

Nederland in het eurogebied

De vooruitzichten van de wereldeconomie zijn in de afgelopen maanden verder verbeterd. Meevallende groeipresaties in diverse regio's waren voor het IMF aanleiding om zijn groeiprognozes opwaarts bij te stellen. De Verenigde Staten lopen bij het herstel voorop. De Aziatische regio (exclusief Japan) blijft met een groei van ongeveer 6% een belangrijke motor van de wereldeconomie. Ook de Japanse economie is opgeveerd en liet in het vierde kwartaal een verrassend hoge economische groei zien. In Europa is de opleving nog bescheiden. Het Nederlandse bbp nam in het vierde kwartaal met 0,3% toe, na drie kwartalen van stevige krimp en één kwartaal van nulgroei. Het conjuncturele dieptepunt lijkt daarmee gepasseerd te zijn, vooral ook omdat in de rest van de wereld het herstel al verder is voortgeschreden. Een open economie als Nederland zal daarvan kunnen profiteren, ook al wordt het daarbij gebinderd door de verslechterde concurrentiepositie.

Het herstel van de wereldeconomie is in de afgelopen maanden verder verbreed en verdiept, en is nu in alle regio's zichtbaar. De reductie in de onzekerheid bij beleggers, bedrijven en gezinnen na de afloop van de Irak-oorlog heeft geleid tot een omslag in het economische beeld. Ook ondervindt de wereldeconomie de gunstige effecten van (eerdere) forse beleidsverruimingen in de Verenigde Staten en Europa. Het IMF heeft onlangs laten weten zijn groeiprognozes opwaarts te gaan bijstellen.

De Verenigde Staten lopen bij het herstel voorop. De Amerikaanse groei voor 2003 lijkt op 3,1% uit te komen, wat 1/2 procentpunt meer is dan het IMF een half jaar geleden nog dacht. De tweede motor van de wereldeconomie is Azië exclusief Japan (China, India, Korea en Zuidoost Azië). Deze regio produceert tegenwoordig een kwart van het wereld-bbp. De dominante economie van dit blok is China, dat volgens voorlopige cijfers een economische groei beleefde van 9,1% in 2003. De economische groei van de Aziatische regio zal naar verwachting in 2003 meer dan 6% bedragen. Ook Japan wist in 2003 een sterke verbetering van de groei te realiseren. Het herstel wordt gedreven door de export, met name naar China. Zo is tweederde van de Japanse exportgroei te danken aan de intensievere handel met China. Met enige vertraging heeft ook voor de Europese economie de keer ten goede plaatsgevonden. Na de krimp in het tweede kwartaal, lieten de meeste Europese landen in het derde en vierde kwartaal weer een bescheiden groei zien. Het Europese herstel is nog aarzelend en leunt sterk op de export. Het goede nieuws voor Europa bestaat tot nu toe dan ook voornamelijk uit de voor spoedige ontwikkelingen in de rest van de wereld.

Het conjuncturele herstel is al langere tijd zichtbaar in diverse voorlopende indicatoren, die vanaf de lente van 2003 sterke stijgingen vertonen (grafiek 1). Zo zijn wereldwijd de aandelenbeurzen opgeveerd. De S&P500 index is sinds maart 2003 (net voor de Irak-oorlog) met 40% gestegen en de Japanse Nikkei met 35%. De Europese koersen, die sterk waren gedaald vanwege het achterblijvende economische herstel, gingen zelfs harder omhoog (DAX +80%, Eurostoxx +55%, AEX +65%). Niettemin liggen de huidige koersniveaus nog altijd zo'n 45 à 50% onder hun piek in het voorjaar van 2000, met uitzondering van de VS (25 à 30%). Een andere indicator die al maanden op een economische opleving wijst, is het gestegen producentenvertrouwen in de industrie, dat onder meer de verbeterde vooruitzichten voor de wereldhandel weerspiegelt. De toonaangevende Duitse Ifo-indicator is 9 maanden achtereen gestegen tot het hoogste niveau in 3 jaar, maar is in februari onverwachts gedaald. Dit illustreert de onzekerheid waarmee het Europese herstel nog is omgeven. Belangrijker nog is dat ook het vertrouwen in de dienstensector, die tegenwoordig 60% van het bbp produceert, sterk is toegenomen.

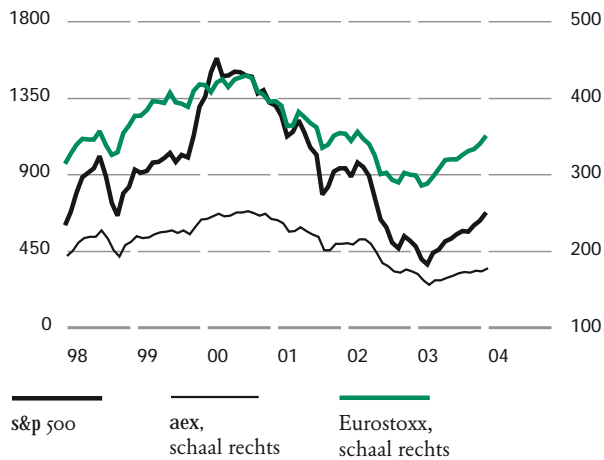
Onevenwichtigheden op lopende rekeningen vormen risico voor herstel

Het herstel van de wereldeconomie wordt gekenmerkt door grote betalingsbalansonevenwichtigheden die een bron van risico vormen. Het omvangrijke tekort op de Amerikaanse lopende rekening (dit jaar waarschijnlijk 5% bbp) is daarvan het bekendste voorbeeld, maar lopenderekingsaldi zijn per definitie symmetrisch. Grote tekorten in het ene land gaan hand in hand met grote overschotten in andere landen. Meer evenwichtige betalingsbalansverhoudingen zijn van belang voor een stabiele ontwikkeling van de wereldeconomie op wat langere termijn. Onevenwichtigheden die op lange termijn onhoudbaar zijn, creëren namelijk onzekerheid over de manier waarop deze in de toekomst zullen worden gecorrigeerd.

