

# Economische ontwikkelingen

*De groei van de wereldeconomie is nog steeds robuust, met hogere groei in Japan en ondanks matiging in de Verenigde Staten. Het economische herstel in het eurogebied verloopt in een gematigd tempo. Vertrouwensindicatoren en aandelenbeurzen wijzen wereldwijd op aanhoudende groei in de nabije toekomst, ook in het eurogebied. De werkloosheid in het eurogebied blijft vooralsnog hoog. Fluctuaties in de inflatie in het eurogebied op de korte termijn worden gedomineerd door de energieprijzen, die recentelijk weer wat zijn opgelopen. In het vierde kwartaal liet de Nederlandse economie een sterke groei zien, die volledig werd gedragen door de netto-uitvoer. Groei van de particuliere consumptie, die de afgelopen kwartalen was aangetrokken, bleef in het vierde kwartaal uit. Dit is, in het licht van de aanzienlijke daling van het reëel beschikbaar inkomen van huishoudens in 2005, te begrijpen. De inflatie in Nederland nam in januari fors af, mede onder invloed van enkele overheidsmaatregelen. Deze overheidsmaatregelen raken niet alle huishoudens in gelijke mate, waardoor de prijsstijging voor het ene huishouden kan verschillen van die van een ander huishouden. Voor huishoudens met lage inkomens blijken de prijzen de afgelopen jaren wat sterker te zijn opgelopen dan voor huishoudens met hogere inkomens.*

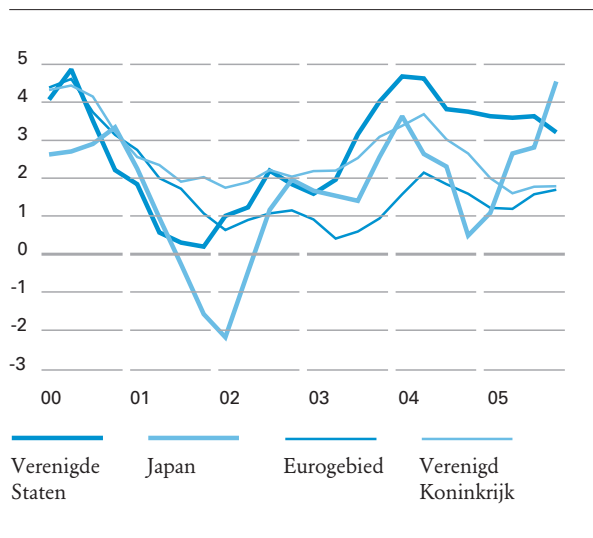
## Groei zet door

De economische groei in de geïndustrialiseerde landen hield in het vierde kwartaal aan, hoewel de ontwikkelingen in de drie grootste blokken een duidelijk verschillend patroon lieten zien (zie grafiek 1). De economische groei lijkt wereldwijd vooralsnog geen hinder te ondervinden van de hoge grondstoffen- en energieprijzen. De groei van het bruto binnenlands product (bbp) in de Verenigde Staten (vs) is merkbaar afgenomen, maar nog steeds robuust te noemen. Er zijn aanwijzingen dat de vertraging van de groei in het vierde kwartaal van tijdelijke aard zal zijn. De groei in het eurogebied is in het vierde kwartaal iets aangetrokken maar blijft beneden het langjarige gemiddelde. In Japan is de economische groei juist aanzienlijk versneld. Japan noteerde in het vierde kwartaal van 2005 de hoogste groei van de drie grootste blokken, terwijl het een jaar eerder nog de laagste groei liet aantekenen.

Voorlopende indicatoren duiden op aanhoudende economische groei in de nabije toekomst. In het eurogebied zijn de indicatoren van het producentenvertrouwen in de industrie en de dienstensector verder verbe-

## Grafiek 1 Economische groei

Procentuele mutaties ten opzichte van vorige overeenkomstige kwartaal



Bron: Thomson Financial.

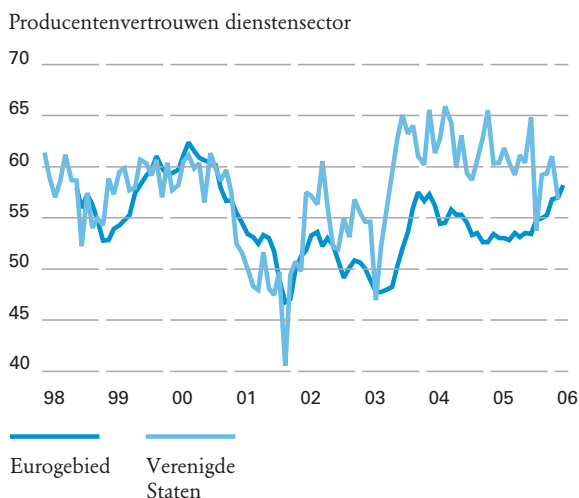
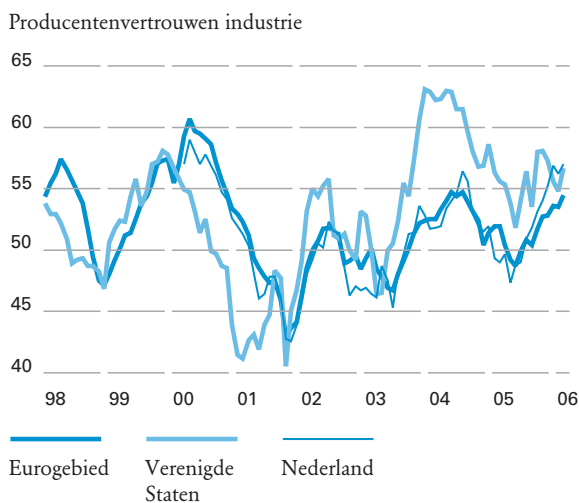
terd (zie grafiek 2). Hoewel deze indicatoren in de vs een verslechtering lieten zien, ligt het niveau van de indicatoren in alle gevallen ruim boven de 50%, wat betekent dat producenten een toename van de economische activiteit voorzien. Aandelen zijn in het vierde kwartaal wereldwijd verder in waarde gestegen. Dit reflecteert het vertrouwen van financiële markten in de groeimogelijkheden van bedrijven. Aandelenprijzen bereikten een dieptepunt in het eerste kwartaal van 2003. Sindsdien zijn aandelen, met name in het eurogebied, aanzienlijk duurder geworden. Dit is deels een inhaalslag, omdat Europese aandelen tijdens de correctie op de aandelenbeurzen een verhoudingsgewijs groot deel van hun waarde verloren. De koers-winstverhouding van Europese aandelen daalde met meer dan de helft, terwijl deze voor Amerikaanse aandelen met ruim 30% terugliep.

## Dankzij Japanse groei nog meer economische dynamiek in Azië

De economische groei in Japan is in het vierde kwartaal versneld tot 1,4% kwartaal-op-kwartaal. Met name de particuliere consumptie en de netto uitvoer droegen bij aan het aantrekken van het herstel. De Japanse uitvoer profiteert al enkele jaren van de sterke economische groei van China. De uitvoer naar China is sinds begin

## Grafiek 2 Voorlopende indicatoren

50 = Geen verandering met voorafgaande maand.



