

Grafiek II Exportgroei en -orders in Nederland

Procentuele mutaties ten opzichte van vorige overeenkomstige periode respectievelijk procenten; maandcijfers

Toelichting: Zie grafiek 6.
Bron: CBS en NEVI.

ook de bijdrage van het exportsaldo aan de Nederlandse groei wat af, van 1,5 procentpunt in 2004 naar 0,7 procentpunt in 2005, naar 0,3 procentpunt in het afgelopen kwartaal.

Als toegangspoort naar de interne markt plukt Nederland de vruchten van de sterke Aziatische exportgroei naar Europa. Mede daardoor nam de wederuitvoer dit tweede kwartaal toe met een groeipercentage van 13 procent op jaarbasis. De Nederlandse economie kan in de aankomende kwartalen verder profiteren van de sterke binnenlandse dynamiek in het eurogebied, aangezien verreweg de meeste exporten daarvoor bestemd zijn. Dit beeld wordt bevestigd door de ontwikkeling van de inkoopmanagersindex voor exportorders (grafiek 11). Uit deze index, die redelijk nauwkeurig vooruit loopt op de exportgroei, blijkt dat het aantal ontvangen nieuwe orders uit het buitenland sneller is toegenomen dan ooit tevoren. Ook andere enquêtecijfers laten zien dat de orderportefeuille van Nederlandse bedrijven uitstekend gevuld is.

Hogere investeringen door financieel gezond bedrijfsleven

De investeringen vormen vanaf 2005 een bron van groei voor de Nederlandse economie, hoewel de bedrijfswinsten al eerder stegen (Zie artikel 'Winstgevendheid Nederlandse bedrijven' elders in dit Kwartaalbericht). Er werd meer geïnvesteerd in computers en ook in machines en vrachtauto's. Ook de vooruitzichten voor de Nederlandse investeringen zijn momenteel goed, afgemeten aan de stijgende bezettingsgraad en het tot een recordniveau gestegen producentenvertrouwen (grafiek 12).

Daarbij verkeert het Nederlandse bedrijfsleven in een goede financiële conditie. De solvabiliteit (de verhouding tussen de totale schuld en het eigen vermogen) is verbeterd, terwijl ook de liquiditeitsratio is toegenomen, omdat Nederlandse bedrijven over meer kasmiddelen beschikken ten opzichte van de kortlopende kredieten. Dat het aantal bedrijfsfaillissementen al vijf kwartalen achtereenvolgend afneemt, is eveneens een teken van een verbeterde financiële positie.

Bedrijven financieren de nieuwe investeringen deels met bancaire krediet. Nog altijd groeit de behoefte van bedrijven aan bancaire krediet, hoewel de groei in het tweede kwartaal met 9,6 procenten iets lager was dan in het voorgaande kwartaal. Aangezien de bancaire kredietverlening en de Nederlandse conjunctuur sterk gecorreleerd zijn, geeft dit vertrouwen in de toekomst. Vanaf de tweede helft van 2000 nam de groei van de bedrijfskredieten af om vanaf het conjunctuurdal van 2003 weer langzaam aan te trekken. De bancaire krediet-

groei ligt inmiddels alweer twee jaar rond 10 procent. Hoewel het proces van balansherstructurering, waarbij bedrijven kort bancaire krediet vervingen door lang bancaire krediet, al enige tijd ten einde is, viel de groei van het korte bancaire krediet relatief sterk terug, van 14,0 procent in het eerste kwartaal naar 7,8 procent in het tweede kwartaal.