Bezorgdheid over het hardnekkige en omvangrijke tekort op de lopende rekening van de VS heeft in de afgelopen twee jaar geleid tot een forse waardevermindering van de dollar. In januari 2004 was de dollar gemiddeld 0,80 euro waard, terwijl dat in januari 2002 nog 1,12 euro was. Ook de relatief lage Amerikaanse rente en het sterk gestegen begrotingstekort spelen bij deze waardedaling een rol. De gedaalde besparingen van de overheid, die tot uitdrukking komen in het sterk toege-

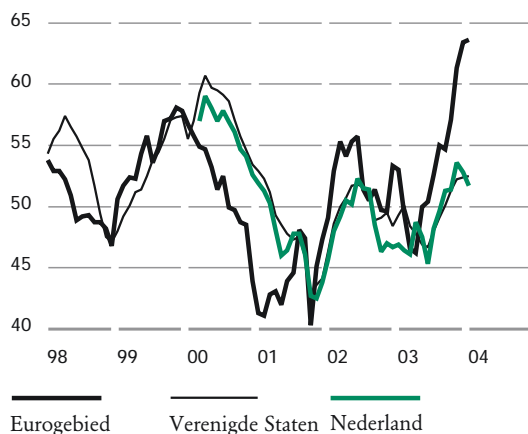
Grafiek 1 Voorlopende indicatoren

Beurskoersen



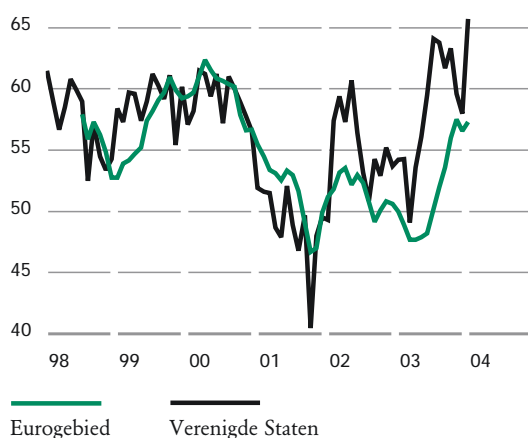
Producentenvertrouwen industrie

50 = Geen verandering met voorafgaande maand



Producentenvertrouwen dienstensector

50 = Geen verandering met voorafgaande maand



nomen overheidstekort, zijn een belangrijke onderliggende oorzaak van het tekort op de Amerikaanse lopende rekening. De waardedaling van de dollar zal op termijn leiden tot een geringer tekort op de lopende rekening van de vs, en kleinere overschotten bij andere economieën. Sinds een half jaar zijn de eerste effecten van de lagere dollar zichtbaar in vorm van de stijgende exporten van de vs.

De omvang van de waardedaling van de dollar verschilt van munt tot munt. Ten opzichte van Aziatische valuta's is de dollar veel minder sterk gedeprimeerd dan ten opzichte van de euro (grafiek 2). De Aziatische landen hebben door middel van massale interventies de verzwakking van de dollar afgeremd, en daarmee hun concurrentiepositie beschermd. Deze interventies financierden in 2003 meer dan de helft van het Amerikaanse lopende rekeningtekort. De Japanse overheid, bijvoorbeeld, intervieneerde in 2003 voor *usd* 175 miljard op de valutamarkt. In de afgelopen maand januari kwam daar nog eens het record-bedrag van *usd* 67 miljard bij. De Japanse beleidsmakers zijn erop gebrand te voorkomen dat een stijging van de yen de nog steeds aanwezige deflatie verergert en dat de economie voor de derde maal op rij in een recessie zal wegglijden. Omdat China een vaste koppeling handhaaft tussen de renminbi en de dollar, moet het veel interveniëren om de opwaartse druk op zijn munt weg te nemen. Zolang China zijn munt niet laat appreciëren, zullen de andere Aziatische landen, die belangrijke handelspartners en concurrenten van China zijn, weinig genegen zijn dat wel te doen.

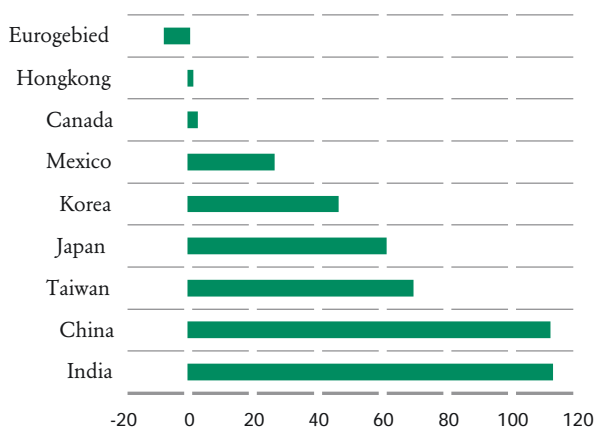
Het Aziatische wisselkoersbeleid vertraagt het aanpassingsproces naar evenwichtige betalingsbalansverhoudingen. Het betekent ook dat de aanpassingslast van lagere exporten naar de vs en hogere importen uit de vs ongelijk over de landen wordt verdeeld. Bovendien verhoogt het het risico op handelsconflicten, met name tussen de vs en zijn handelspartners, doordat het de indruk wekt van oneerlijke concurrentie en *dumping*. Dit stimuleert de lobby door het bedrijfsleven voor protectionistische maatregelen, zoals handelstarieven en quota, waardoor consumenten uiteindelijk slechter af zijn. Zo heeft de vs onlangs een quotum ingesteld voor de import van textiel uit China.

