

# Nederland in het eurogebied

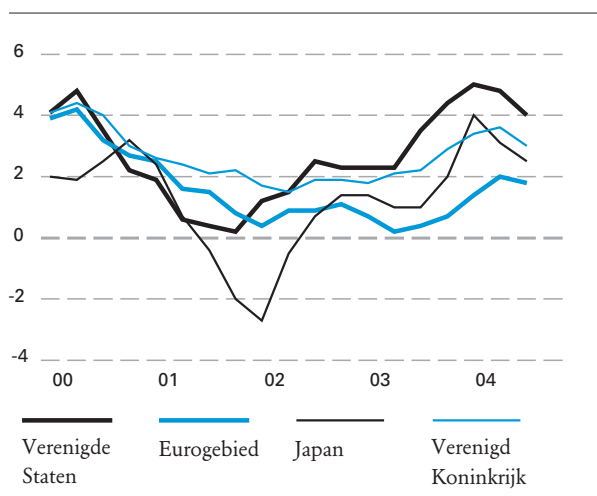
*Wereldwijd zet de economische opleving door. De gedurende de zomer sterk gestegen olieprijs en de aanhoudend zwakker wordende dollar zetten de kracht van het verdere herstel echter onder druk. Tot nu toe blijven de gevolgen van de hogere energieprijzen voor de inflatie beperkt tot 'eerste ronde effecten'. Het geleidelijke herstel van de Nederlandse economie na de recessie in 2003 ondervindt enige tegenslag. De consumptie liep in het derde kwartaal terug, wat voor het laatst gebeurde in het derde kwartaal van vorig jaar. Aan het hoge tempo van verslechtering van de arbeidsmarkt is een einde gekomen. Ook structureel staat de Nederlandse arbeidsmarkt er beter voor dan na de vorige recessie. Dat blijkt onder meer uit het toegenomen aandeel van flexibele arbeid in de totale werkgelegenheid, de lagere langdurige werkloosheid en de hogere participatie van jongeren en ouderen.*

## Opleving wereldeconomie zet door

De wereldwijde economische opleving heeft zich in het tweede en derde kwartaal voortgezet, maar stond onder druk van de zeer sterk gestegen energieprijzen en de aanhoudende verzwakking van de dollarkoers. Na de krachtige groeicijfers van het eerste kwartaal viel de groei in het tweede en derde kwartaal in de meeste landen, waaronder ook China en India, wat terug. Niettemin ligt de jaar-op-jaargroei – behalve in het eurogebied – overal op of boven het potentiële niveau (grafiek 1). Nog voorlopige cijfers voor het bruto binnenlands product (bbp) in het derde kwartaal duiden

### Grafiek 1 Bbp-groei vs, eurogebied, Japan en VK

Procentuele mutaties ten opzichte van vorige overeenkomstige periode



Bron: Eurostat.

voor de Amerikaanse economie op een voortzetting van de groei, waarbij de Amerikaanse werkgelegenheid met enige vertraging aan een krachtig herstel is begonnen. De opleving in het eurogebied blijft relatief zwak en is kwetsbaar doordat de groei nog sterk leunt op de exportsector. Door de olieprijsstijging begint het inflatiecijfer op te lopen, maar zowel in de vs als Europa is nog nauwelijks sprake van doorwerking daarvan in de lonen en prijzen. Dit komt vooral doordat de bezettingsgraad van de productiecapaciteit relatief laag is en de arbeidsmarkt nog ruim. Ook de fors opgelopen winstgevendheid biedt bedrijven nog voldoende ruimte om prijsverhogingen uit concurrentieoverwegingen uit te stellen. Indicatoren van het producentenvertrouwen zijn minder uitbundig dan aan het begin van het jaar. Dit weerspiegelt de verwachte invloed van de hogere olieprijs op de economische activiteit. Niettemin duidt het niveau van de indicatoren – boven 50% – op een verdere expansie van de economie (grafiek 2).

Begin december daalde de koers van de Amerikaanse dollar naar een recorddieptepunt ten opzichte van de euro. Ook tegenover andere valuta's deprecieerde de dollar. Ondanks de aanwijzingen voor een voortgaand herstel van de Amerikaanse economie, blijft de dollar gevoelig voor het hoge tekort op de Amerikaanse lopende rekening. Dit loopt nog steeds op en bedroeg in het tweede kwartaal 5,7% van het bbp. Hier tegenover staan groeiende overschotten in Europa, Japan en de overige Aziatische economieën. Door de grotendeels vaste wisselkoersen van de Aziatische landen komt de druk op de dollar voor een belangrijk deel terecht op de wisselkoers met de euro. Gewogen op basis van handelsstromen is de euro over de afgelopen drie jaren met 20% in waarde gestegen. Over een lange termijn bezien is deze stijging zodanig geweest dat de effectieve koers weer dicht in de buurt ligt van het gemiddelde sinds 1980. Het herstel van de Europese economie, dat in deze fase van de conjunctuurcyclus nog sterk afhankelijk is van de internationale handel, werd in het derde kwartaal fors afgeremd door de invloed van de mondiale wisselkoersveranderingen op de exportgroei.

In september bedroeg de inflatie in Japan 0% (ten opzichte van september 2003), de eerste keer dat de prijzen niet daalden sinds februari. De al jaren slepende deflatie in Japan – de erfenis van een zeepbel op vermogensmarkten in de jaren tachtig – kan volgens recente ramingen van de Japanse centrale bank volgend jaar ten einde zijn. Naar haar verwachting stijgen de prijzen tot eind maart 2006 met 0,1%. Recente ramingen van de oeso ondersteunen deze prognose. Weliswaar is een inflatiecijfer van 0,1% bijna te verwaarlozen, maar het

markeert een essentiële omslag, omdat daarmee voor het eerst sinds 1997 weer een jaar-op-jaarstijging van het prijspeil zou worden bereikt. De Bank of Japan heeft aangegeven nog geen reden te zien om haar monetaire beleid aan te passen, voordat de inflatie daadwerkelijk in positieve cijfers wordt gemeten. Ook zal de centrale bank de beleidsrente – die nu nul is – niet verhogen voordat de economie zich zodanig heeft hersteld dat een renteverhoging geen terugkeer naar deflatie meer tot gevolg heeft. Na twee kwartalen met hoge groeicijfers viel de Japanse bbp-groei in het tweede en derde kwartaal terug naar -0,1% en 0,1% ten opzichte van het voorafgaande kwartaal. De terugval betreft vooral de export en de bedrijfsinvesteringen; de consumptie van huishoudens groeit al vier kwartalen met ongeveer 1% op kwartaalbasis. Op jaarbasis groeit de Japanse economie krachtig, tussen het derde kwartaal in 2003 en 2004 bedroeg de groei 2,5%. De komende twee jaar zal de groei naar verwachting van de oESO uitkomen op 2%, licht boven de potentiële groei.