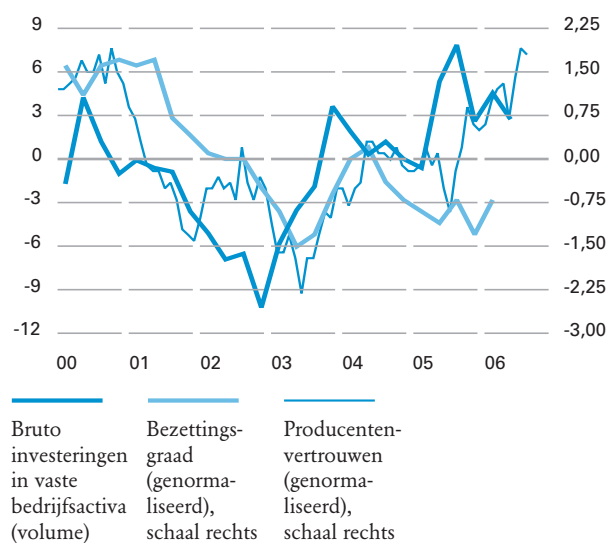
Snelle consumptiegroei

De particuliere consumptie nam in het tweede kwartaal flink toe met een groei van 0,6 procent, en vormde daarmee naast de export en de investeringen een additionele steunpilaar voor de Nederlandse groei. Op jaarbasis gezien was de consumptiegroei met 2,8 procent zelfs het hoogste sinds 2000. Het herstel van de consumptieve bestedingen trad in gedurende de tweede helft van 2005 (grafiek 13). Vooral de duurzame consumptiegroei, die in de jaren 2003 en 2004 negatieve groeicijfers noteerde, veerde volledig op, waardoor de omzetten in de detailhandel sterk toenamen. Het lijkt er sterk op dat uitgestelde duurzame bestedingen nu in een ras tempo worden ingehaald.

De zwakke consumptie van de afgelopen jaren valt vooral te herleiden tot het dalende reële inkomen in de afgelopen 4 jaar. Pas het afgelopen jaar traden er compenserende factoren op, zoals het vrijvallende spaarloon en de weer wat toegenomen huizenprijsstijging. Daarnaast verbeterde het consumentenvertrouwen

Grafiek 12 Het Nederlandse bedrijfsleven

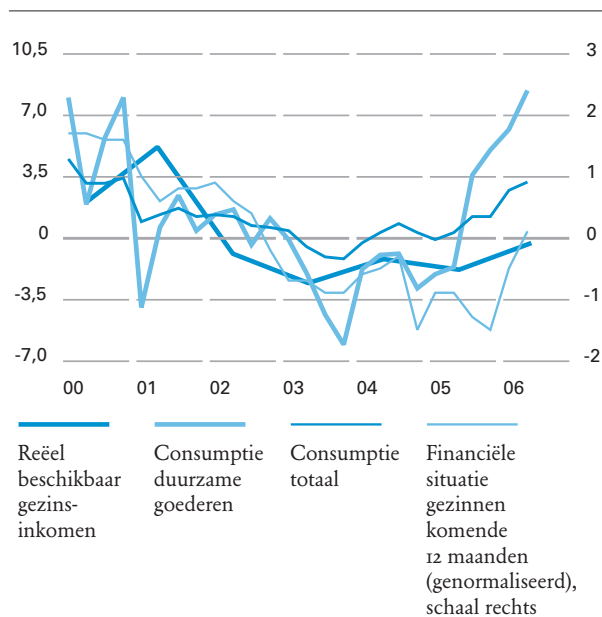
Procenten respectievelijk percentages; maand- en kwartaalcijfers



Toelichting: Zie grafiek 6.
Bron: CBS.

Grafiek 13 De Nederlandse consumptie

Procentuele mutaties respectievelijk procenten



Toelichting: Zie grafiek 6.
Bron: CBS en CPB.

sterk vanaf de tweede helft van 2005, eerst door de langzaam aantrekkende arbeidsmarkt en sinds begin dit jaar door het gunstigere oordeel van gezinnen over hun financiële situatie. Dit gewijzigde oordeel kan verband

houden met de afronding van ingrijpende structurele hervormingen, zoals het nieuwe zorgstelsel en de herziening van de regelingen voor werkloosheid en arbeidsongeschiktheid. Het is denkbaar dat het hervormingsbeleid, hoewel op zichzelf noodzakelijk en gunstig voor de Nederlandse economie, een groter dan gebruikelijk negatief vertrouwenseffect heeft gesorteerd. In economisch mindere tijden wegen (negatievere) inkomensvooruitzichten bij ontslag of arbeidsongeschiktheid immers extra zwaar in de consumptiebeslissingen.

De financiële balansen van de Nederlandse consumenten zien er gemiddeld genomen nog altijd gezond uit. In het tweede kwartaal nam de totale waarde van de uitstaande hypotheekschuld in omvang toe en steeg ook de verhouding tussen de hypotheek en de waarde van het huis, de 'loan to value ratio', tot 114,0 (ten opzichte van 110,4 een jaar geleden). Omdat hypotheekleningen maar voor een beperkt deel tegen een variabele rente zijn afgesloten, lijken Nederlandse consumenten niet erg kwetsbaar voor de hogere rentevoet. In de afgelopen periode nam het aantal langlopende hypotheekleningen zelfs nog relatief toe.