Krachtig herstel in de Verenigde Staten

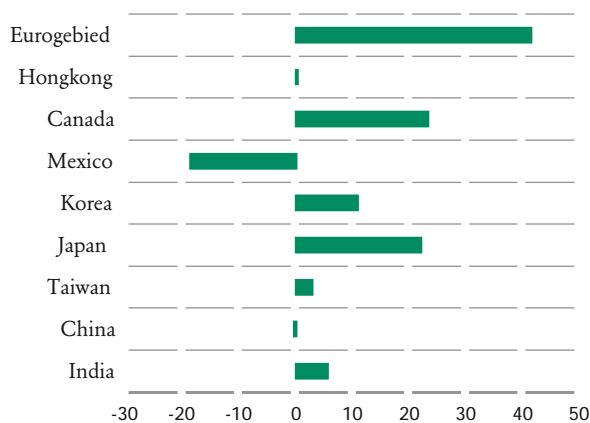
De opleving van de Amerikaanse economie heeft zich in het vierde kwartaal voortgezet. Na het spectaculaire derde kwartaal, toen de bbp-groei 8,2% (geannualiseerd,

Grafiek 2 Accumulatie officiële valutareserves en wisselkoersmutatie ten opzichte van de us dollar
Valutareserves

Procentuele mutaties van 1 januari 2002 tot ultimo 2003


Wisselkoersmutatie ten opzichte van de us dollar

Procentuele mutaties van 1 januari 2002 tot ultimo 2003



Bron: imf.

kwartaal-op-kwartaal) bedroeg, werd in het vierde kwartaal een respectabele 4,1% gescoord (tabel 1). Indien de Amerikaanse economie dit jaar in dit tempo door blijft groeien, wordt het jaarcijfer voor 2004 4,5%. Een uitsplitsing van de bestedingen laat zien dat de conjunc-

turele opgang steeds breder wordt gedragen. Nadat in 2001 en 2002 de economie vooral overeind was gehouden door de consumenten en de overheid, gingen in 2003 ook de investeringen een grote bijdrage leveren. Het krachtige herstel van de investeringen in 2003 – een

Tabel 1 Economische groei Verenigde Staten

	2001	2002	2003	2002		2003			
				iii	iv	i	ii	iii	iv ³
Procentuele mutaties ten opzichte van direct voorafgaande periode ²									
Bbp	0,5	2,2	3,1	3,4	1,3	2,0	3,1	8,2	4,1
Particuliere consumptie	2,5	3,4	3,1	2,0	2,2	2,5	3,3	6,9	2,7
Particuliere investeringen ¹	-3,2	-3,7	4,4	0,6	2,1	1,1	6,1	15,8	9,3
ICT investeringen	-2,1	0,4	13,7	14,2	-1,5	17,2	16,7	27,1	17,1
Overheidsbestedingen	2,8	3,8	3,4	2,5	7,1	-0,4	7,4	1,8	0,8
Uitvoer	-5,2	-2,4	2,1	4,3	-3,7	-2,0	-1,1	9,9	21,0
Invoer	-2,6	3,3	4,0	4,1	8,2	-6,8	9,1	0,8	16,4
Bijdragen aan bbp-groei, procentpunten ³									
Particuliere consumptie	1,7	2,4	2,2	1,4	1,6	1,8	2,3	4,9	1,9
Particuliere investeringen ¹	-0,5	-0,6	0,7	0,1	0,3	0,2	0,9	2,3	1,4
ICT investeringen	-0,1	0,0	0,6	0,6	-0,1	0,8	0,8	1,3	0,9
Overheidsbestedingen	0,5	0,7	0,6	0,5	1,3	-0,1	1,4	0,3	0,2
Voorraadvorming	-0,9	0,4	0,0	1,6	-0,4	-0,7	-0,2	-0,1	0,9
Netto export	-0,2	-0,7	-0,4	-0,2	-1,5	0,8	-1,3	0,8	-0,3

¹ Exclusief voorraadvorming.

² Op jaarbasis gebracht.

³ Door statistische verschillen tellen bijdragen niet altijd geheel op tot de bbp-groei.

Bron: Bureau of Economic Analysis, Department of Commerce.

groei van 4,3% na twee jaren van krimp met 3 à 4% – biedt goede vooruitzichten op een duurzame expansie van de economie en een substantiële groei van de werkgelegenheid. Onder invloed van de (eerdere) daling van de dollar en de aantrekkende economie elders in de wereld schoten bovendien de exporten omhoog. In het derde kwartaal was de uitvoergroei bijna 10% (geannualiseerd) en in het vierde meer dan 20%.

In het licht van de conjuncturele opleving blijft de inflatie zich opvallend gematigd ontwikkelen. In januari was de cpi-inflatie 1,9%, en de kerninflatie (de inflatie gecorrigeerd voor energie en voeding) 1,1%. De deflator van de consumptieve uitgaven exclusief energie en voeding – de favoriete inflatiemaatstaf van de Federal Reserve – steeg slechts 0,8%, de laagste uitkomst in 45 jaar. De lage kerninflatie weerspiegelt de dalende arbeidskosten per eenheid product (door de gunstige ontwikkeling van de arbeidsproductiviteit en de lage loonstijging in verband met de werkloosheid) en de grote concurrentiedruk op productmarkten. De Federal Reserve lijkt zich minder zorgen te maken over het risico van deflatie. In de vergadering van januari werd besloten de *federal funds target rate* te handhaven op 1,0%, het laagste niveau in 45 jaar. Maar in plaats van te beloven de rente voor ‘een aanzienlijke periode op het lage niveau te houden’, zegt de Fed nu ‘geduld te kun-