De groei van de Chinese economie is nog steeds hoog, hoewel het tempo wat is afgenomen, van 9,7% in het tweede kwartaal naar 9,1% in het derde kwartaal (jaar-op-jaar). Bijna de helft van de bbp-groei in China komt voor rekening van de investeringen. Het huidige tempo waarmee de investeringen groeien – 29% in het derde kwartaal – is volgens de Chinese centrale bank onhoudbaar hoog; over de laatste 26 jaar was de groei gemiddeld 19% per jaar. De inflatie in China nam in oktober scherp af tot 4,3% jaar-op-jaar, 1 procentpunt onder het niveau van augustus, toen de inflatie het

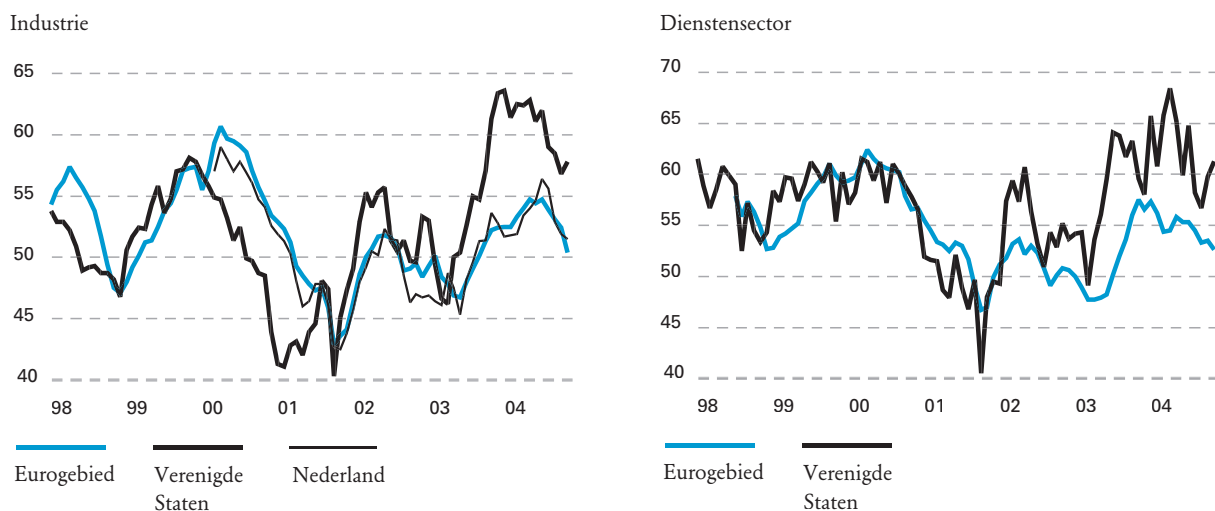
hoogste niveau van de laatste zeven jaar bereikte. De door de Chinese autoriteiten ingezette maatregelen om de economische ontwikkeling op een meer houdbaar pad te krijgen, beginnen vooral op monetair terrein zichtbaar te worden. Door de hogere reserveverplichtingen van de banken en de kredietrestricties is de monetaire expansie de laatste maanden enigszins afgeremd. De groei van de geldhoeveelheid bedroeg in oktober 13,5% (M2, jaar-op-jaar) en is daarmee terug op het groeitempo van eind 2001. Nog sterker was de afname van de kredietgroei, die van 15,9% in juli daalde naar 11,4% in augustus. Eind oktober verraste de Chinese centrale bank de financiële markten met de eerste officiële renteverhoging in negen jaar. Over die negen jaren is de omvang van de economie verdubbeld en zijn de importen verdrievoudigd. De renteverhoging is een belangrijke stap in een verschuiving van de eerdere ‘administratieve maatregelen’ om de economie af te remmen, naar een marktgeoriënteerde benadering. Tot voor kort konden bijvoorbeeld hypotheekleningen worden afgesloten met een negatieve reële rente. Door de nu verhoogde tarieven kan de onroerendgoedsector in een rustiger vaarwater terecht komen en wordt de groei van de investeringen op een meer marktconforme manier afgeremd.

#### *Olieprijs blijft stijgen*

De olieprijs nam over de afgelopen maanden versneld toe. In dollars lag de prijs van ruwe (Brent) olie in oktober gemiddeld op bijna USD 50 per vat, dat is 70% hoger dan een jaar daarvoor. In november volgde een correc-

## Grafiek 2 Producentenvertrouwen

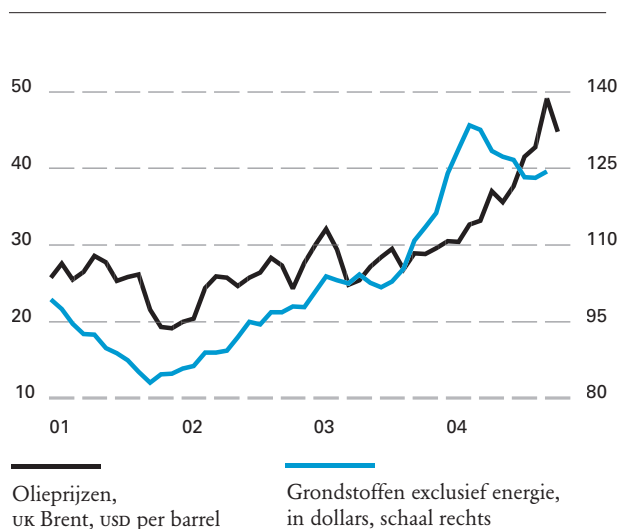
Inkoopmanagersindex 50 = geen verandering van de economische activiteit



Bron: NTC Research en ISM.

**Grafiek 3 Grondstoffen- en olieprijsen**

Index 2000=100; respectievelijk niveaus



tie naar een gemiddelde prijs van USD 45 (grafiek 3). Al ruim een jaar ligt de olieprijs nu continu boven de bovengrens van de officiële OPEC-doelstelling van USD

22-28. In dollars ligt de prijs inmiddels ook boven het vorige recordniveau van eind jaren '70. In dollars van 2004 zou de prijs van die tijd echter uitkomen op bijna USD 90. Daarbij komt dat de olie-intensiteit, dat wil zeggen het verbruik van olie ten opzichte van het bbp, sinds 1970 wereldwijd met 20% is afgenomen. Daardoor is het effect van de hogere olieprijs op de reële economie beperkter geworden.