Bron: NTC Research.

2002 verdubbeld. Het aantrekken van de particuliere consumptie in Japan hangt samen met het herstel op de arbeidsmarkt. De nominale lonen namen in het vierde kwartaal met gemiddeld 0,8% toe ten opzichte van een jaar eerder, terwijl gedurende de periode 1997-2004 de jaarlijkse nominale loonstijging negatief was. De werkloosheid is gedaald tot 4,4% in december, en de werkgelegenheid is sinds eind 2004 gegroeid met 1%. De toename van de werkgelegenheid ondersteunt ook het consumentenvertrouwen, dat op het hoogste punt in vijftien jaar staat. De investeringen namen in het vierde kwartaal met 1,1% toe ten opzichte van het derde kwartaal. Dit is een lichte terugval ten opzichte van de groei



Bron: Thomson Financial.

in het derde kwartaal. De vooruitzichten zijn evenwel gunstig. Bedrijven hebben hun winstgevendheid verbeterd. De winst uitgedrukt als percentage van de omzet heeft het hoogste niveau in meer dan twintig jaar bereikt. Vooral grote bedrijven in de verwerkende industrie hebben hun winstgevendheid verhoogd. De hogere winstgevendheid heeft ook de aandelenprijzen opgestuwd. De Nikkei index is in 2005 met bijna 40% in waarde toegenomen.

Hoewel dat al eerder werd aangekondigd, lijkt er nu werkelijk een einde te komen aan een langdurige periode van deflatie, een daling van het prijspeil. De cpi-inflatie bedroeg in december -0,1%. De kerninflatie – de cpi-inflatie uitgezonderd de prijsverandering van voedsel – was in december 0,1%, en loopt al enige tijd langzaam maar zeker op. De Japanse centrale bank heeft de verwachting uitgesproken dat de cpi-inflatie tot maart 2007 uit zal komen op ongeveer 0,5%.

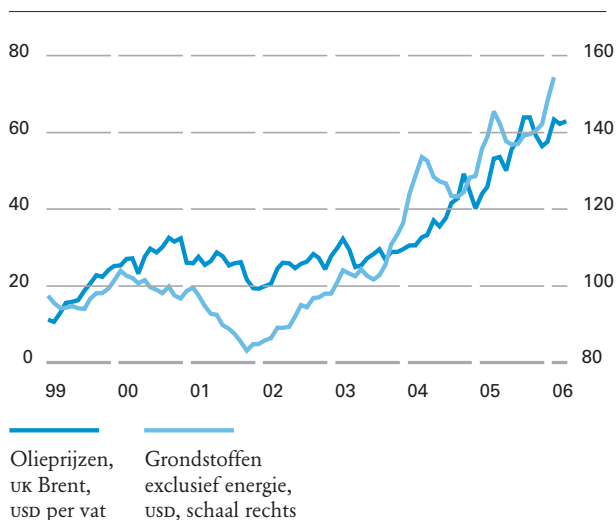
De Chinese economie is in het vierde kwartaal van 2005 met 9,9% gegroeid ten opzichte van dezelfde periode een jaar eerder. Sinds de tweede helft van 2003 ligt de economische groei in China boven de 9%. De Chinese economie is daarmee het vk gepasseerd als vierde economie ter wereld, met name door een explosieve groei van de uitvoer en de (buitenlandse) investeringen. Volgens berekeningen van de OESO is meer dan de helft van de gemiddelde jaarlijkse groei van het bbp in de jaren 1988-2003 toe te rekenen aan de investeringen. Door de sterke groei van de investeringen ontstaan overinvesteringen en onbenutte capaciteit. Daarom zal

de binnenlandse vraag, met name de particuliere consumptie, een grotere bijdrage aan de groei moeten gaan leveren. China kent echter een zeer hoge spaarquote: de particuliere consumptie en de overheidsconsumptie samen bedragen slechts 55% van het bbp. De gunstige ontwikkeling is dat de detailhandelsverkopen in december met 12,5% zijn toegenomen ten opzichte van dezelfde periode het jaar ervoor. Sinds halverwege 2004 ligt de groei van de detailhandelsverkopen boven de 12%, tegen 8% tot 10% in de jaren ervoor. Dit duidt erop dat de groei van de particuliere consumptie geleidelijk aantrekt.

Mede door de sterke groei van de Chinese economie en andere opkomende economieën is de vraag naar olie en andere grondstoffen de afgelopen jaren fors toegenomen. Hierdoor is de prijs van olie de afgelopen drie jaar verdubbeld, en zijn bijvoorbeeld koper, aluminium en zink meer dan verdubbeld in prijs (zie grafiek 3). In de maanden augustus en september bereikte de prijs van olie een hoogtepunt, met gemiddeld bijna USD 64 per vat. Sindsdien is de olieprijs licht gedaald, om vervolgens in het begin van dit jaar weer op te lopen. Dit illustreert dat de olieprijs nog steeds onder invloed staat van de krappe verhouding tussen vraag en aanbod. Verstoringen van het aanbod, zoals de lagere olieproductie in de VS onder invloed van de orkanen, maar ook aanwijzingen voor mogelijke verstoringen in de toekomst, zoals de politieke onrust in Nigeria, vinden momenteel direct zijn weerslag in de olieprijs.

### Grafiek 3 Grondstoffen- en olieprijsen

Index 2000 = 100 respectievelijk niveaus, maandcijfers



Toelichting: Olieprijsen tot en met 2 maart.  
Bron: Thomson Financial.

### Groei Amerikaanse economie tijdelijk lager

De groei van de Amerikaanse economie is in het vierde kwartaal van 2005 onverwachts sterk teruggevallen. De groei bedroeg 1,6% (geannualiseerd, zie tabel 1), tegen 4,1% in het derde kwartaal. De groeivertraging is met name het gevolg van een fors lagere bijdrage aan de groei van de particuliere consumptie. Deze terugval houdt verband met de orkanen Katrina en Rita, en zal naar verwachting tijdelijk van aard zijn. Mede onder invloed van genoemde orkanen viel in de maanden september en oktober het consumentenvertrouwen scherp terug. In het verlengde hiervan daalde de consumptie van duurzame goederen sterk. De beschikbare cijfers voor het eerste kwartaal van dit jaar duiden op een herstel van de particuliere consumptie. Het consumentenvertrouwen, gemeten door de Conference Board, verbeterde in januari tot 106,3, het hoogste niveau sinds midden 2002. De Amerikaanse detailhandelsverkopen namen in januari met 8,5% toe ten opzichte van dezelfde periode een jaar eerder, vergelijkbaar met de groei in het midden van vorig jaar. De groei van de investeringen vertraagde in het vierde kwartaal aanzienlijk, tot 4,4% op jaarbasis, tegen gemiddeld 8,2% op jaarbasis in de eerste drie kwartalen van het jaar. Ook deze terugval is deels het gevolg van de orkanen. De vertraging vond met name plaats in het begin van het vierde kwartaal, toen ondernemers terughoudend werden door de sterke stijging van de olieprijs door de orkanen. Recente cijfers duiden op een herstel van de investeringen. In december namen de bestellingen voor nieuwe kapitaalgoederen met bijna 10% toe ten opzichte van dezelfde periode een jaar eerder. De invoer steeg in het vierde kwartaal fors sneller dan de uitvoer. Vooral de invoer van energie nam toe, onder invloed van de hoge olieprijs.