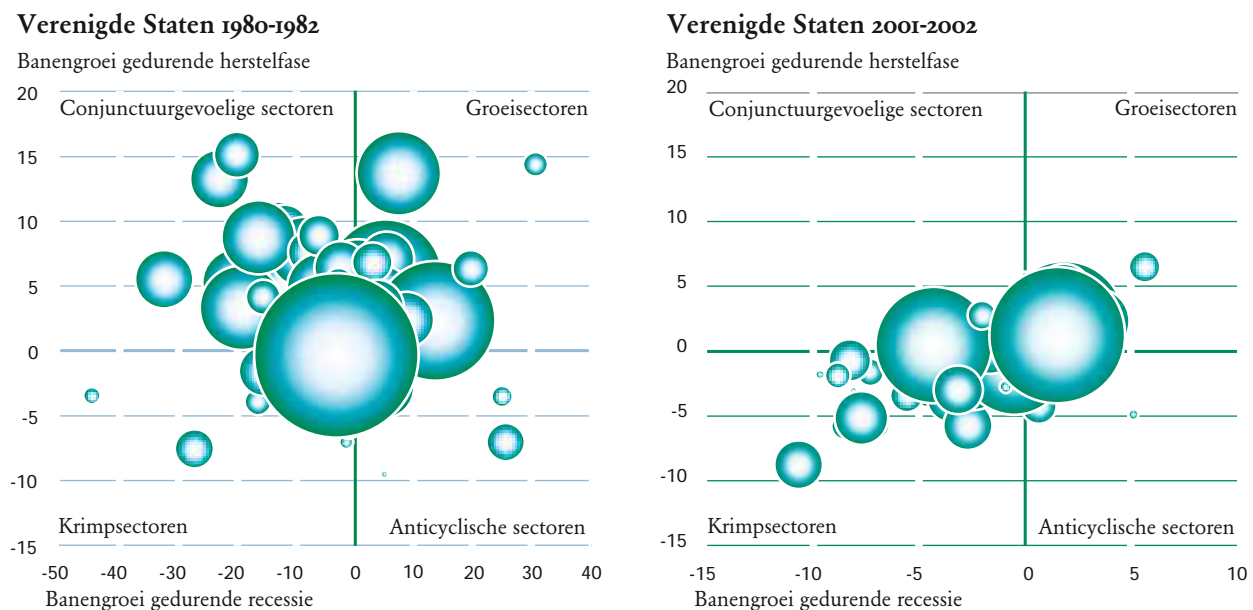
nen hebben bij het verwijderen van de monetaire stimulans’. De financiële markten hebben dit accentverschil opgevat als een aanwijzing dat een renteverhoging mogelijk eerder zal plaatsvinden.

De Amerikaanse arbeidsproductiviteit heeft zich de laatste jaren bijzonder gunstig ontwikkeld. De structurele verhoging die zich al sinds 1995 voordoet, is nog steeds intact. In de huidige conjunctuurcyclus groeit de productiviteit 1 à 2 procentpunt sneller dan in eerdere cycli. De keerzijde van de medaille is dat, vergeleken met andere cycli, de ontwikkeling van de werkgelegenheid ver achterblijft bij de verwachting. De werkloosheid bedroeg in januari 5,6% van de beroepsbevolking, 0,2 procentpunt lager dan een jaar eerder. Net zoals in 1991-1992, kent de vs ook nu weer een *jobless recovery*.

Een analyse van de werkgelegenheidsontwikkeling op sectorniveau tijdens neergaande en opgaande conjunctuurfases biedt een verklaring voor het trage herstel van de werkgelegenheid. Puur conjuncturele factoren hebben aan belang verloren in vergelijking met structurele factoren. In grafiek 3 is voor elke sector de banengroei tijdens de macro-economische neergang (horizontale as) afgezet tegen de banengroei tijdens de opgaande fase (verticale as). Als conjuncturele factoren dominant zijn, zullen veel bedrijfstakken te vinden zijn in het noordwestelijke kwadrant van grafiek 3: in reces-

Grafiek 3 Banengroei per sector gedurende perioden van recessie en economisch herstel

Procentuele mutatie



Toelichting: De grootte van de cirkels geeft de omvang van het aantal banen weer.
Bron: Bureau of Labor Statistics en Federal Reserve Bank of New York.

sies krimpt het aantal banen en in herstelfases neemt dat weer toe. Zijn structurele factoren dominant, dan vallen de bedrijfstakken uiteen in twee groepen: groeisectoren waar de werkgelegenheid structureel toeneemt en sectoren die in een permanente neergang verkeren en banen afstoten. De groeisectoren zijn te vinden in het noordoostelijke kwadrant en de neergaande sectoren in het zuidwestelijke kwadrant. Uit grafiek 3 blijkt dat de conjunctuurfactor een belangrijke rol speelde in de recessie van 1980-1982, maar dat structurele factoren domineerden in de recessie van 2001-2002. Het banenverlies dat in de afgelopen jaren is opgetreden heeft, meer dan voorheen het geval was, een permanent karakter. Werknemers die hun baan verliezen in de krimpssectoren moeten aan de slag zien te komen in de groeisectoren. Binnen de Amerikaanse economie wordt op deze manier arbeid blijvend geheralloceerd over de bedrijfstakken, waardoor deze efficiënter wordt benut. Dit betekent een veel trager aanpassingsproces op de arbeidsmarkt, vanwege hogere zoekkosten, de noodzaak voor bij- en omscholing en eventueel verhuizing. Daarbij helpt het overigens wel dat de arbeidsmobiliteit in de vs relatief groot is.

Er zijn verschillende (tentatieve) verklaringen waarom structurele veranderingen nu relatief belangrijk zijn. Ten eerste hebben sommige sectoren (bijvoorbeeld de telecom-sector) door overinvesteringen tijdens de boom 'te veel' mensen aangenomen, die vervolgens moeten afvloeien. Ten tweede zijn permanente schokken (zoals technologische vooruitgang en consumentenvoorkeuren) belangrijker geworden in vergelijking met cyclische bewegingen, doordat het macro-economische beleid (monetair, budgettair) effectiever is geworden. Een permanente schok vergt een blijvende aanpassing van het personeelsbestand, terwijl bij een tijdelijke schok een tijdelijke inkrimping of uitbreiding de optimale reactie is. Ten slotte zorgen concurrentiedruk en innovaties ervoor dat het Amerikaanse bedrijfsleven in een permanente staat van herstructurering verkeert (*just-in-time delivery*, *outsourcing*, meer uitzendpersoneel).

