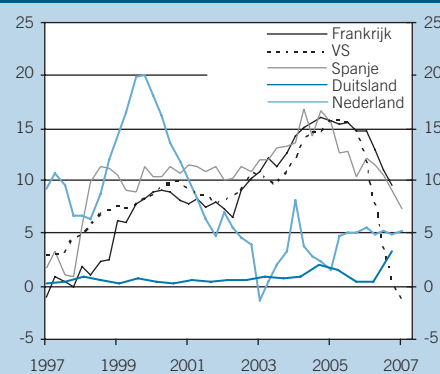


Een milde afkoeling van de Europese woningmarkt

De Amerikaanse woningmarkt bevindt zich sinds begin 2006 in een neerwaartse trend. Volgens de veel gebruikte *S&P Case-Schiller index* zijn de huizenprijzen in de VS in het eerste kwartaal van 2007 zelfs met 1,4% jaar op jaar gedaald, de eerste daling sinds 15 jaar. Ook in het eurogebied is er sprake van een afkoeling op de woningmarkt, maar in een veel gematigder tempo dan in de VS. Volgens recente schattingen van de ECB is de huizenprijsstijging in het eurogebied als geheel afgezwakt van 6,9% jaar op jaar in de eerste helft van 2006 naar 6,0% jaar op jaar in de tweede helft van 2006. Dit is 2%-punt lager dan in de tweede jaarhelft van 2005, toen de huizenprijzen in het eurogebied het hardst toenamen. Tussen de verschillende landen van het eurogebied bestaan er grote verschillen in de ontwikkeling van de huizenprijzen. In Spanje en Frankrijk koelt de woningmarkt duidelijk af, terwijl in Duitsland de huizenprijzen juist weer lijken aan te trekken na een lange periode van stagnatie (zie grafiek). De Nederlandse woningmarkt bevindt zich de afgelopen jaren in een relatief rustig vaarwater met jaarlijkse prijsstijgingen van om en nabij 5%. De afkoeling op de Spaanse woningmarkt lijkt met name veroorzaakt te zijn door de monetaire verkrapping van de ECB sinds eind 2005. Aangezien het grootste deel van Spaanse hypotheeklen een relatief korte looptijd (en variabele rente) heeft, werkt een verkrappend monetair beleid relatief snel door op de leencapaciteit van huizenkopers. In Duitsland lijkt de recente opleving van de Duitse economie en de sterk verbeterde situatie op de arbeidsmarkt een positieve invloed te hebben op de woningmarkt. De eerste cijfers over 2007 laten zien dat de afkoeling op de Europese woningmarkt zich waarschijnlijk heeft voortgezet in 2007. In Spanje vertraagde de huizenprijsstijging van 9,1% jaar op jaar in het vierde kwartaal van 2006 naar 7,2% jaar op jaar in het eerste kwartaal

van 2007. Ook financiële indicatoren, zoals de hypothecaire kredietverlening, duiden op een verdere afkoeling van de woningmarkt. Volgens cijfers van de ECB is de groei van de uitstaande hypotheekschuld in het eurogebied vanaf de piek van 12,1% jaar op jaar (maart 2006) geleidelijk gedaald naar 8,6% jaar op jaar in april 2007. Al met al lijkt de afkoeling van de woningmarkt in het eurogebied gematigder te verlopen dan in de VS.

Nominale huizenprijzen (groei voet in % j-o-j)



Bron: Thomson Financial Datastream en nationale statistieken

Monetaire Zaken

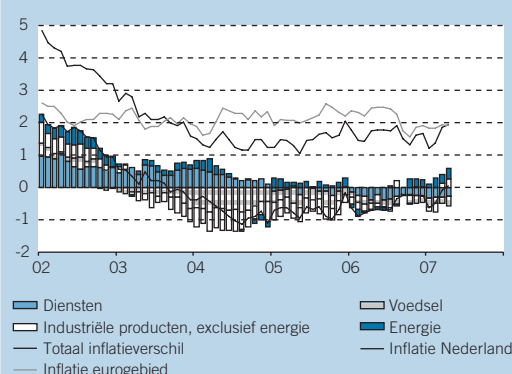
Nederlandse inflatie boven gemiddelde eurogebied

De Nederlandse hicp-inflatie kwam in april uit op 1,9%, ten opzichte van een gemiddelde van 1,8% voor het hele eurogebied. Het is de eerste keer sinds augustus 2003 dat de Nederlandse inflatie boven het eurogemiddelde uitkomt. Hierdoor rijst de vraag of Nederland de komende tijd nog tot de landen met de laagste inflatie in het eurogebied zal behoren.