In januari verhoogde de Amerikaanse centrale bank (de Federal Reserve) voor de veertiende achtereenvolgende keer de beleidsrente met een kwart procentpunt tot 4,5%. Het was de laatste beslissing over de beleidsrente onder voorzitterschap van Alan Greenspan. In februari volgde Ben Bernanke hem op als voorzitter van de Fed. In een toelichting op het laatste rentebesluit heeft de Fed aangegeven dat een verdere verhoging van de beleidsrente wellicht nodig is om zowel een gezonde economische groei als stabiele inflatie te waarborgen. In het bijzonder een verdere toename van de bezettingsgraad alsook de hoge energieprijzen zouden de inflatie verder kunnen opstuwten, volgens het oordeel van de Fed. In januari is de inflatie, gemeten volgens de consumentenprijsindex, evenwel gedaald tot 4,0% ten

**Tabel 1 Bestedingen Verenigde Staten**

Procentuele mutaties respectievelijk procentpunten

	2003	2004	2005	2004				2005			
				I	II	III	IV	I	II	III	IV
Procentuele mutaties ten opzichte van direct voorafgaande periode <sup>1</sup>											
Bbp	2,7	4,2	3,5	4,3	3,5	4,0	3,3	3,8	3,3	4,1	1,6
Particuliere consumptie	2,9	3,9	3,6	4,7	1,9	4,4	4,3	3,5	3,4	4,1	1,2
Private investeringen	3,6	9,7	8,1	7,0	15,1	8,4	7,2	7,0	9,6	8,0	4,4
<i>ICT investeringen</i>	5,1	13,6	13,2	17,1	10,4	8,4	9,2	20,2	14,5	11,1	10,5
Overheidsbestedingen	2,8	2,2	1,8	3,3	2,3	1,8	0,9	1,9	2,5	2,9	-0,7
Export	1,8	8,4	7,0	5,1	6,9	5,4	7,1	7,5	10,7	2,5	5,7
Import	4,6	10,7	6,4	12,0	14,5	4,7	11,3	7,4	-0,2	2,4	12,8
Bijdragen aan bbp-groei; procentpunten <sup>2</sup>											
Particuliere consumptie	2,1	2,7	2,5	3,3	1,3	3,1	3,1	2,5	2,4	2,9	0,8
Private investeringen	0,6	1,5	1,3	1,1	2,4	1,4	1,2	1,2	1,6	1,4	0,8
<i>ICT investeringen</i>	0,2	0,6	0,6	0,8	0,5	0,4	0,5	1,0	0,7	0,6	0,6
Overheidsbestedingen	0,5	0,4	0,3	0,6	0,4	0,3	0,2	0,3	0,4	0,5	-0,1
Voorraadvorming	0,0	0,4	-0,3	0,6	0,9	-0,6	0,0	0,3	-2,3	-0,5	1,6
Netto export	-0,5	-0,8	-0,3	-1,3	-1,6	-0,2	-1,1	-0,4	1,2	-0,1	-1,5

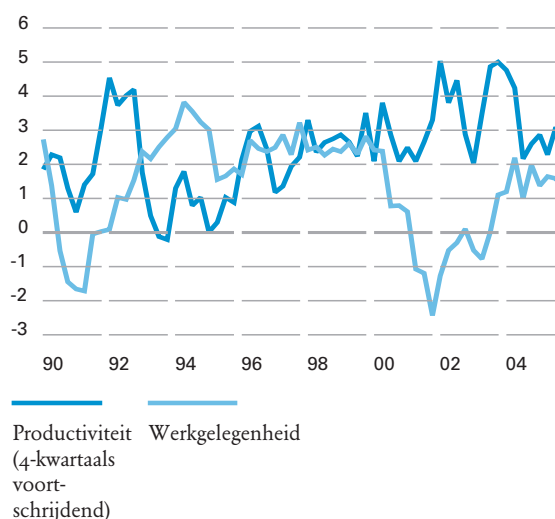
<sup>1</sup> Geannualiseerd.<sup>2</sup> Door statistische verschillen tellen bijdragen niet altijd geheel op tot de bbp-groei.

Bron: Thomson Financial.

opzichte van januari 2005. In september 2005 stond de inflatie nog op 4,7%. De daling van de inflatie sinds september is het gevolg van lagere energieprijzen. De kerninflatie, de prijsstijging exclusief energie en voedselprijzen, nam in januari met 2,1% toe. De kerninflatie ligt al sinds april 2005 op ongeveer dit niveau, wat betekent dat bedrijven de aanzienlijk gestegen grondstoffen- en energieprijzen vooralsnog nauwelijks aan hun klanten doorberekenen. Eén verklaring hiervoor is dat de druk op de prijzen vanuit de arbeidsmarkt nog zeer gematigd is. De loonkosten per eenheid product liepen in het vierde kwartaal met 1,0% op, tegen 2,0% in het derde kwartaal. Deze afname was met name het gevolg van een lagere groei van de uurlonen, die daalde van 5,1% in het derde kwartaal tot 3,3% in het vierde kwartaal. Vooral de werkgeversbijdragen voor de sociale zekerheid en gezondheidszorg stegen in het vierde kwartaal wat minder hard. De groei van de arbeidsproductiviteit viel in het vierde kwartaal iets terug, tot 2,3% op jaarbasis (zie grafiek 4), in lijn met de groeivertraging van het bbp. De groei van de arbeidsproductiviteit in de vs bevindt zich al geruime tijd op een hoog niveau. Over de jaren 1973-1995 bedroeg de groei van de arbeidsproductiviteit gemiddeld 1,5% per jaar. Daarna volgde

#### Grafiek 4 Arbeidsproductiviteit en werkgelegenheid Verenigde Staten

Procentuele mutaties ten opzichte van vorige overeenkomstige kwartaal; geannualiseerd

Toelichting: Non-farm business-sector.  
Bron: Bureau of Labor Statistics.

een versnelling, tot gemiddeld 2,5% per jaar over de jaren 1995-2001. Sindsdien bedraagt de groei van de arbeidsproductiviteit gemiddeld meer dan 3%. De toename van de arbeidsproductiviteit houdt aan, ondanks de recessie, de forse daling van de aandelenprijzen en de onzekerheid die gepaard gaat met de boekhoudschandalen en de terrorismedreiging. Een verklaring hiervoor is dat bedrijven tijd nodig hebben om het maximale rendement te halen uit de investeringen die in eerdere jaren zijn gedaan, waardoor de groei van de arbeidsproductiviteit na-ijlt.