Een belangrijke factor ter verklaring van het hoge olieprijsniveau is onzekerheid. Dit kan worden geïllustreerd aan de hand van de termijnprijs van olie. Over een uitzonderlijk lange periode, sinds 1999, is op de oliemarkt sprake van *backwardation*, het verschijnsel dat de contante prijs hoger ligt dan de termijnprijs. Het is dus al bijna vijf jaar goedkoper om olie te kopen tegen toekomstige levering dan tegen directe levering (grafiek 4). Dit kan in deze markt worden opgevat als een teken van onzekerheid. Daarnaast kampt de olie-industrie met gebrek aan raffinagecapaciteit. De investeringen in productiecapaciteit zijn de laatste jaren onvoldoende geweest om aan de sterk gestegen vraag, onder meer uit de vs en China, te voldoen.

**Tabel 1 Bestedingen Verenigde Staten**

Procentuele mutaties respectievelijk procentpunten

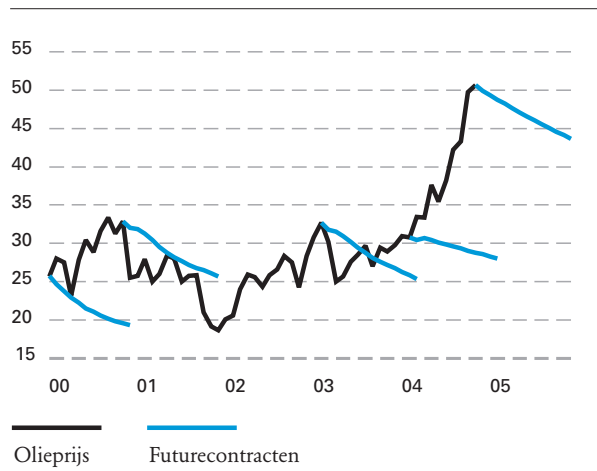
	2002	2003	2003			2004			
			I	II	III	IV	I	II	III
Procentuele mutaties ten opzichte van direct voorafgaande periode <sup>1</sup>									
Bbp	1,9	3,0	1,9	4,1	7,4	4,2	4,5	3,3	4,0
Particuliere consumptie	3,1	3,3	2,7	3,9	5,0	3,6	4,1	1,6	5,1
Private investeringen	-4,9	5,1	2,4	10,9	18,0	10,5	4,5	13,9	8,8
<i>ICT investeringen</i>	-4,2	12,0	17,1	14,4	29,1	16,3	16,4	14,1	7,6
Overheidsbestedingen	4,4	2,8	0,2	7,2	0,1	1,6	2,5	2,2	1,2
Export	-2,4	1,9	-1,5	-1,6	11,3	17,4	7,3	7,3	6,4
Import	3,4	4,4	-1,9	2,5	2,9	17,1	10,6	12,6	6,0
Bijdragen aan bbp-groei, procentpunten <sup>2</sup>									
Particuliere consumptie	2,2	2,3	1,9	2,8	3,6	2,5	2,9	1,1	3,6
Private investeringen	-0,8	0,8	0,4	1,7	2,8	1,7	0,7	2,2	1,5
<i>ICT investeringen</i>	-0,2	0,5	0,7	0,6	1,3	0,8	0,8	0,7	0,4
Overheidsbestedingen	0,8	0,5	0,0	1,3	0,0	0,3	0,5	0,4	0,2
Voorraadvorming	0,4	-0,1	-0,5	-1,1	0,3	0,5	1,2	0,8	-1,0
Netto export	-0,7	-0,5	0,1	-0,5	0,7	-0,8	-0,9	-1,2	-0,3

<sup>1</sup> Geannualiseerd.

<sup>2</sup> Door statistische verschillen tellen bijdragen niet geheel op tot bbp-groei.  
Bron: Thomson Financial.

#### Grafiek 4 Olieprijs op basis van dagprijzen en termijncontracten

USD per vat Brent, maandgemiddelden



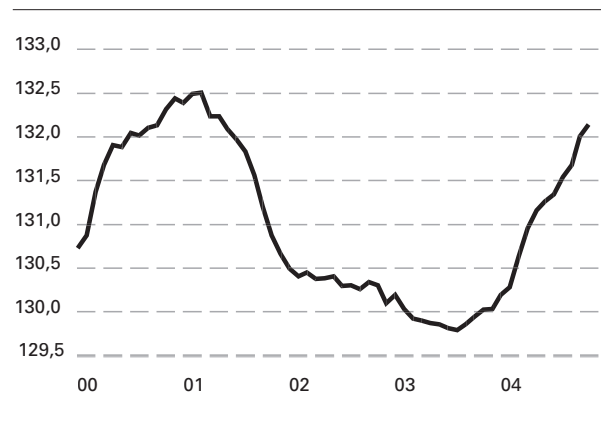
#### Voortzetting van groei Amerikaanse economie

Volgens nog voorlopige ramingen groeide het Amerikaanse bbp in het derde kwartaal met 4,0% (op jaarbasis, tabel 1). De groei in het tweede kwartaal is opwaarts bijgesteld van 3,0 naar 3,3%. Opmerkelijk is de opleving van de particuliere consumptie, die in het derde kwartaal met 5,1% groeide, na een wat tegenvallende 1,6% in het tweede kwartaal. Ook de investeringen van de private sector groeiden fors, met 8,8% kwartaal-op-kwartaal en met 9,4% ten opzichte van het voorafgaande jaar. De inflatie blijft, ondanks de stijgende energieprijzen, gematigd. In oktober nam het inflatiecijfer, afgemeten aan de consumptiedeflator, licht toe tot 2,4%; het driemaandsgemiddelde lag op 2,2%. De beleidsrelevante kerninflatie (exclusief onder meer energie) schommelt het gehele jaar rond de 1,5%. Dit betekent dat de gestegen energieprijzen nog nauwelijks doorwerken in de overige prijzen. De Amerikaanse centrale bank – de Federal Reserve – is in juni begonnen met het geleidelijk terugbrengen van de beleidsrente naar een minder stimulerend niveau. Na de vierde achtereenvolgende verhoging met een kwart procentpunt, kwam de beleidsrente op 10 november op 2%, een niveau dat de Federal Reserve nog steeds stimulerend acht. De combinatie daarvan met een robuuste onderliggende productiviteitsgroei geeft de economie voldoende steun om het herstel de komende tijd voort te zetten.