Bescheiden groei in het eurogebied

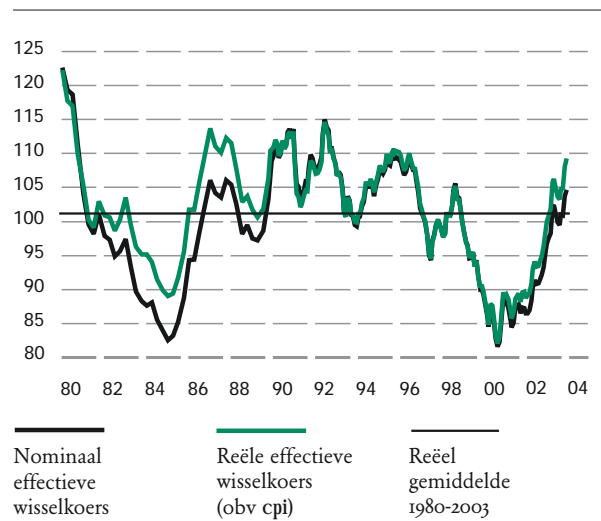
In het eurogebied is het economische herstel tot nu toe nog niet overtuigend. Na een groei van 0,4% (kwartaal-op-kwartaal) in het derde kwartaal, werd volgens een voorlopige raming van Eurostat in het vierde kwartaal een groei van 0,3% bereikt. Voor het jaarcijfer resulteert 0,4%, de slechtste groeiprestatie in tien jaar. Duitsland en Frankrijk zagen in het vierde kwartaal hun bbp met

respectievelijk 0,2% en 0,5% toenemen. Italië boekte een nulgroei. Anders dan in de Verenigde Staten, wordt de opleving van de Europese economie slechts marginaal ondersteund door de particuliere consumptie. In de afgelopen twee jaar droeg de consumptie in de vs gemiddeld 2,3 procentpunt bij aan de economische groei; in het eurogebied was dat maar 0,3 procentpunt. Het consumentenvertrouwen blijft op een laag niveau en is de afgelopen maanden nauwelijks verbeterd. Hoewel de werkloosheid zich in het afgelopen halfjaar heeft gestabiliseerd op 8,8% van de beroepsbevolking, blijft vooral de inschatting van de arbeidsmarktvoorzichten negatief. Het toegenomen vertrouwen van Europese bedrijven hangt dan ook vooral samen met hogere verwachtingen over de afzetmogelijkheden op buitenlandse markten, en minder met een verwachte aanstaande opleving van de binnenlandse bestedingen. Het economische herstel in Europa zal het daarom voorlopig vooral moeten hebben van de aantrekkende wereldhandel.

De aanhoudende appreciatie van de euro vormt een risico voor het herstel van de Europese conjunctuur. Sinds het begin van 2002 is de euro in reële effectieve termen – dat wil zeggen gemiddeld tegenover alle handelspartners en gecorrigeerd voor inflatieverschillen – ongeveer 20% in waarde gestegen (grafiek 4). De effectieve koers van de euro ligt op dit moment ongeveer 10% boven het gemiddelde over de periode 1980-2003. De appreciatie verslechtert de prijsconcurrentiepositie van Europese producenten, waardoor de exporten onder druk komen te staan en de bbp-groei lager kan

Grafiek 4 Effectieve wisselkoersen van de euro

1999-1 = 100



Bron: ecb.

uitvallen. Daartegenover staat dat geïmporteerde goederen goedkoper worden, wat kan leiden tot een lagere inflatie. Simulaties met het door de Bank ontwikkelde model voor de Europese economie (Euromon), laten zien dat een stijging van de effectieve koers van de euro met 10% in het eerste jaar leidt tot een daling van de economische groei van 0,4%. In de twee jaar erna loopt het productieverlies geleidelijk verder op tot 1,0 procentpunt. De inflatiedruk vermindert, waardoor na drie jaar het prijspeil 1,7 procentpunt lager ligt.

Dergelijke modelsimulaties moeten overigens met de nodige voorzichtigheid worden geïnterpreteerd. Er zijn steeds meer empirische aanwijzingen dat de doorwerking van wisselkoersveranderingen op binnenlandse prijzen (de zogeheten *pass-through*) in de loop van de tijd is verminderd. Het belangrijkste transmissiekanaal tussen wisselkoers en reële economie heeft daardoor aan belang verloren. Importeurs en exporteurs vangen wisselkoersfluctuaties steeds meer op in hun winstmarges. De nadelige economische effecten van de sterkere euro zouden daardoor beperkter kunnen uitvallen dan de simulaties suggereren. De gehanteerde empirische modellen zijn immers geschat over een langere periode waarin *pass-through* in het begin een belangrijker fenomeen was. Verscheidene ontwikkelingen hebben bijgedragen aan de afname van de *pass-through*. Zo is het relatieve belang van finale producten in de handelsstromen toegenomen ten koste van grondstoffen en olie, die traditioneel een hoge *pass-through* kennen. Verder is de inflatie op een stabiel laag niveau beland, waardoor prijsontwikkelingen beter voorspelbaar zijn geworden. Prijsverhogingen zijn nu sterker geassocieerd met relatieve prijsverhogingen, die ten koste kunnen gaan van marktaandeel. Ook is het verzekeren tegen wisselkoersfluctuaties (*hedging*) goedkoper en makkelijker geworden.