Een belangrijke factor voor de verdere ontwikkeling van de Amerikaanse economie is de huizenmarkt. Sinds 2000 zijn de huizenprijzen met 60% gestegen. Door de huizenprijsstijging hebben veel Amerikanen hun vermogen aanzienlijk zien toenemen. Mede hierdoor is de spaargeneigdheid van huishoudens sterk verminderd. Als percentage van het beschikbare inkomen zijn de besparingen van huishoudens afgenomen van ongeveer 6% in 1990 tot -0,5% in 2005. Dit wordt weerspiegeld in hogere particuliere consumptie. Er zijn aanwijzingen dat de Amerikaanse huizenmarkt stilaan in rustiger vaarwater komt. In december is het aantal verkochte woningen voor de derde achtereenvolgende maand gedaald. Daarnaast was de groei (kwartaal-op-kwartaal) van de leningen met een woning als onderpand in het vierde kwartaal van 2005 voor het eerst in zes jaar negatief (zie grafiek 5). Het betreft hier geen woninghypotheken, maar leningen die gebruikt kunnen worden om vermogen dat zit 'opgeslagen' in de eigen woning aan te wenden voor andere doeleinden, bijvoorbeeld consumptie. Dit duidt erop dat Amerikaanse huishoudens minder gaan

lenen, wat indiceert dat ook de spaarquote weer kan gaan stijgen.

## Eurogebied

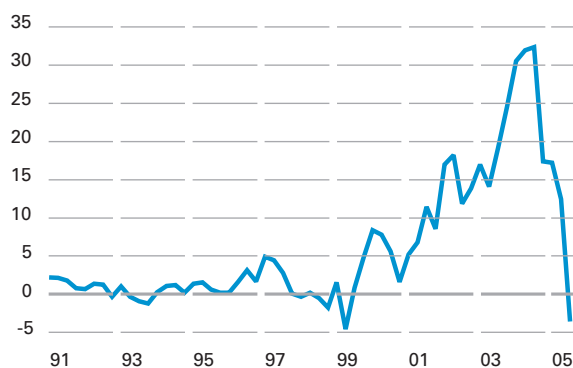
Het herstel van de economie van het eurogebied verloopt in een gematigd tempo. De groei bedroeg in het vierde kwartaal 0,3% kwartaal-op-kwartaal (zie tabel 2). Kwartaal-op-kwartaal groeicijfers zijn echter zeer volatiel. Sinds het begin van het herstel, midden van 2003, beweegt de kwartaal-op-kwartaalgroei zich tussen de 0,2% en 0,7%. Door deze fluctuaties heen kijkend, blijkt de groei gemiddeld over deze periode ruim 0,4% kwartaal-op-kwartaal te bedragen. Dit is 0,1 à 0,2 procentpunt onder het niveau van de trendmatige groei van het eurogebied, dat op ruim 2% op jaarbasis wordt geschat.

Binnen het eurogebied was er een divers beeld. De economische groei in Duitsland vertraagde aanzienlijk van 0,6% kwartaal-op-kwartaal in het derde kwartaal tot 0,0% in het vierde kwartaal. Ook de groei in Frankrijk viel tegen (0,2%). Daar stonden echter sterke cijfers tegenover voor Nederland (1,0%) en Spanje (0,9%). De Spaanse economie groeit al tien jaar sneller dan het Europese gemiddelde. Dit is onder meer het gevolg van een fors verbeterende arbeidsmarkt. De werkgelegenheid is in de jaren 1993-2005 ieder jaar met ongeveer 3% toegenomen, tegen ruim 1% in het eurogebied. Hierdoor neemt de koopkracht, en daarmee de particuliere consumptie, sterker toe dan in het eurogebied. De particuliere consumptie wordt ook ondersteund door aanzienlijk gestegen huizenprijzen. Keerzijde van de sterke groei van de Spaanse economie is dat het tekort op de lopende rekening van de betalingsbalans gestaag is opgelopen, tot 7,3% van het bbp, het hoogste tekort van alle geïndustrialiseerde economieën. Dit duidt er, samen met de relatief hoge inflatie in Spanje, op dat de concurrentiepositie van de Spaanse economie aan het verslechteren is, en de hoge groei op de langere termijn niet houdbaar is.

De condities voor een verder herstel van de economische groei in het eurogebied lijken gunstig. De projecties voor de economische groei door de ECB-staf zijn in maart iets verhoogd. Nu wordt voor 2006 een reële groei van 1,7% à 2,5% voorzien en voor 2007 van 1,5% à 2,5%. Zowel de inkoopmanagersindex (PMI, zie grafiek 6) als de industriële productie laat een stijgende lijn zien. De stijging van de PMI reflecteert deels een sterke verbetering van de deelindex 'export orders' in Duitsland, die toenam van 55,1 in december tot 59,0 in

### Grafiek 5 Leningen op onderpand van woningen Verenigde Staten

Mutaties ten opzichte van direct voorgaande kwartaal; mld usd



Bron: Thomson Financial.



**Tabel 2 Bestedingen eurogebied**

Procentuele mutaties respectievelijk procentpunten

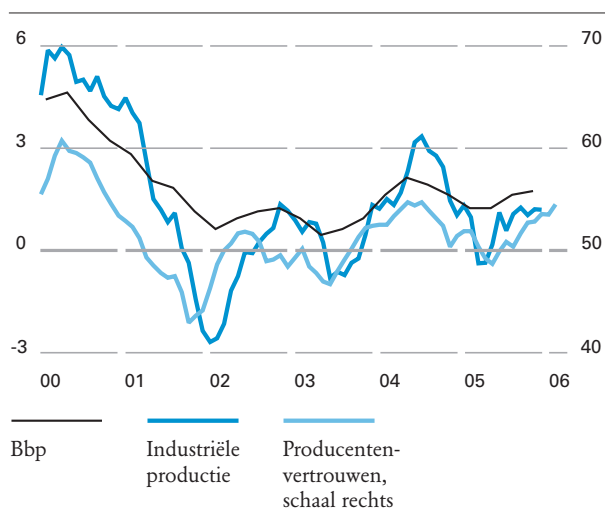
	2003	2004	2005	2004				2005			
				I	II	III	IV	I	II	III	IV
Procentuele mutaties ten opzichte van direct voorafgaande periode											
Bbp	0,7	1,8	1,4	0,7	0,4	0,3	0,2	0,3	0,4	0,7	0,3
Binnenlandse vraag	1,3	1,8	1,7	0,4	0,4	0,6	0,6	0,1	0,5	0,5	0,4
Particuliere consumptie	1,0	1,4	1,4	0,6	0,1	0,2	0,9	0,1	0,3	0,5	-0,2
Overheidsconsumptie	1,7	1,1	1,3	-0,1	0,4	0,4	0,0	0,0	0,8	0,8	0,0
Investerings	0,8	1,8	2,2	0,6	0,4	0,2	0,4	0,2	1,0	1,1	0,8
Export	1,2	5,9	3,9	1,8	2,5	1,2	0,3	-0,9	2,0	3,5	0,5
Import	3,0	6,2	4,7	1,2	2,4	2,0	1,3	-1,5	2,3	3,1	0,9
Bijdrage aan bbp-groei; procentpunten <sup>1</sup>											
Binnenlandse vraag	1,3	1,8	1,6	0,4	0,3	0,6	0,6	0,1	0,5	0,5	0,4
Particuliere consumptie	0,6	0,8	0,8	0,4	0,1	0,1	0,5	0,1	0,2	0,3	-0,1
Overheidsconsumptie	0,3	0,2	0,3	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,2	0,2	0,0
Investerings	0,2	0,4	0,5	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2
Voorraadmutatie	0,2	0,3	0,1	0,0	0,1	0,3	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,4
Netto export	-0,6	0,0	-0,2	0,2	0,1	-0,3	-0,4	0,2	-0,1	0,2	-0,2
Export	0,5	2,2	1,5	0,7	1,0	0,5	0,1	-0,4	0,8	1,4	0,2
Import	-1,0	-2,2	-1,8	-0,4	-0,9	-0,7	-0,5	0,6	-0,9	-1,2	-0,4

<sup>1</sup> Door statistische verschillen tellen bijdragen niet altijd geheel op tot de bbp-groei.