Het sombere beeld dat de ontwikkeling van de werkgelegenheid in de vs tot voor kort liet zien, is de laatste maanden verbeterd (grafiek 5). In de eerste helft van het jaar steeg de werkgelegenheid in de bedrijvensector

#### Grafiek 5 Werkgelegenheid Verenigde Staten

Miljoenen personen



Toelichting: Salarisenquête van de niet-agrarische bedrijven.  
Bron: Bureau of Labor Statistics.

(exclusief landbouw) nog met gemiddeld 204.000 banen. Dit werd gevolgd door teleurstellende cijfers over de maanden juli tot met september. Het aantal banen steeg in oktober echter sterk, met 303.000. De banengroei over de vier maanden tot en met november komt nu op 183.000 per maand. Op zichzelf is dit juist voldoende om de stijging van het arbeidsaanbod te absorberen; het werkloosheidspercentage daalde licht naar 5,4%.

#### Traag groeiherstel in eurogebied

Het aarzelende herstel van de Europese economie is nu ruim een jaar gaande. Sinds het dieptepunt in de zomer van 2003, met een krimpend bbp, schommelt het kwartaalgroei cijfer rond de 0,5% (tabel 2). Op basis van de voorlopige bbp-cijfers voor het derde kwartaal, is de groei ten opzichte van het voorafgaande jaar inmiddels aangetrokken tot 1,8%. Dit ligt nog onder de potentiële groeivoet, die door de oeso geschat wordt op 2,1%. Uit de samenstelling van het groei cijfer blijkt dat de groei in het eerste halfjaar voor een groot deel is te danken aan het krachtige herstel van de export, met name in het eerste kwartaal. De groei bijdrage van de binnenlandse vraag was daarentegen zwak, waarbij vooral de investeringen teleurstelden. In het tweede en derde kwartaal waren er opnieuw forse verschillen tussen de grote landen van het eurogebied zichtbaar, onder andere bij de samenstelling van de bbp-groei. Gemeten ten opzichte van het vorige kwartaal groeide het bbp in Duitsland in het tweede kwartaal met 0,4%, waaraan de binnenlandse vraag –0,1 procentpunt bijdroeg en de export

Tabel 2 Bestedingen eurogebied

	2002	2003	2003				2004		
			I	II	III	IV	I	II	III
Procentuele mutaties ten opzichte van direct voorafgaande periode									
Bbp	0,9	0,5	0,0	-0,2	0,5	0,4	0,7	0,5	0,3
Binnenlandse vraag	0,3	1,2	0,6	-0,1	0,0	1,0	0,2	0,3	1,1
Particuliere consumptie	0,6	1,0	0,2	0,0	0,3	0,0	0,6	0,2	0,2
Overheidsconsumptie	3,1	1,6	-0,1	0,4	0,6	0,5	0,1	0,4	0,8
Investeringsen	-2,7	-0,5	-0,8	-0,2	0,3	1,0	-0,3	0,3	0,6
Export	1,9	0,2	-1,7	-0,8	2,6	0,3	1,5	3,1	1,2
Import	0,5	1,9	-0,4	-0,7	1,3	2,0	0,5	2,8	3,2
Bijdragen aan bbp-groei, procentpunten <sup>1</sup>									
Binnenlandse vraag	0,3	1,1	0,5	-0,1	0,0	1,0	0,2	0,3	1,0
Particuliere consumptie	0,4	0,5	0,1	0,0	0,2	0,0	0,4	0,1	0,1
Overheidsconsumptie	0,6	0,3	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,2
Investeringsen	-0,6	-0,1	-0,2	0,0	0,1	0,2	-0,1	0,1	0,1
Voorraadmutatie	-0,1	0,4	0,6	-0,2	-0,3	0,7	-0,1	0,1	0,7
Netto export	0,6	-0,6	-0,5	-0,1	0,5	-0,6	0,4	0,2	-0,7
<i>Export</i>	0,7	0,1	-0,7	-0,3	1,0	0,1	0,6	1,2	0,5
<i>Import</i>	-0,2	-0,7	0,2	0,3	-0,5	-0,7	-0,2	-1,0	-1,2

<sup>1</sup> Door statistische verschillen tellen bijdragen niet geheel op tot bbp-groei.  
Bron: Thomson Financial.

0,6 procentpunt. In Frankrijk, met een groei van 0,7% in het tweede kwartaal, was de bijdrage van de binnenlandse vraag veel groter: 1,5 procentpunt. In het derde kwartaal viel de groei zowel in Duitsland als Frankrijk terug naar 0,1%, volgens voorlopige cijfers. In Italië bleef de groei stabiel op 0,4%. Over de vier kwartalen tot juli van dit jaar gemeten, blijft de consumptie vooral in Duitsland opvallend sterk achter bij de rest van het eurogebied. Cumulatief groeide de Europese consumptie in die periode met 1,1%. Nederland bleef daarbij achter, met 0,4%, maar in Duitsland daalde de consumptie zelfs met 0,8%. Zonder Duitsland mee te rekenen, zou de consumptie van het eurogebied met 2% zijn toegenomen, in plaats van 1,1%.

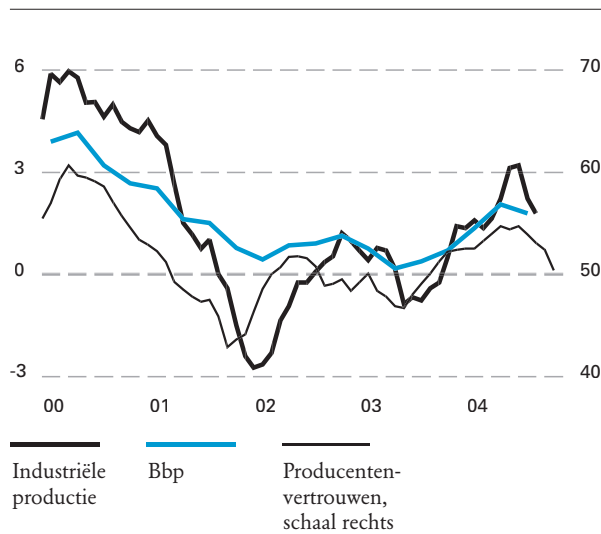
De ramingen van de belangrijkste internationale instellingen komen voor het eurogebied vrij eensgezind uit op een groeivoet rond 2%, zowel dit jaar als in 2005. Vergeleken met eerdere ramingen betekent dit voor 2004 een opwaartse herziening, die grotendeels samenhangt met het sneller dan eerst verwachte herstel van de wereldeconomie. Voor het komende jaar, daarentegen, hebben de meeste voorspellers het bbp-groei cijfer neerwaarts aangepast. Het dalende producentenvertrouwen

en de stagnerende groei van de industriële productie geven eveneens aan dat het economische herstel in het eurogebied in kracht is afgenomen (grafiek 6). De verwachting is dat de sterk gestegen energieprijzen een negatieve invloed hebben op de investeringen, via hogere productiekosten. Daarnaast loopt de externe bijdrage aan de groei terug, samenhangend met de hogere koers van de euro en de afvlakkende kwartaal-groei van de wereldeconomie.