Als we kijken naar de verschillende deelcomponenten (grafiek), blijkt dat de prijsdalingen van voedsel tijdens de supermarktoorlog een flinke bijdrage hebben geleverd (gemiddeld 0,5%-punt in 2004 en 2005) aan het inflatieverschil tussen Nederland en het eurogebied. Met het eindigen van de supermarktoorlog in 2006 is het verschil met de rest van het eurogebied echter aanzienlijk kleiner geworden. De daling in wereldwijde energieprijzen van najaar 2006 is in Nederland relatief laat aan consumenten doorberekend in de gas- en elektriciteitsprijzen, zodat de daling van de energie-inflatie momenteel achterblijft bij de rest van het eurogebied. De prijzen van industriële producten exclusief energie stijgen in Nederland sinds kort weer harder dan in het eurogebied, na bijna drie jaar te zijn gedaald. Dit zou deels kunnen komen doordat producenten de hogere energiekosten van de afgelopen jaren met vertraging doorberekenen aan hun klanten. De inflatie van diensten is relatief sterk afhankelijk van de loonkosten, en ligt als gevolg van de gematigde loonontwikkeling van de afgelopen jaren momenteel nog onder het gemiddelde in het eurogebied.

De periode van loonmatiging heeft ook invloed gehad op de prijsontwikkeling van andere deelcomponenten, en is dan ook een belangrijke oorzaak geweest voor het inflatieverschil met het eurogebied. De afgelopen drie jaar zijn de loonkosten in Nederland gedaald ten opzichte van andere eurolanden. Met het conjunctu-

Inflatieverschil Nederland en het eurogebied (HICP)
Procentpunten en procentuele mutaties; maandcijfers



Bron: Eurostat

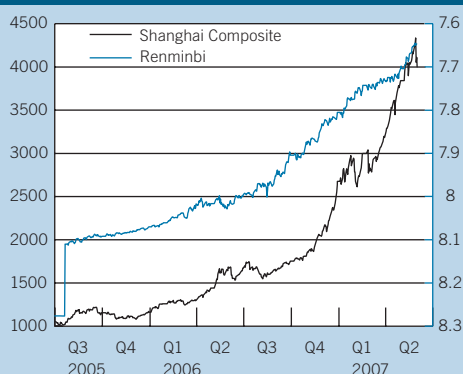
rele herstel beginnen de lonen nu echter weer op te lopen. De Nederlandse arbeidsmarkt is relatief krap, waardoor de lonen waarschijnlijk harder zullen stijgen dan in de rest van het eurogebied. Hoewel de loon- en prijsdruk dit jaar nog beperkt zal blijven, zal de Nederlandse inflatie in 2008 en 2009 waarschijnlijk niet meer onder het eurogemiddelde uitkomen.

Chinese luchtballen

De Chinese economie blijft uitermate onstuimig en onevenwichtig groeien, in het eerste kwartaal met een tempo van 11,1% (jaar op jaar). De sterke groei wordt evenwel in toenemende mate met zorg bekeken. In een poging om een afkoeling te bewerkstelligen en tevens een afzwakking van de geldgroei in de hand te werken, hebben de Chinese autoriteiten de rentetarieven en de reserveverplichtingen voor het