Bron: Thomson Financial.

### Grafiek 6 Economische groei, industriële productie en producentenvertrouwen eurogebied

Procentuele mutaties ten opzichte van vorige overeenkomstige periode respectievelijk niveaus; maandcijfers respectievelijk kwartaalcijfers



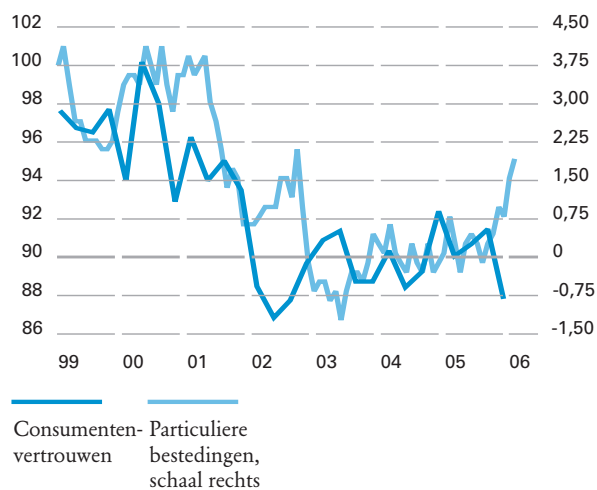
Toelichting: Het producentenvertrouwen is gebaseerd op de maandelijkse enquête gehouden onder inkoopmanagers (PMI).

Bron: Eurostat en NTC Research.

januari, wat historisch gezien een zeer hoge waarde is. Dit bevestigt dat de Duitse uitvoer goed draait. Het aantrekken van de industriële productie indiceert, samen met de gunstige financieringscondities voor bedrijven en het toegenomen producentenvertrouwen, dat het geleidelijke herstel van de investeringen dat in 2005 op gang is gekomen, in 2006 verder kan doorzetten. Wat ontbreekt, althans voor het eurogebied als geheel, is het aantrekken van de particuliere consumptie. In december namen de detailhandelsverkopen maar met 0,8% toe, mede door een forse daling van de winkelverkopen in Duitsland. Dit ondanks krachtig herstel van het vertrouwen van Duitse consumenten, dat op het moment een minder betrouwbare indicator voor de consumptieve bestedingen is (zie grafiek 7). Voor een solide herstel van de groei van de particuliere consumptie in het eurogebied is herstel van de consumptie in Duitsland noodzakelijk. Dit is niet alleen zo omdat de economie van Duitsland een groot aandeel heeft in die van het eurogebied, maar ook omdat andere landen binnen het eurogebied voor hun uitvoer afhankelijk zijn van de vraag uit Duitsland.

### Grafiek 7 Consumentenvertrouwen en particuliere bestedingen Duitsland

Index respectievelijk procentuele kwartaalmutaties ten opzichte van vorige overeenkomstige periode



Bron: Thomson Financial.

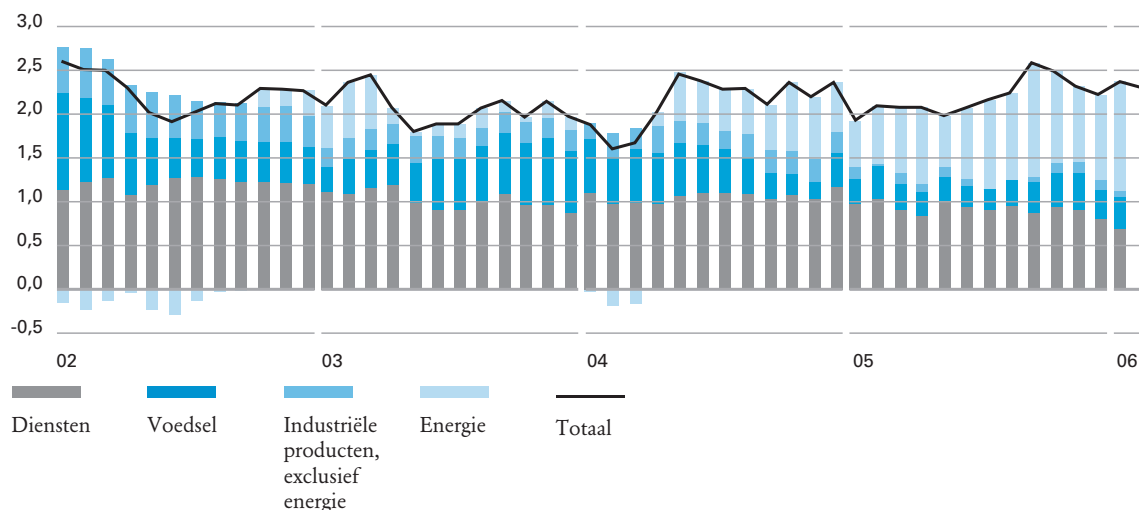
De werkloosheid in het eurogebied bedroeg in december 8,4%, tegen 8,3% in november. Sinds eind 2003 ligt dit cijfer onder de 9%. Het economische herstel in het eurogebied is nog niet sterk genoeg om het werkloosheidspercentage veel verder te doen dalen. Het cijfer voor het eurogebied als geheel maskeert aanzienlijke verschillen tussen landen. In Duitsland is de werkloos-

heid in december 2005 verder opgelopen tot 9,5%, terwijl in Frankrijk juist een geleidelijke daling van de werkloosheid waar te nemen is, tot 9,2% in december. Dat een hoge economische groei tot een afname van de werkloosheid kan leiden bewijst Spanje. Daar is het werkloosheidspercentage in een jaar tijd met 1,5 procentpunt gedaald, tot 8,4% in januari. De stabiel hoge werkloosheid in het eurogebied zorgt ervoor dat de druk vanuit de arbeidsmarkt op de prijzen voorsnog beperkt blijft. De loonkosten namen in het derde kwartaal van 2005 met 2,2% toe ten opzichte van een jaar eerder, tegen 2,5% in het tweede kwartaal.