Nu het dieptepunt van de cyclus al enige tijd is gepasseerd, kan in de komende maanden ook een geleidelijk herstel van de arbeidsmarkt op gang komen. Er zijn aanwijzingen dat de werkgelegenheid in het eurogebied minder sterk is afgenomen dan in eerdere economische neergangen. Dit houdt echter in dat bedrijven wat aarzelender kunnen zijn bij het weer aantrekken van werknemers. Voor het komende jaar verwacht de Europese Commissie voor het eurogebied een werkloosheidsvoet die stabiel blijft (9%). Vooral in Duitsland, de grootste economie van het eurogebied, is de werkloosheid hoog; in oktober steeg het aantal werklozen naar bijna 4,5 miljoen personen. Naar verwachting van de Europese Commissie neemt de Duitse

## Grafiek 6 Bbp, industriële productie en producentenvertrouwen eurogebied

Procentuele mutaties ten opzichte van vorige overeenkomstige periode respectievelijk niveaus



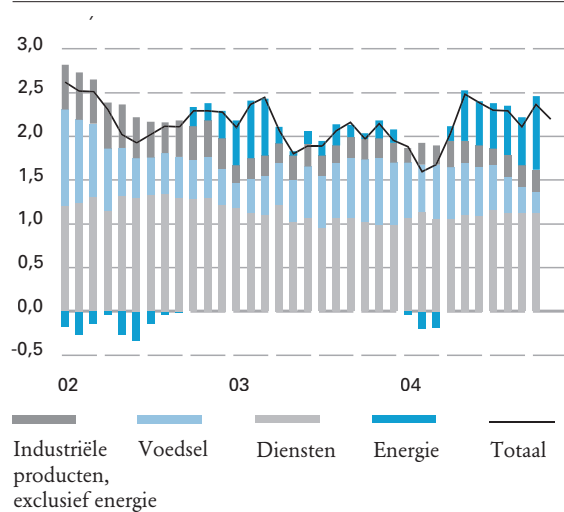
Toelichting: Het producentenvertrouwen is gebaseerd op de maandelijkse enquête gehouden onder inkoopmanagers (PMI).  
Bron: Eurostat en NTC Research.

werkloosheid verder toe, van 9,6% van de beroepsbevolking dit jaar naar 10% in 2005. Ook de ramingen voor de Duitse bbp-groei zijn naar verhouding somber. Zowel het IMF als de Europese Commissie verwacht een groeivoet die bij 1,5% blijft steken.

Door de stijgende energieprijzen ligt de inflatie in het eurogebied al sinds mei op een niveau boven de 2%. Door de afnemende stijging van de voedselprijzen daalde de inflatie tussen mei en september van 2,5% naar 2,1%. In oktober liep de HICP-inflatie echter weer op naar 2,4%, om in november volgens de eerste raming weer te dalen tot 2,2% (grafiek 7). Tot nu toe heeft de olieprijsstijging vooral een direct effect op de inflatie, via de prijs van energieproducten. De doorwerking daarvan in andere prijzen of in de lonen is zeer beperkt. De loonkosten stegen in het tweede kwartaal met 2,1%, wat lager is dan in de voorafgaande kwartalen. Dat deze 'tweede-ronde-effecten' beperkt zijn, ligt ten eerste aan de nog steeds op een laag niveau verankerde inflatieverwachtingen. Daarnaast is er weinig prijsdruk vanuit de markten voor productiefactoren. Dit komt niet alleen door de nog steeds ruime arbeidsmarkt, ook de bezettingsgraad van productie-middelen in de industrie ligt nog onder het langjarige gemiddelde. Sinds het begin van het jaar steeg de bezettingsgraad met een procentpunt naar 81,7% in oktober; het gemiddelde over de laatste twintig jaar bedraagt 82,3%.

## Grafiek 7 Inflatie eurogebied

Procentuele bijdragen aan HICP-inflatie; maandcijfers



Bron: Eurostat.

### Monetaire ontwikkelingen en rentebeleid

In de afgelopen maanden heeft de ECB de basisherfinancieringsrente ongewijzigd gelaten op 2,0%. De rente blijft hierdoor in zowel nominale als reële termen zeer laag. Ofschoon de stijging van de olieprijs de inflatie momenteel boven de 2,0% houdt, handhaaft de ECB de verwachting dat de inflatie in de loop van 2005 onder de 2,0% zal dalen. De zwakke arbeidsmarkt draagt hieraan bij, doordat deze de inflatierisico's vanuit de lonen beperkt. Opwaartse risico's worden gevormd door de olieprijs, de indirecte belastingen en andere door de overheid gereguleerde prijzen.

De groei van de geldhoeveelheid  $M_3$ , waaronder alle bankdeposito's die op korte termijn kunnen worden aangewend voor transacties, nam in het derde kwartaal licht toe naar 5,7%, tegen 5,2% in het tweede kwartaal. De groei van  $M_1$ , een deelcategorie van  $M_3$  waarin alleen chartaal geld (bankbiljetten en munten) en girale deposito's zijn opgenomen, bedroeg bijna 10% in het derde kwartaal. In het verleden duidde een snelle groei van  $M_1$  op het aantrekken van de binnenlandse bestedingen, omdat de extra geldhoeveelheid vrijwel uitsluitend voor transactiedoeleinden werd aangehouden. Momenteel speelt echter ook het oppotten van contant spaargeld een rol. In het derde kwartaal steeg de waarde van het in omloop zijnde chartale geld met ongeveer 20%, terwijl het aantal bankbiljetten met slechts 10% toenam. De grote coupures, die voornamelijk uit een spaarmotief worden aangehouden, groeien dus relatief sterker. Mogelijk speelt ook de euro-invoering hierbij een rol, omdat enkele landen pas kort geleden zijn begon-

nen met het verspreiden van grote coupures. Daarnaast draagt het zeer lage renteniveau bij aan een snelle groei van MI ten koste van de spaardeposito's. Door deze ontwikkelingen is de voorspellende waarde van MI voor de bestedingen zwakker geworden.