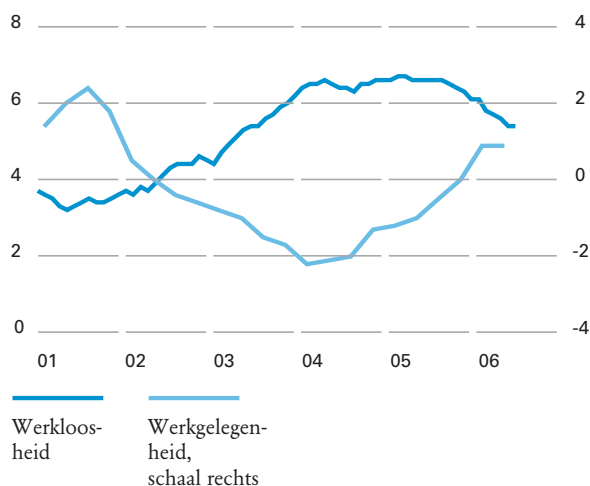
Florissante arbeidsmarkt

Gezien het positieve economische klimaat komt het niet als een verrassing dat alle arbeidsmarktindicatoren de goede kant op wijzen (grafiek 13). De werkloosheid is

Grafiek 14 Nederlandse arbeidsmarkt

Werkloosheid en werkgelegenheid

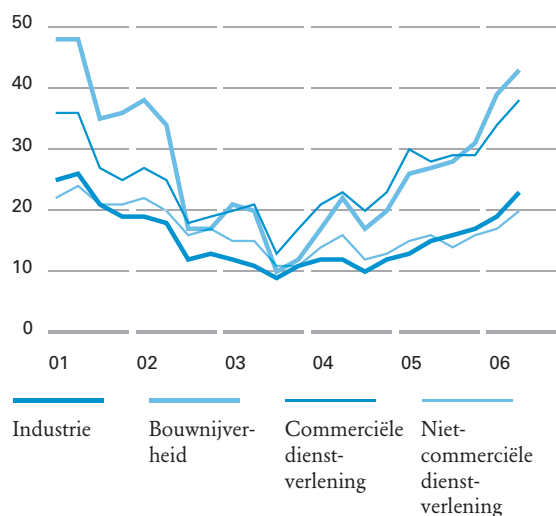
Procenten beroepsbevolking en procentuele mutaties



Toelichting: Werkloosheid driemaandsgemiddelden (seizoen gecorrigeerd).
Bron: CBS.

Vacaturegraad

Openstaande vacatures per duizend banen



sinds het einde van 2005 al aanzienlijk gedaald en ligt nu op 5,4 procent van de beroepsbevolking, en de werkgelegenheid neemt sinds begin dit jaar weer flink toe, na drie jaren van krimp. In arbeidsjaren gemeten ligt de werkgelegenheids groei al twee kwartalen op 0,9 procent, waarbij de grootste werkgelegenheidscreatie plaatsvond in de sectoren ICT, uitzendwerk en zorgverlening.

Opvallend aan de neergang van 2003 in vergelijking met de neergang van 1993 is allereerst de grote terugval van de werkgelegenheids groei in de neergaande conjunctuurfase, van 2,4 procent in het derde kwartaal van 2001 naar -2,2 procent in het eerste kwartaal van 2004. Die terugval was groter dan in het verleden (zie ook grafiek 9 in artikel 'Winstgevendheid Nederlandse bedrijven'). Een tweede opmerkelijk feit is het tempo waarmee de werkgelegenheids groei zich heeft hersteld. In één jaar tijd is een krimp van 1 procent omgeslagen in een groei van 0,9 procent. Deze twee feiten zijn aanwijzingen voor een flexibeler Nederlandse arbeidsmarkt.

De sterke economische ontwikkeling leidde in bijna alle sectoren van de Nederlandse economie tot meer vacatures. Vanaf het dieptepunt in het tweede kwartaal van 2003 is het totaal aantal vacatures geleidelijk verdubbeld. Dit roept alweer bijna het beeld op van de zeer overspannen arbeidsmarkt van ruim 5 jaar geleden. Hoewel de werkloosheid nog 2 procentpunt boven het niveau in 2001 ligt, en industriële bedrijven in de laatste