De inflatie in het eurogebied bedroeg in februari 2,3% (HICP, flash), tegen 2,4% in januari (zie grafiek 8). Het beloop van de inflatie in recente maanden wordt voor een belangrijk deel veroorzaakt door fluctuaties in de energieprijzen. Naast het toegenomen belang van energieprijzen voor het beloop van de inflatie, valt ook op dat de bijdrage van de prijsstijging van industriële producten sinds 2002 duidelijk is afgenomen. Beide ontwikkelingen hangen deels samen. Met de toegenomen integratie van de Chinese economie in de wereldeconomie is niet alleen de vraag naar, en daarmee de prijs van, energie toegenomen, maar is ook het aanbod van laaggeschoolde arbeid gestegen. Laatstgenoemde ontwikkeling draagt eraan bij dat, wereldwijd, de druk vanuit de arbeidsmarkt op de prijzen, vooral die van industriële producten, beperkt blijft. Door de doorwerking van de olieprijs heeft de ECB-staf de inflatieprojecties in beperkte mate

### Grafiek 8 Inflatie eurogebied

Procentuele bijdragen aan HICP-inflatie; maandcijfers



Bron: Eurostat.

opwaarts herzien: tot 1,9% à 2,5% in 2006 en 1,6% à 2,8% in 2007.

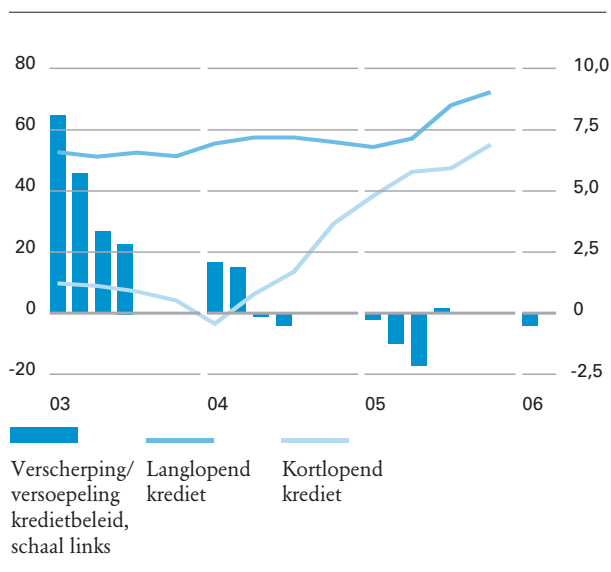
#### Monetaire ontwikkelingen en rentebeleid

In maart 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 2,5%. De rentestap volgde op de eerdere renteverhoging van 25 basispunten in december 2005. De renteverhoging werd ingegeven door een verslechtering van de vooruitzichten voor prijsstabiliteit in het eurogebied. Zoals in de paragraaf hiervoor is toegelicht stuwden de hoge energieprijzen de inflatie in de eerste maanden van dit jaar op, terwijl de economische vooruitzichten in het eurogebied iets zijn verbeterd. Hierdoor is het risico op doorwerking van de hogere energieprijzen naar lonen en consumentenprijzen toegenomen. De renteverhoging draagt bij aan het verankeren van de inflatieverwachtingen op een laag niveau dat overeenstemt met prijsstabiliteit.

De groei van de bancaire kredietverlening in het eurogebied liep in het vierde kwartaal verder op en bevestigde daarmee het beeld van een aantrekkelijke conjunctuur (zie grafiek 9). In de kwartaalenquête rapporteerden de grootbanken in het eurogebied tevens een scherpe stijging van de vraag van bedrijven naar

#### Grafiek 9 Krediet aan bedrijven eurogebied

Percentage respondenten dat leenvoorwaarden aanscherpt respectievelijk procentuele jaaromtrentes; kwartaalcijfers



Toelichting: Het netto percentage geeft de verhouding aan tussen banken die kredietvoorwaarden aanscherpen dan wel versoepelen, waarbij de waarden variëren van -100% (alle banken versoepelen) tot +100% (allen verscherpen).  
Bron: ECB.

kortlopende bancaire kredieten. Dit zijn voornamelijk handels- en overbruggingskredieten, die doorgaans samenhangen met een groeiende bedrijvigheid. De kredietverlening aan huishoudens wordt gedomineerd door een snelle groei van de woninghypotheken. Met name in de lidstaten waar uitbundige huizenprijsstijgingen plaatsvonden, nemen de hypothecaire schuld-niveaus en rentegevoeligheid van huishoudens snel toe. Dit kan een zorgelijke ontwikkeling zijn. Als de huizenprijsontwikkeling excessief zou blijken, dan kunnen risico's ontstaan voor de financiële stabiliteit. Uit de genoemde enquête blijkt dat banken de kredietvoorwaarden voor woninghypotheken wat hebben aangescherpt in het eerste kwartaal van 2006.

De groei van de geldhoeveelheid bedroeg gemiddeld 7,3% in het vierde kwartaal van 2005, iets lager dan in het derde kwartaal. De robuuste groei van M3 werd voornamelijk gedreven door een sterke groei van de girale deposito's, hetgeen normaliter duidt op een aantrekkende vraag naar transactiekassen. Een deel van de aanwas van girale deposito's is echter mede te verklaren doordat de lage rente weinig prikkels geeft om geld over te maken naar spaardeposito's. Een gedeelte van de girale tegoeden zal derhalve uit hoofde van het spaarmotief worden aangehouden en niet worden aangewend voor bestedingen.

#### Nederlandse economie krijgt vaart

De Nederlandse economie is in het vierde kwartaal fors gegroeid: volgens voorlopige cijfers met 1,0% ten opzichte van het voorafgaande kwartaal (zie tabel 3). In het derde kwartaal bedroeg de groei nog 0,7%. De Nederlandse economie begint dus vaart te krijgen. Niettemin namen de investeringen in het vierde kwartaal sterk af, met 4,0%. Met name investeringen in bedrijfsgebouwen, grond-, weg-, en waterbouw, en vervoermiddelen daalden. Daarentegen hield de groei van de investeringen in computers, die al geruime tijd flink is, aan. De vooruitzichten voor de investeringen zijn gemengd. Het producentenvertrouwen is in januari verbeterd. Producenten zijn vooral optimistischer geworden over hun toekomstige productie. Ook geeft 9% van de ondernemers aan te verwachten het personeelsbestand de komende maanden uit te breiden, het hoogste cijfer sinds juni 2001. Het productenvertrouwen ligt echter nog wel onder het niveau dat het in de tweede helft van vorig jaar bereikte. De bezettingsgraad van de industrie is in het eerste kwartaal verder afgenomen, tot 81,4%. Daarmee is de bezettingsgraad terug op het



**Tabel 3 Bestedingen Nederland**

Procentuele mutaties respectievelijk procentpunten

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

<sup>1</sup> Exclusief voorraadvorming.<sup>2</sup> Door statistische verschillen tellen de bijdragen niet altijd op tot de bbp-groei.

Bron: CBS.

niveau dat het in het midden van 2003, het dieptepunt van de economische groei, bereikte.