In het derde kwartaal steeg de totale kredietgroei in het eurogebied met 6,3%, tegen 5,7% in het tweede kwartaal. De kredietverlening wordt gestimuleerd door de lage rente, waarvan vooral huishoudens profiteren. De groei van de woninghypotheken was 9% in het tweede kwartaal en bereikte bijna 10% in het derde kwartaal. De gunstige prijsontwikkeling op de huizenmarkten in sommige lidstaten draagt bij aan deze groeicijfers. De kredietverlening aan bedrijven trekt langzamer aan. In het derde kwartaal lag de groei op 4,6%, tegen 4,0% in het tweede kwartaal. De verbeterde winstgevendheid maakt bedrijven minder afhankelijk van externe middelen. Tegelijkertijd dwingt de hoge schuldenpositie veel bedrijven tot terughoudendheid bij het afsluiten van nieuwe kredieten. Door de voortgaande schuldhierstructurering ligt de groei van de langlopende kredieten boven die van de kortlopende kredieten.

## De Nederlandse economie

Volgens voorlopige ramingen van het CBS groeide de Nederlandse economie in het derde kwartaal met 0,2%, na een lichte krimp van 0,1% in het tweede kwartaal (tabel 3). Vergeleken met het derde kwartaal van 2003, toen het bbp in de drie daaraan voorafgaande kwartalen was gekrompen, ligt het bbp nu 1,4% hoger, de grootste stijging van de laatste drie jaren. Volgens de nog voorlopige cijfers is de bescheiden kwartaal-op-kwartaalgroei slechts te danken aan toenemende voorraadvorming en aantrekkende overheidsbestedingen.

De particuliere consumptie viel in het derde kwartaal terug met 0,5%. Jaar-op-jaar reesteerde een consumptiegroei van 0,6%, waarvan echter 0,3 procentpunt een statistische vertekening is door wijzigingen in de Ziekenfondswet en de AWBZ. Op grond van het consumentenvertrouwen is op korte termijn geen verbetering van de consumptiegroei te verwachten. Na een toename tussen mei en augustus, viel het vertrouwen in de daaropvolgende drie maanden weer terug. Niettemin ligt het consumentenvertrouwen nog ruim boven het dieptepunt van medio 2003 (grafiek 8). Volgend jaar zal de consumptiegroei naar verwachting 0,5% bedragen (zie het artikel 'De Nederlandse econo-

Tabel 3 Bestedingen Nederland

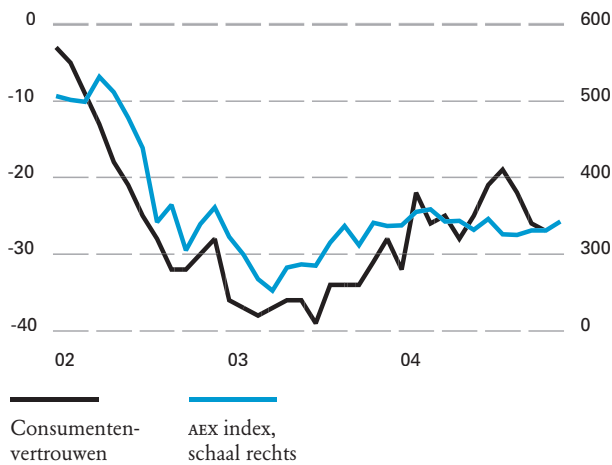
	2002	2003	2003				2004		
			I	II	III	IV	I	II	III
Procentuele mutaties ten opzichte van direct voorafgaande periode									
Bbp	0,6	-0,9	-0,5	-0,7	0,2	0,5	0,8	-0,1	0,2
Particuliere consumptie	1,3	-0,9	-0,6	-0,9	-0,3	0,1	0,6	0,0	-0,5
Particuliere investeringen <sup>1</sup>	-5,8	-3,7	-0,1	-0,6	0,4	1,8	1,2	-1,6	-2,1
Overheidsbestedingen	4,2	1,5	0,6	0,5	0,5	1,1	-1,1	-0,2	0,6
Export	0,8	0,0	-0,4	-1,0	0,7	1,7	0,6	4,3	1,3
Import	0,8	0,6	-0,6	-0,3	0,3	3,0	-0,7	3,5	1,3
Bijdragen aan bbp-groei, procentpunten <sup>2</sup>									
Particuliere consumptie	0,6	-0,5	-0,3	-0,4	-0,1	0,0	0,3	0,0	-0,3
Particuliere investeringen <sup>1</sup>	-1,1	-0,6	0,0	-0,1	0,1	0,3	0,2	-0,3	-0,3
Overheidsbestedingen	1,1	0,4	0,2	0,1	0,1	0,3	-0,3	0,0	0,2
Voorraadvorming	-0,2	0,2	0,1	0,1	-0,2	0,1	-0,1	0,0	0,6
Netto export	-0,1	-0,4	0,1	-0,5	0,3	-0,7	0,9	0,7	0,1

<sup>1</sup> Exclusief voorraadvorming.

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

Bron: CBS.

**Grafiek 8 Consumentenvertrouwen en beurskoers**  
Maandcijfers



Toelichting: Consumentenvertrouwen is weergegeven als het saldo van de percentages 'optimisten' en 'pessimisten' onder de geënquêteerden.  
Bron: CBS.

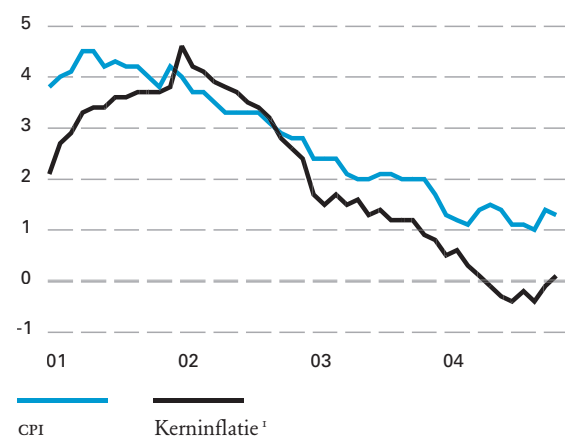
mie in 2004-2006: een voorspelling met MORKMON<sup>1</sup>, elders in dit Kwartaalbericht).

De particuliere investeringsgroei viel in het derde kwartaal opnieuw tegen, met een krimp van 2,1%. Deze daling kwam geheel door de lagere investeringen in de bouw, zoals woningen en kantoren. Bedrijven breidden wel uit in hun machines, installaties en computers. In het derde kwartaal groeiden zowel de uitvoer als de invoer met 1,3%. Door de grotere omvang van de uitvoer was de groeibijdrage van het uitvoersaldo licht positief (0,1 procentpunt). Tot en met het derde kwartaal is de opleving van de wereldhandel inmiddels zichtbaar in een exportgroei van 8,3%. Over geheel 2003 was de exportgroei nog 0%. Een groot deel van de export bestaat uit wederuitvoer van eerder ingevoerde goederen. Daarvoor gecorrigeerd groeide de goederen-uitvoer evenwel met 5,7% in het tweede kwartaal (jaar-op-jaar).