Monetaire ontwikkelingen en rentebeleid

De Raad van Bestuur van de Europese Centrale Bank (ecb) heeft in de eerste maanden van 2004 de herfinancieringsrente ongewijzigd gelaten op 2,0%, in lijn met de gunstige vooruitzichten voor de prijsontwikkeling in het eurogebied. De hcp-inflatie bedroeg in januari 2,0%, hetzelfde als in december. Inflatieverwachtingen gaan uit van een daling van de inflatie tot onder, maar dicht bij 2,0% in de loop van 2004, voornamelijk als gevolg van een gematigde ontwikkeling van de loonkosten per eenheid product. Ook de appreciatie van de euro draagt bij aan een daling van de inflatie, doordat deze de stijging van de in dollars uitgedrukte grondstoffenprijzen afzwakt. Het beleidsrelevante driemaandsgemiddelde

van de m₃-groei vertraagde in het laatste kwartaal van 2003 tot 7,8%, tegen 8,4% in het derde kwartaal. Afnemende onzekerheid op de financiële markten en de afname van het lange renteverskil tussen Europa en de vs stimuleerden Europese beleggers om hun liquide tegoeden om te zetten in buitenlandse schuldtitels en activa, die buiten de definitie van m₃ vallen.

Vanaf maart 2004 zal de ecb enkele wijzigingen doorvoeren in het operationele kader om onder andere onderbieding van banken bij de basis-herfinancieringstransacties van de ecb tegen te gaan. In 2002 en 2003 kwamen periodes voor dat banken de financiering van hun verplichte reservepositie uitstelden om later in de periode te profiteren van een verwachte renteverlaging. Deze onderbieding leidde in de regel tot extra volatiliteit van de geldmarktrente, en bovendien soms tot enige vertraging in de transmissie van het rentebeleid van de ecb naar de geldmarktrente.

Ook de Nederlandse economie klimt uit het dal

Volgens voorlopige cijfers van het cbs bedroeg de economische groei in 2003 -0,8%, de slechtste groeiprestatie sinds 1982 (tabel 2). Het bbp nam in het vierde kwartaal met 0,3% toe, na een reeks van drie kwartalen van stevige krimp en één kwartaal van nulgroei. Het conjuncturele dieptepunt lijkt daarmee gepasseerd te zijn, vooral ook omdat in de rest van de wereld het herstel al verder is voortgeschreden. Een open economie als Nederland moet daarvan kunnen profiteren. Het eerste teken daarvan is de fors verbeterde exportgroei in het laatste halfjaar. Ondanks de voorgenomen versobering van de collectieve uitgaven bleef de overheidsconsumptie een belangrijke steunpilaar van de bestedingen. De groei van de uitgaven in de zorg en het onderwijs is hier met name verantwoordelijk voor.

De particuliere consumptie, die één van de pijlers van de economische groei was tijdens de hoogconjunctuur, kromp in het vierde kwartaal met 0,4%. Dat was de vijfde daling in evenzoveel kwartalen. In ruim een jaar tijd is de consumptie met zo'n 2 procent teruggelopen. Het is meer dan 20 jaar geleden dat een zo zware achteruitgang van de consumptie voor het laatst werd waargenomen. Een belangrijke factor achter de daling van de consumptie is de ongunstige ontwikkeling van het beschikbare inkomen als gevolg van loonmatiging, afbrokkelende werkgelegenheid en stijgende premies voor pensioen en ziektekosten. Ook geringere bestedingseffecten vanuit de aandelen- en huizenmarkt hebben een rol van betekenis gespeeld. Zo hebben minder

Tabel 2 Economische groei Nederland

	2001	2002	2003	2002		2003			
				iii	iv	i	ii	iii	iv ²
Procentuele mutaties ten opzichte van direct voorafgaande periode									
Bbp	1,2	0,2	-0,8	0,1	-0,4	-0,3	-0,5	0,0	0,3
Particuliere consumptie	1,4	0,8	-1,3	0,5	-0,1	-0,4	-1,2	-0,1	-0,4
Particuliere investeringen ¹	-1,1	-5,6	-3,6	-2,5	-2,2	2,1	-0,9	-1,8	-1,0
Overheidsbestedingen	4,5	3,6	1,8	0,0	0,2	0,3	0,9	0,6	0,7
Uitvoer	1,7	0,1	0,0	1,0	-0,9	-0,4	-0,8	0,8	1,7
Invoer	2,4	-0,2	0,5	1,2	-1,1	-0,4	-0,2	0,1	2,8
Bijdragen aan bbp-groei, procentpunten ²									
Particuliere consumptie	0,7	0,4	-0,6	0,2	-0,1	-0,2	-0,6	-0,1	-0,2
Particuliere investeringen ¹	-0,2	-1,0	-0,6	-0,4	-0,4	0,3	-0,1	-0,3	-0,2
Overheidsbestedingen	1,1	0,9	0,5	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2
Voorraadvorming	-0,1	-0,3	0,1	0,2	-0,4	0,2	-0,1	0,0	0,4
Netto export	-0,4	0,2	-0,3	-0,1	0,1	0,0	-0,4	0,5	-0,6

¹ Exclusief voorraadvorming.

² Door statistische verschillen tellen bijdragen niet op tot de bbp-groei.
Bron: cbs.