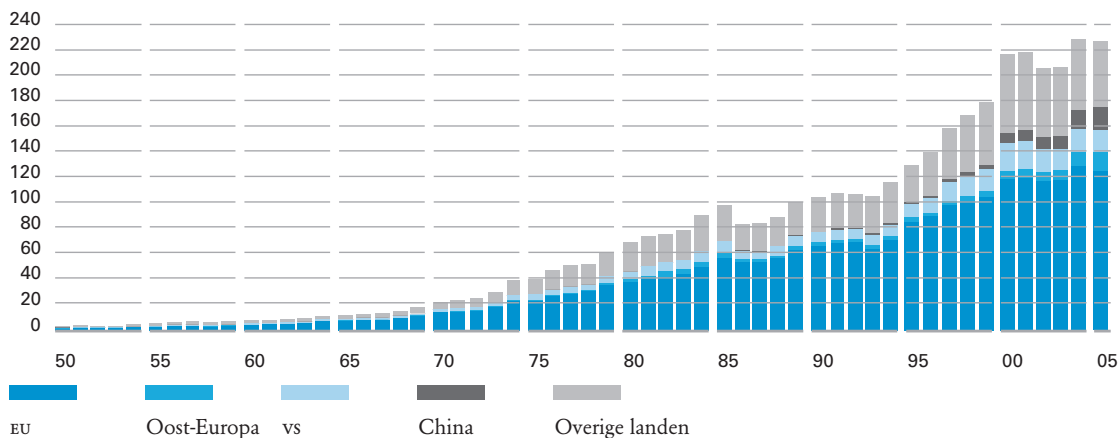
De buitenlandse handel leverde een belangrijke bijdrage aan de verdere versnelling van de bbp-groei in het vierde kwartaal. De groei van de uitvoer nam licht toe, van 1,8% in het derde kwartaal tot 1,9% in het vierde kwartaal. Maar de groei van de invoer viel sterk terug, tot 0,9% in het vierde kwartaal, voornamelijk door minder invoer van diensten. Hierdoor nam de bijdrage van de netto export aan de bbp-groei toe van -0,7% in het derde kwartaal tot 0,9% in het vierde kwartaal. De bijdrage van de netto export aan de groei laat al een aantal kwartalen achtereen flinke schommelingen zien, maar blijft – gemiddeld – de belangrijkste bron van groei voor de Nederlandse economie. In het vierde kwartaal liep ook de invoer van goederen uit China, die in hoofdzaak weer worden uitgevoerd naar andere landen in Europa, verder op. Het aandeel van China in de totale invoer van Nederland is de afgelopen jaren sterk opgelopen (zie grafiek 10). Tot 1993 was dit aandeel minder dan 1%. In 2005 bedroeg het aandeel van China in de totale Nederlandse invoer 7,7%, ongeveer gelijk aan het aandeel van de Verenigde Staten. Over de periode 1993-2005 is het aandeel van de EU-landen in de Nederlandse invoer juist afgenomen, van ruim 60% tot 55%.

De particuliere consumptie nam in het vierde kwartaal licht toe met 0,1% ten opzichte van het voorafgaande kwartaal. In de twee voorafgaande kwartalen was de particuliere consumptie nog met 0,8%, respectievelijk 0,9% gestegen. Sinds de zomer van 2005 zijn vooral de uitgaven aan duurzame consumptiegoederen, zoals consumentenelektronica en meubels, flink hoger ten opzichte van een jaar ervoor. In het vierde kwartaal heeft de consument echter een pas op de plaats gemaakt. Eén kwartaal is een te korte periode om te kunnen concluderen dat hiermee een vroegtijdig einde is gekomen aan het herstel van de binnenlandse bestedingen. Het consumentenvertrouwen, een belangrijke voorlopende indicator voor de particuliere consumptie, bleef in januari vrijwel ongewijzigd. Niettemin vertoont het consumentenvertrouwen vanaf september vorig jaar een stijgende lijn, met name door een verbeterd oordeel over het economische klimaat. De koopbereidheid, een samengestelde indicator die gebaseerd is op het oordeel van consumenten over hun eigen financiële situatie en op de vraag of het een gunstige tijd is voor het doen van grote aankopen, laat echter nog weinig verbetering zien.

Dat de groei van de particuliere consumptie nog niet doorzet, houdt mogelijk verband met het beloop van het reëel beschikbare inkomen van huishoudens.

**Grafiek 10 Invoer Nederland naar herkomst 1950-2005<sup>1</sup>**

Miljarden euro



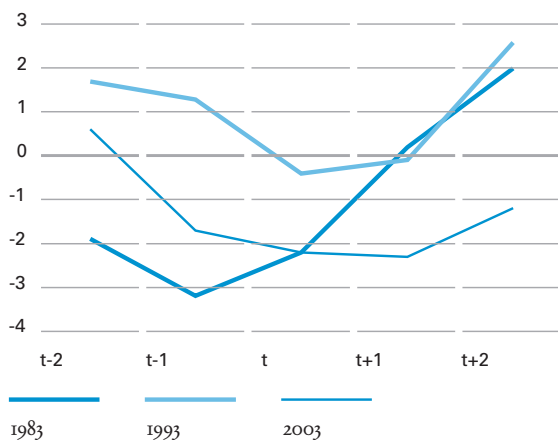
<sup>1</sup> 2005: Januari tot en met november.  
Bron: CBS.

Het reëel beschikbare inkomen liep in de periode 2002-2005 cumulatief met ongeveer 7% terug, en met 2% in 2005. Mede hierdoor overtreffen de consumptieve bestedingen al enkele jaren het beschikbare inkomen en zijn de individuele besparingen negatief (zie voor analyse van het spaargedrag van Nederlandse huishoudens het artikel 'Spaargedrag van Nederlandse huishoudens', elders in dit Kwartaalbericht).

Op de Nederlandse arbeidsmarkt heeft een herstel zich ingezet. In het vierde kwartaal groeide de werkgelegenheid (in arbeidsjaren) met 0,1% ten opzichte van

**Grafiek 11 Werkgelegenheid rond drie cyclische dieptepunten**

Procentuele mutaties; arbeidsjaren



Bron: CBS en CPB.

een jaar eerder. Dit is de eerste toename sinds het tweede kwartaal van 2002. Grafiek 11 laat de ontwikkeling van de werkgelegenheid in de marktsector zien rond het dieptepunt van de huidige conjunctuurcyclus – 2003 – in relatie tot de werkgelegenheid rond eerdere perioden van conjunctureel herstel. Wat opvalt, is dat het niveau van de werkgelegenheidsgroei nu weliswaar lager is dan in het verleden, maar dat de toename van de groei wel vergelijkbaar is. Ook de werkloosheid heeft inmiddels een duidelijke omslag gemaakt. In de drie maanden tot en met januari bedroeg de werkloosheid 6,1% van de beroepsbevolking. Een jaar eerder was dit nog 6,5%. Voorlopende indicatoren, zoals het aantal vacatures en de vraag naar uitzendwerk, duiden al geruime tijd op een verbetering van de arbeidsmarkt. Werkloosheidsverwachtingen van huishoudens zijn sinds de tweede helft van 2005 snel verbeterd. In juni 2005 verwachtte per saldo 33% van de ondervraagden een toename van de werkloosheid, terwijl in januari van dit jaar dit saldo was gedaald naar 3%, het laagste niveau sinds midden 2001.