De dalende trend die de Nederlandse inflatie sinds mei volgde is tot stilstand gekomen (grafiek 9). In oktober bedroeg de inflatie (op CPI-basis) 1,4%; een toename met 0,4 procentpunt ten opzichte van september. De inflatie lag in september nog op het laagste niveau in vijftien jaar. In november daalde de inflatie licht naar 1,3%. Door de CPI-inflatie te schonen voor enkele volatiele categorieën (energie en onbewerkte voedingsmiddelen), en voor prijzen die door de overheid worden gereguleerd, ontstaat een duidelijker beeld van de prijsstijging die samenhangt met vraag- en aanbodoverschotten op markten. Deze in de grafiek weergegeven

**Grafiek 9 Inflatie Nederland**

Procentuele mutaties ten opzichte van vorige overeenkomstige periode



<sup>1</sup> Inflatie op basis van de CPI exclusief exclusief overheidsdiensten, huur, energie, groente en fruit en consumptie in het buitenland.  
Bron: CBS

CPI-kerninflatie kwam in oktober uit op -0,1%. De kerninflatie volgde tussen januari 2002 en medio 2004 een dalende lijn en is sinds enige maanden licht negatief. De voortzetting van de prijzenoorlog in de supermarkten draagt hieraan bij. Ondanks de recente toename in oktober, is de Nederlandse inflatie vergeleken met het gemiddelde van het eurogebied nog laag. De HICP-inflatie, gemeten volgens de in Europees verband geharmoniseerde definitie, bedroeg in oktober 2,5% in het eurogebied, terwijl de prijzen in Nederland met 1,5% stegen (tabel 4). Een verschil van deze omvang is sinds 1996, toen de HICP voor het eerst werd berekend, niet voorgekomen. De toename van de inflatie in oktober komt voornamelijk door prijsstijgingen van autobrandstof, kleding en schoeisel. Zoals al langere tijd het geval is, levert de prijsontwikkeling van goederen slechts een geringe bijdrage aan de inflatie. Zo steeg de prijs van consumptiegoederen in oktober met 0,2%, tegen 3,0% voor de prijs van diensten (HICP-definitie). In de regel reageert de diensteninflatie met enige vertraging op de lonen, waaruit vooralsnog geen additionele prijsdruk is te verwachten, gezien de ruime arbeidsmarkt en het recente (concept) sociaal akkoord over de loonontwikkeling in 2005.

*Arbeidsmarkt nog niet hersteld, wel sterk verbeterd sinds vorige dieptepunt*

Het herstel van de Nederlandse economie begint voorzichtig door te werken op de arbeidsmarkt. In het derde kwartaal steeg het aantal openstaande vacatures met



Tabel 4 Inflatie Nederland

	2002	2003	2004					
			I	II	III	sep	okt	nov
Totaal HICP	3,9	2,2	1,4	1,6	1,8	1,1	1,5	1,5
Goederen	3,1	1,1	-0,4	0,3	0,8	-0,2	0,3	0,3
<i>  Bewerkt</i>	3,8	2,3	-0,4	0,4	-0,7	-0,7	-0,8	0,3
<i>  Onbewerkt</i>	3,6	0,7	-0,9	-2,5	-5,1	-6,5	-4,4	-5,1
<i>Industriële goederen excl. energie</i>	2,7	0,0	-0,9	-1,0	1,0	-0,7	-0,5	-0,5
<i>Energie</i>	3,3	4,6	2,4	7,1	6,3	6,6	8,1	6,5
Diensten	5,0	3,8	3,8	3,4	3,0	3,2	3,1	3,0
HICP Onderliggend <sup>1</sup>	3,9	2,1	1,4	1,3	1,1	1,2	1,2	1,2

Bron: CBS en eigen berekeningen.

<sup>1</sup> Exclusief onbewerkte voedingsmiddelen en energie.

38% ten opzichte van een jaar geleden, de grootste stijging sinds begin 2000. Bij de werkgelegenheid was nog sprake van krimp, maar het tempo daarvan nam in het derde kwartaal enigszins af. Ten opzichte van het voorafgaande jaar kromp de werkgelegenheid – gemeten in voltijdbanen – met 1,7%, vergeleken met een krimp van 1,8% in de twee voorafgaande kwartalen. In de samenstelling van de werkgelegenheidsontwikkeling is een verschuiving zichtbaar, waarbij de jarenlange groei in de zorg en het onderwijs is afgevlakt en in het openbaar bestuur is veranderd in een krimp. In de industrie en de zakelijke dienstverlening daarentegen, is het tempo van het banenverlies afgenomen.

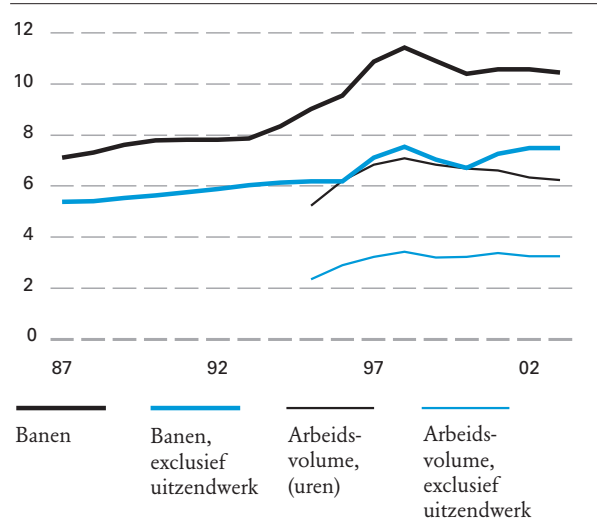
Gemiddeld over het hele jaar zal het werkloosheidsniveau in 2004 naar verwachting ruim 100.000 personen hoger uitkomen dan vorig jaar. Ten opzichte van het voorafgaande kwartaal lijkt de werkloosheid sinds kort echter een keerpunt te hebben bereikt. In het derde kwartaal daalde de werkloosheid met 25.000 personen ten opzichte van het tweede kwartaal (seizoensgecorrigeerd), hoewel dit cijfer gunstig is vertekend doordat een groot deel van de schoolverlaters zich nog niet op de arbeidsmarkt heeft gemeld in verband met de slechte vooruitzichten op een baan. In het eerste kwartaal van dit jaar steeg de werkloosheid nog met 52.000 en in het tweede kwartaal met 2.000 personen. Het werkloosheidspercentage kwam in het derde kwartaal uit op 6,0%, tegen 6,4% in het tweede kwartaal. Voor het laatste kwartaal van dit jaar zijn de eerste cijfers minder gunstig. Gemiddeld lag de werkloosheid in de drie maanden tot en met oktober op 476.000 personen, een stijging van 16.000 ten opzichte van september.