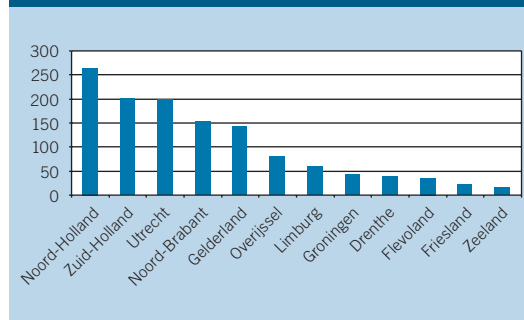
bankwezen onlangs opnieuw iets verder opgeschreefd. De bron van de sterke liquiditeitsgroei blijft voornamelijk het omvangrijke externe overschot, de combinatie van het lopende-rekeningoverschot en de buitenlandse directe investeringen, maar dit is tegelijkertijd een weerspiegeling van de ruime binnenlandse besparingen. De overvloedige liquiditeit leidt in China tot vele excessen, waarvan het meest in het oog springend ongetwijfeld de sterke stijging van de aandelenkoersen is. Eén van de maatregelen die kan worden genomen om de binnenlandse en buitenlandse onevenwichtigheden te verminderen is een appreciatie van de Chinese munt, de renminbi, waar met name vanuit internationale zijde al lange tijd op wordt aangedrongen. De Chinese overheid talmt evenwel om de munt over te leveren aan marktkrachten, angstig als zij is om de kip met de gouden exporteieren te slachten. Tevens is zij bevreesd dat het wankel binnenlandse financiële stelsel (nog) niet is opgewassen tegen de potentieel pijnlijke transitie naar een flexibeler wisselkoersstelsel. Sinds juli 2005 heeft China de vaste koppeling van haar munt tegenover de dollar los gelaten en is overgestapt op een dagelijkse fluctuatie binnen een bandbreedte van 0,3%. Binnen dat systeem is sinds juli 2005 sprake van een zeer geleidelijke appreciatie, maar in totaal is dit (in bijna twee jaar) slechts een zeer bescheiden 7% geweest. Onlangs is deze bandbreedte opgerekt tot 0,5%. Hoewel dit de vastbeslotenheid van een verdere geleide appreciatie onderstreept, zal dit toch niet leiden tot de noodzakelijke dramatische verschuiving in wisselkoersverhoudingen. Onzes inziens zullen de Chinese onevenwichtigheden uiteindelijk onhoudbaar blijken. Een ontlasting van de opgeblazen reële en financiële luchtballen kan uiteindelijk niet uitblijven. De timing en consequenties van een dergelijke ontlasting voor de wereldeconomie zijn vooraf niet in te schatten, maar zullen zeker niet geruisloos voorbij gaan.

Chinese beurs (Shanghai Comp., schaal links) en renminbi (per dollar, omgekeerde schaal rechts)



Bron: FDA

Werknemers die wonen buiten de provincie waarin zij werken, naar werkprovincie, september 2004 (x 1000)



Bron: CBS

Een op de vijf werknemers woont buiten de werkprovincie

In Utrecht, Noord- en Zuid-Holland werken 370.000 werknemers die in andere provincies of in het buitenland wonen. In de grote gemeenten werken veel werknemers die elders wonen. Deze inkomende pendel is doorgaans veel groter dan de uitgaande pendel. Veel steden zijn centra van werkgelegenheid. Deze concentratie van de werkgelegenheid kan overigens samengaan met een relatief hoge werkloosheid. Een duidelijk voorbeeld is Rotterdam, waar de werkloosheid ver boven het landelijk gemiddelde ligt.

De meeste gemeenten met meer dan 100.000 inwoners hebben een positief pendelsaldo. Amsterdam spant de kroon met een inkomende pendel van een kwart miljoen werknemers (2004), en een pendelsaldo van 160.000 werknemers. De tweede plaats wat betreft inkomende pendel is voor Rotterdam, de derde voor Utrecht, dat meer inkomende pendel en een groter pendelsaldo heeft dan Den Haag.

Er zijn ook grote gemeenten met een negatief pendelsaldo. Almere heeft van de grote gemeenten veruit het grootste negatieve pendelsaldo, dankzij een uitgaande pendel van 50.000 werknemers en een inkomende pendel van ruim 20.000. Kleinere negatieve pendelsaldi zijn er in Zoetermeer en Zaanstad. Op het niveau van de provincies zijn er eveneens aanzienlijke pendelstromen. Bijna een op de vijf werknemers woont buiten de provincie waarin hij of zij werkt. In de provincie Utrecht is dat zelfs een op de drie werknemers.

In absolute aantallen werken in Noord-Holland de meeste werknemers die elders wonen: ruim een kwart miljoen. Daarna volgen Utrecht en Zuid-Holland, met een inkomende pendel van elk 200.000 werknemers. De provincies Noord-Holland en Utrecht hebben een aanzienlijk positief pendelsaldo.

Ook in Noord-Brabant en Gelderland werken nogal wat werknemers die ergens anders wonen, maar daar staat een eveneens aanzienlijke uitgaande pendel tegenover. Gelderland heeft zelfs een negatief pendelsaldo. Flevoland, de provincie met de minste inwoners, heeft een relatief grote uitgaande pendel, en daardoor het grootste negatieve pendelsaldo van alle provincies.