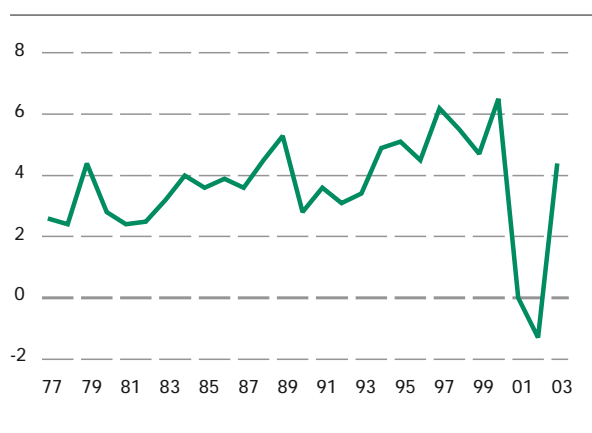
riante mogelijkheden voor overwaardeverzilvering door de afkoeling van de huizenmarkt naar schatting van de Bank de consumptiegroei in 2003 met 0,5 procentpunt verlaagd. Ten slotte is het aannemelijk dat tijdelijke vertrouwensfactoren een rol hebben gespeeld bij de uitzonderlijk sterke daling van de consumptie in de eerste helft van het jaar. Consumenten werden toen geconfronteerd met een plotselinge, zeer snelle oploop van de werkloosheid, een daling van de aex tot 218 en grote politieke onzekerheid. Niet alleen mislukte een langdurige formatiepoging, ook werden de formatiebesprekingen gedomineerd door omvangrijke bezuinigingen, die door voortdurende tegenvallers steeds groter dreigden te worden. Deze lawine van slecht nieuws heeft consumenten aangezet tot extra besparingen en het uitstellen van de aanschaf van duurzame consumptiegoederen.

De bedrijfsinvesteringen namen in het vierde kwartaal met 1,0% af, na een daling van 1,8% in het kwartaal ervoor. Het niveau van de bedrijfsinvesteringen is in de afgelopen vier jaar met 2,6 procentpunt gedaald tot 16,9% bbp. De bedrijven beschikken nog over genoeg productiecapaciteit om aan de (gedaalde) vraag naar hun producten te voldoen. Bovendien hebben de bedrijven last van een lagere kredietwaardigheid als gevolg van de sterk verslechterde winstgevendheid in 2001 en 2002, de malaise op de beurs en de hoge schuldenlast. De bedrijven richten zich dan ook niet op

expansie, maar op het versterken van hun financiële positie en het behalen van kostenbesparingen door middel van reorganisaties en het afstoten van niet-kernactiviteiten. Deze inspanningen werpen hun vruchten af. Het netto-resultaat van de niet-financiële beurs-nv's is omgeslagen van een verlies van 4^{1/2} miljard euro in 2002 naar een winst van 8 miljard in de eerste helft van 2003 (grafiek 5). De grootscheepse herstructurering van

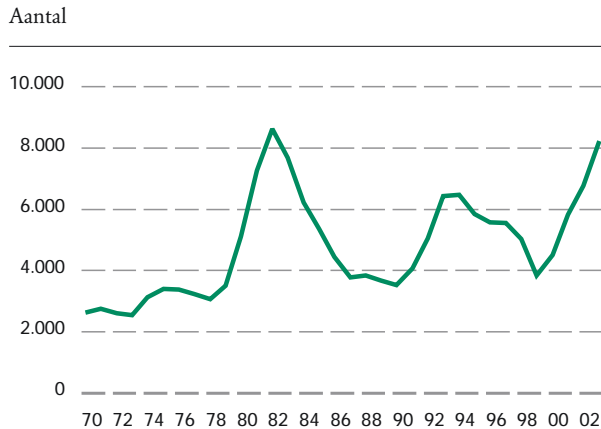
Grafiek 5 Winstgevendheid beursgenoteerde bedrijven Nederland

Procenten



Toelichting: Netto winst niet-financiële beurs nv's als percentage van omzet.
Het jaar 2003 is gebaseerd op het eerste halfjaar.
Bron: cbs.

Grafiek 6 Uitgesproken faillissementen Nederland



Bron: cbs.

de Nederlandse bedrijvensector laat zich ook aflezen aan de sterke stijging van het aantal faillissementen (grafiek 6). In 2003 bereikte dat het hoogste niveau sinds 1982. Het herstel van de winstgevendheid is een essentiële voorwaarde voor een duurzaam herstel van investeringen en de werkgelegenheid.

De Nederlandse inflatie volgt nog steeds een dalende trend. In januari nam de inflatie (op cpi-basis) verder af tot 1,4%, een daling met 1,0 procentpunt ten opzichte van het inflatieniveau een jaar eerder. De inflatie staat nu op het laagste punt van de afgelopen 8 jaar. De cpi-kerninflatie – gemeten als de cpi-inflatie geschoond

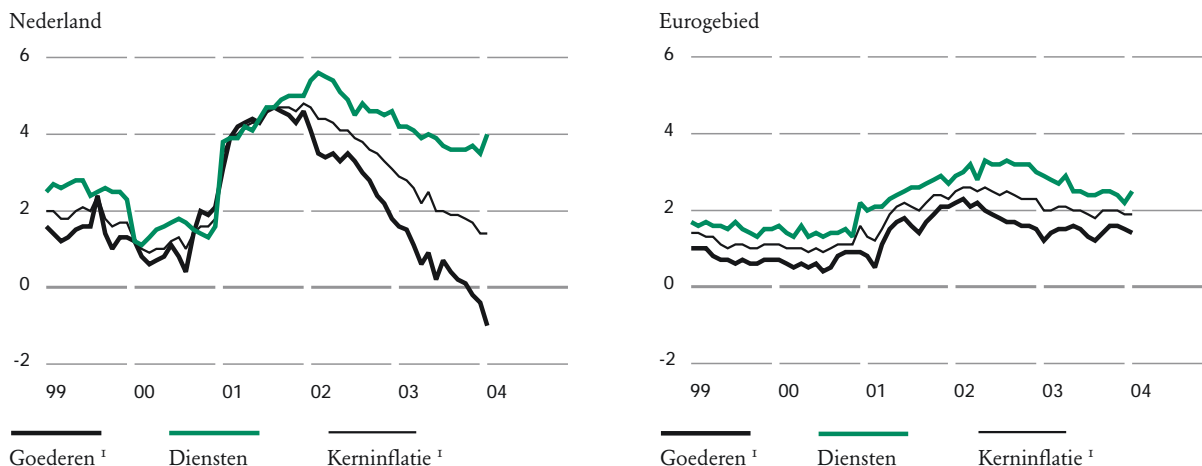
voor overheidsmaatregelen, huur en volatiele componenten (energie, groente en fruit) – is in de afgelopen twaalf maanden eveneens sterk teruggelopen en bedroeg in januari slechts 0,5%.