Hoewel de Nederlandse arbeidsmarkt zich nog niet

heeft hersteld, kan worden geconstateerd dat de arbeidsmarkt belangrijke verbeteringen heeft doorgemaakt, in vergelijking tot het vorige dieptepunt in 1994. Over deze periode is het aandeel van flexibel werk in de werkgelegenheid significant opgelopen, wat een van de aanwijzingen is voor een flexibeler geworden Nederlandse arbeidsmarkt (grafiek 10). Sinds 1992 is het aandeel van banen met een flexibel karakter toegenomen van 7,8% naar 10,5%. De wat kortere reeks voor het arbeidsvolume laat tussen 1995 en 2003 eveneens een stijging zien. In gewerkte uren gemeten – het arbeidsvolume – liep het flexibele deel van de werkgelegenheid op van 5,2% naar 6,3%. Aangezien het voor een groot deel om uitzendwerk gaat, toont de grafiek ook de ontwikkeling van flexibel werk buiten de uitzendbranche. Ook dan blijkt het aandeel van flexibele banen in 2003 hoger te liggen dan in 1992. Een verbetering van de Nederlands arbeidsmarktprestaties blijkt ook uit de afname van de langdurige werkloosheid. Tussen 1994 en 2003 is het aandeel van langdurig werklozen in de totale werkloosheid met ruim 15 procentpunt afgenomen. In 1994 lag Nederland daarbij nog ruim boven het gemiddelde van de OESO-landen, terwijl de langdurige werkloosheid in 2003 onder het OESO-gemiddelde lag. Tot slot nam ook het aantal niet-actieven op de Nederlandse arbeidsmarkt tussen 1994 en 2003 sterk af. De verhouding niet-actieven versus actieven daalde van 79% naar 67% (zie ook het artikel ‘De Nederlandse economie in 2004-2006: een voorspelling met MORKMON’, elders in dit Kwartaalbericht). Hiermee samenhangend lag in 2003 de participatiegraad van zowel oudere als jongere werknemers op een fors hoger niveau dan in 1994, waarbij Nederland tot de OESO-landen met de grootste toename behoorde.

**Grafiek 10 Flexibel werk**

Procenten van het arbeidsvolume respectievelijk het aantal banen



Bron: CBS.

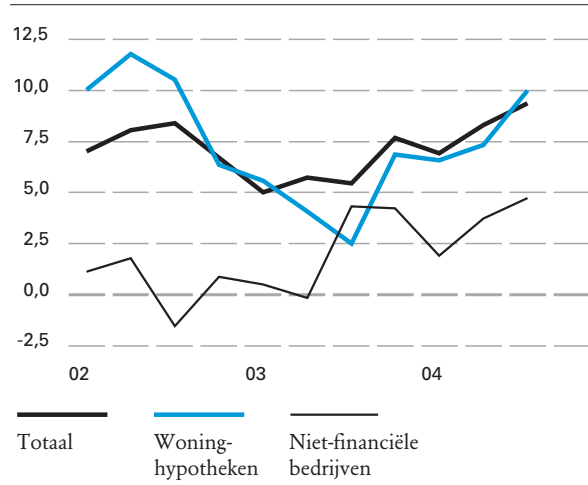
Het ligt voor de hand de verbeterde prestaties van de Nederlandse arbeidsmarkt te relateren aan de beleidsinspanningen vanaf de tweede helft van de jaren tachtig. Sindsdien heeft een groot aantal landen stappen gezet om de arbeidsmarkt te hervormen. Een brede verzameling strategieën werd daarbij gevolgd, aangrijpend bij de belastingen, uitkeringen, arbeidstijden, contractvorming, participatie en ontslagbescherming. Zo heeft de aanpassing van de maximale duur van tijdelijke contracten in Nederland bijgedragen aan de toename van tijdelijk (flexibel) werk. Ook aanpassingen van wettelijke regelingen voor ontslagbescherming kunnen bijdragen aan flexibelere arbeidsrelaties. Door flexibelere arbeidsrelaties kunnen bedrijven sneller en tegen lagere kosten de samenstelling of de omvang van hun werkgelegenheid aanpassen. Op macro-economische schaal betekent dit dat de productiefactor arbeid beter wordt benut, omdat er minder belemmeringen zijn voor een productievere inzet.

**Kredietverlening**

De kredietverlening van banken aan bedrijven is in het derde kwartaal gegroeid. De toename bedroeg 4,7%, het hoogste niveau sinds september 2001 (grafiek 11). Sinds het dieptepunt van de recessie, medio 2003, groeit de kredietverlening aan niet-financiële bedrijven met gemiddeld 3,8%. Bedrijven kiezen vooral voor leningen met een looptijd van meer dan een jaar. Evenals in het vorige kwartaal, kromp de korte kredietverlening in het derde kwartaal met 0,2%. De lange kredietverlening groeide daarentegen met 6,8%. Bedrijven beschikken

**Grafiek 11 Bancaire kredietverlening aan de private sector**

Kwartaalcijfers, procentuele jaarstijgingen



Bron: CBS.

over voldoende liquide middelen en hebben de herstructurering van hun balansen, gericht op een langere looptijd van de schulden, nog niet voltooid.

Bij de gezinnen is de kredietverlening in de vorm van woninghypotheeklen de afgelopen periode fors toegenomen. Na een groei van 7,3% in het tweede kwartaal van dit jaar, groeide de waarde van de hypotheekverlening in het derde kwartaal met 10%. Dit komt dicht bij de groeicijfers van meer dan 10% die voor het laatst in 2002 werden gerealiseerd. De aanhoudend sterke groei van de hypotheekverlening komt mede door de al langere tijd lage kapitaalmarktrente. Door de lage hypotheekrente blijven ook de prijzen op de woningmarkt gestaag toenemen. Volgens het Kadaster is de gemiddelde prijsstijging van woningen ten opzichte van een jaar eerder opgelopen naar 5,2% in de maanden augustus tot en met oktober. Gemiddeld stegen de woningprijzen in de eerste tien maanden van 2004 met 4,6% op jaarbasis. Het herstel van de huizenprijsstijgingen verloopt al sinds het dieptepunt – een stijging van 1% in het derde kwartaal van 2003 – synchroon aan het conjuncturele herstel van de Nederlandse economie.