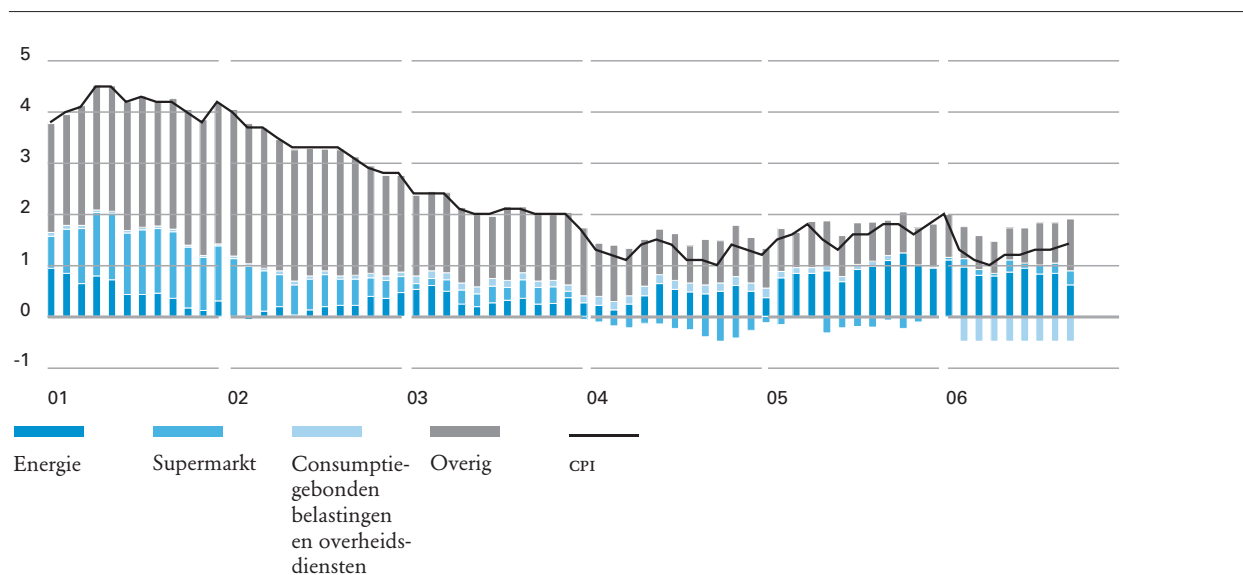
conjunctuurtest nog geen productiebelemmeringen rapporteerden als gevolg van personeelstekorten, lijkt het een kwestie van tijd voordat er weer knelpunten op de arbeidsmarkt ontstaan. De instroom van jongeren op de arbeidsmarkt ligt sinds de tweede helft van de jaren negentig op een structureel lager niveau. Tegelijkertijd neemt door de vergrijzing, als de ouderparticipatie onveranderd blijft, de uitstroom van ouderen in de komende jaren juist sterk toe. Daardoor zou een sterk doorgroeiende Nederlandse economie in de toekomst sneller tot knelpunten kunnen leiden dan in het verleden het geval was.

Gematigde loonontwikkeling en stabiele inflatie

Tot nu toe heeft de snelle arbeidsmarktomslog nog nauwelijks tot loondruk geleid. Nadat de stijging van de loonkosten in 2005 zelfs achterbleef bij de inflatie, was de stijging van de loonkosten ook in de tweede helft van 2006 gematigd: een stijging van 1,9 procent op jaarbasis, waarvan 0,3 procent te herleiden was tot speciale beloningen, zoals de compensatie voor wegvallende ziektekostenbijdragen. Dat de loonontwikkeling relatief gematigd is ten opzichte van de flink doorgroeiende Nederlandse economie is niet ongebruikelijk. Door al afgesloten cao's komt de loonaanpassing immers gewoonlijk met vertraging tot stand. In 2007 zal de loonstijging mogelijk versnellen omdat nog voor ruwweg tweederde van de werknemers een nieuwe cao

Grafiek 15 De Nederlandse inflatie naar bijdragen

Procentuele mutaties ten opzichte van vorige overeenkomstige maand



Bron: CBS en eigen berekeningen.

moet worden afgesloten en de vakbeweging al heeft aangegeven een hogere looneis te stellen dan in de afgelopen jaren. Voor bedrijven is de ontwikkeling van de arbeidskosten overigens het afgelopen jaar extra gematigd gebleven doordat het opwaartse (inhaal-)effect van de pensioenpremies op de lonen voorbij is.

In het tweede kwartaal stabiliseerde de inflatie stabiliseerde op 1,3 procent (grafiek 15). Over de gehele linie genomen zijn de prijsstijgingen al geruime tijd vrij gematigd, al is de supermarktoorlog die in 2005 nog bijdroeg aan een lagere inflatie ten einde. De groei van de energiekosten zwakte in juli licht af tot 9,4 procent, maar desondanks zijn die energiekosten verantwoordelijk voor het belangrijkste opwaarts effect op de inflatie: een bijdrage van ruim 0,8 procentpunt. Dat is iets onder de gemiddelde energiebijdrage in het afgelopen jaar, maar nog het dubbele van de bijdrage in 2004. Vanwege die hoge energiebijdrage is de Nederlandse kerninflatie met 0,2 procent veel lager dan de inflatie. Het inflatiebeeld is echter wat geflatteerd. Het afschaffen van het gebruikersdeel van de OZB per januari 2006 heeft een neerwaarts effect van 0,5 procentpunt en ook de hogere overheidssubsidie voor de kinderopvang drukt de inflatie iets (0,1 procentpunt).