De Nederlandse inflatie (cpi) kwam in januari uit op 1,3%. Dit is fors lager dan in december, toen de cpi-inflatie 2,0% bedroeg. De daling is voor een aanzienlijk deel het gevolg van een aantal overheidsmaatregelen. De afschaffing van het gebruikersdeel van de onroerendezaakbelasting draagt voor bijna 0,5 procentpunt bij aan de daling. Daarnaast steeg de overheidsbijdrage aan de kosten van kinderopvang aanzienlijk, waardoor de eigen bijdrage van ouders daalde. Dit droeg bijna 0,2 procentpunt bij. Dit is een raming voor het gemiddel-

de Nederlandse huishouden. Echter, voor huishoudens die geen gebruik maken van kinderopvang is deze prijsdaling niet van toepassing. Meer algemeen maskeert de cpi-inflatie dat de inflatie voor verschillende bevolkingsgroepen uiteen kan lopen. Zo besteden consumenten met lagere inkomens naar verhouding een groter deel van hun budget aan vaste lasten. De prijsstijging van vaste lasten lag de afgelopen jaren duidelijk boven die van de overige uitgaven. Hierdoor zijn de reële inkomensverschillen toegenomen (zie grafiek 12).

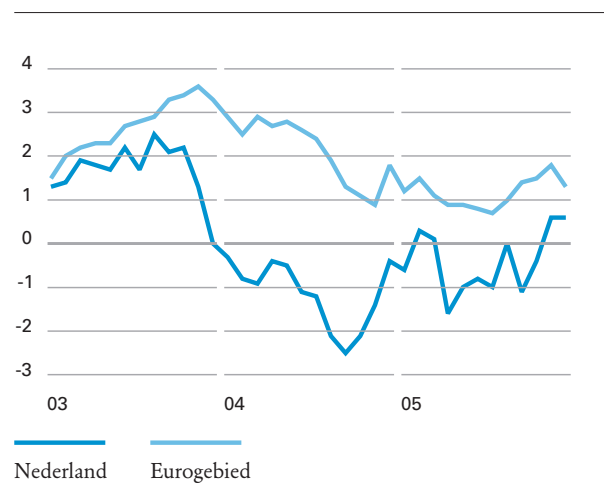
Vergeleken met het gemiddelde van het eurogebied is de inflatie in Nederland nog steeds laag. De inflatie gemeten volgens de Europees geharmoniseerde definitie (HICP), bedroeg in januari 1,8% in Nederland tegen 2,4% in het eurogebied. Een deel van het verschil tussen de Nederlandse inflatie en die in het eurogebied komt voor rekening van de prijsoorlog tussen supermarkten. Sinds het begin van deze prijsoorlog eind 2003 ligt de prijsstijging van producten die in supermarkten worden verkocht duidelijk onder die in het eurogebied als geheel (zie grafiek 13).

#### Bancaire kredietverlening

De kredietverlening van banken aan bedrijven is in het vierde kwartaal van 2005 sterk toegenomen ten opzichte van een jaar daarvoor. De groei kwam uit op 8,0%, het hoogste niveau sinds het derde kwartaal van 2001 (zie grafiek 14). Zowel kredietverlening met een korte als een lange looptijd nam toe, met 8,6% respectievelijk

### Grafiek 13 Supermarktinflatie

Procentuele mutaties ten opzichte van vorige overeenkomstige maand



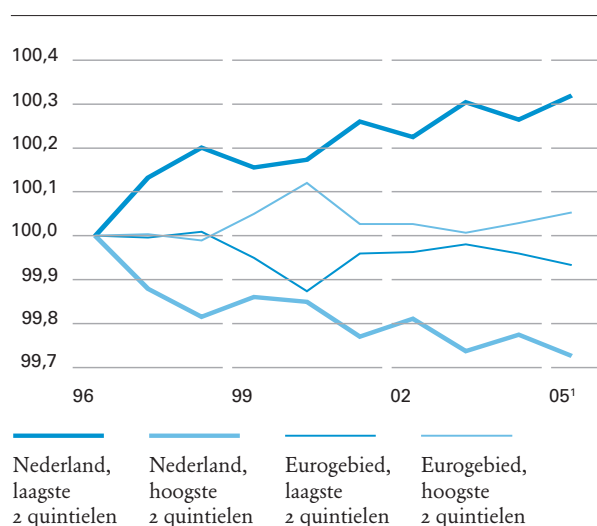
Bron: Eurostat.

7,8%. In het derde kwartaal nam de korte kredietverlening met slechts 0,9% toe, en in de zestien kwartalen daarvoor was steeds sprake van een afname van de korte kredietverlening. Het lijkt er daarom op dat bedrijven klaar zijn met het herstructureren van hun balansen.

Bij gezinnen is de kredietverlening in de vorm van woninghypotheken in het vierde kwartaal van 2005 met 11,8% toegenomen. In de vijf kwartalen bedroeg de groei van de waarde van hypotheekverlening telkens ongeveer 10%. De sterke groei van de hypotheekverlening

### Grafiek 12 Prijsontwikkeling per inkomensgroep

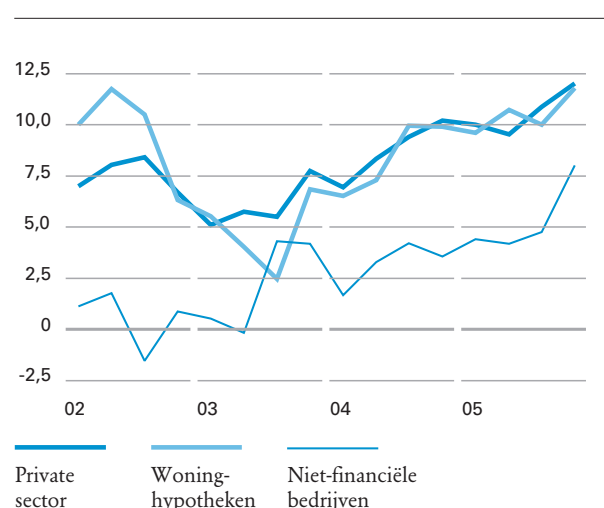
Indexcijfers 1996 = 100



1 Januari tot en met oktober.  
Bron: Eurostat en eigen berekening.

### Grafiek 14 Bancaire kredietverlening aan de private sector in Nederland

Procentuele mutaties ten opzichte van vorige overeenkomstige kwartaal



hangt deels samen met het lage niveau van de lange rente. Ook de aanhoudende stijging van de huizenprijzen speelt een rol, waardoor starters op de woningmarkt gedwongen worden een hoge hypotheek in verhouding tot hun inkomen af te sluiten. Volgens het Kadaster bedroeg de gemiddelde prijsstijging van woningen in het vierde kwartaal 4,0% ten opzichte van een jaar eerder.

De groei van de totale kredietverlening aan de private sector is de afgelopen jaren geleidelijk toegenomen, en in het vierde kwartaal uitgekomen op 12,0%, het hoogste niveau sinds het eerste kwartaal van 2001. Dit ondersteunt het beeld dat de Nederlandse economie stilaan vaart krijgt.