De Nederlandse hcp-kerninflatie – gemeten als de inflatie gecorrigeerd voor de prijsontwikkeling van energie en onbewerkte voedingsmiddelen – heeft de afgelopen twee jaar een spectaculaire daling vertoond, van een piek van 4,8% in december 2001 tot 1,4% 2 jaar later (grafiek 7). Van de daling met 3,4 procentpunt is circa 1 procentpunt toe te rekenen aan het uit de cijfers vallen van de btw-verhoging per 1-1-2001. In Europees perspectief is de inflatiedaling in Nederland zelfs zo groot dat, ondanks de geringe omvang van de Nederlandse economie, deze het Europese aggregaat merkbaar heeft beïnvloed. In de afgelopen twee jaar zakte de Europese kerninflatie 0,6 procentpunt. Ongeveer 30% hiervan komt op het conto van Nederland.

In tegenstelling tot de Europese inflatie, reageert de Nederlandse inflatie duidelijk op de verzwakking van de conjunctuur (grafiek 7). Daarbij is een duidelijk verschil waar te nemen in de prijsontwikkeling van goederen en diensten. De goedereninflatie is minder hoog opgelopen, en de daling ervan begint eerder en is veel groter (6 procentpunt). De afgelopen maanden is het goederenprijspeil zelfs gedaald. De diensteninflatie vertoont meer persistentie, en is tot nu toe ongeveer 2½ procentpunt gezakt (als wordt gecorrigeerd voor de opwaartse vertekening van 0,9 procentpunt vanaf janu-

Grafiek 7 hcp-kerninflatie Nederland en eurogebied

Procentuele mutaties ten opzichte van vorige overeenkomstige periode



Toelichting: Door wijzigingen in de ziekenfondswet en awbz per 1-1-2004 bevat de diensteninflatie een opwaartse vertekening van 0,9 procentpunt vanaf januari 2004; de opwaartse vertekening bij de hcp-kerninflatie bedraagt 0,5%.

1 Gemeten als hcp-inflatie exclusief onbewerkte voedingsmiddelen en energie.
Bron: Eurostat.

ari 2004 vanwege de wijzigingen in de Ziekenfondswet en de awbz per 1-1-2004). Een verklaring voor het verschillende gedrag van goederen- en dienstenprijzen is dat diensten relatief arbeidsintensief zijn, en dus gevoeliger zijn voor de gestegen lonen. Ook heerst op goederenmarkten meer concurrentie, onder andere van buitenlandse aanbieders. De goederensector is daardoor ook gevoeliger voor de appreciatie van de euro. Ten slotte kent de dienstensector meer gereguleerde prijzen (zoals huur en zorg), waardoor prijzen minder gedreven worden door vraagontwikkelingen. De in het Najaarsakkoord afgesproken loonmatiging in 2004 en 2005 en de kostenreducties in het bedrijfsleven zullen de arbeidskosten per eenheid product verlagen, waardoor in de komende jaren ook de diensteninflatie naar verwachting fors zal afnemen.

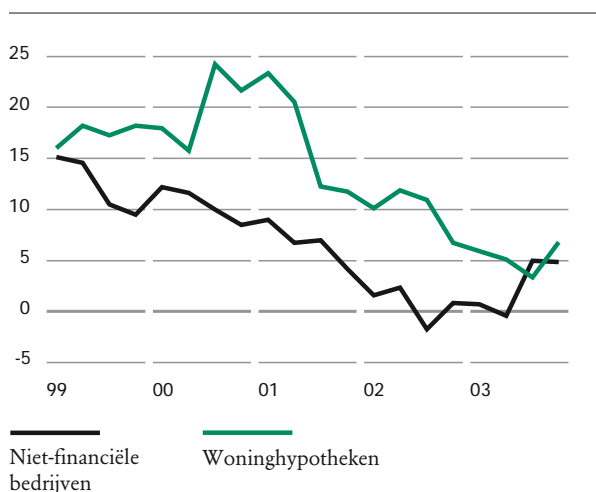
Bancaire kredietverlening in Nederland

Het herstel van de kredietgroei aan bedrijven heeft zich in het laatste kwartaal van 2003 voortgezet (grafiek 8). Net als in eerdere kwartalen was dit vooral toe te schrijven aan de verstrekking van langlopende leningen, terwijl de kredietverlening met een looptijd korter dan 1 jaar al twee jaar voortdurend krimpt. Bedrijven verlengen op die manier de gemiddelde looptijd van de rentevaste periode, en zijn daardoor minder kwetsbaar wanneer bij een aantrekkende economie de rente oploopt (zie het artikel 'Financiële stabiliteit', elders in dit Kwartaalbericht). De kwartaalenquête onder Nederlandse banken, die sinds vorig jaar wordt gehouden, bevestigt dat de kredietvraag van bedrijven wordt gedre-

ven door de noodzaak van balansherstructurering. De groei van de hypothecaire kredietverlening is eind 2003 weer wat aangetrokken. Opvallend is dat het aantal tweede hypotheke en oversluitingen in het vierde kwartaal opnieuw flink toenam, tot het hoogste niveau sinds 1999. De belangrijkste verklaring hiervoor is de aanhoudend lage kapitaalmarktrente. Veel woningbezitters hebben door de uitbundige huizenmarkt van enkele jaren geleden nog steeds een forse overwaarde op hun woning, die bij een lage rente voordelig kan worden verzilverd.

Grafiek 8 Bancaire kredietverlening Nederland

Kwartaalcijfers, procentuele jaarstijgingen



Bron: Eigen publicatie.