

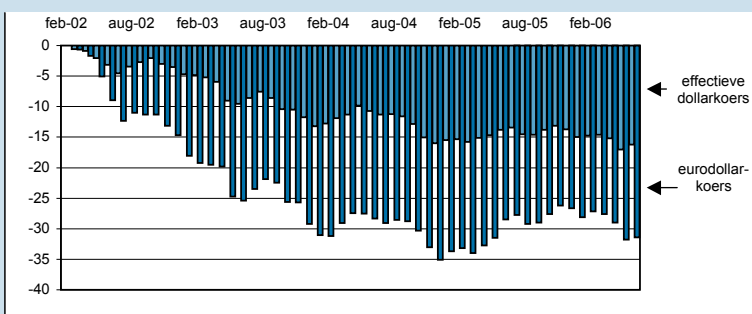
### Azië en de dollar

De laatste maanden is de wisselkoers van de dollar wat weggezakt. De dollardepreciatie startte begin 2002. In ongeveer 4,5 jaar daalde de Amerikaanse munt met nominaal 16,5% (handelsgewogen). De figuur laat zien dat de dollar tegenover de euro verhoudingsgewijs sterker is gedaald, met 31,4%. Achtergrond van dit verschil is dat munten van belangrijke handelspartners van de VS in Latijns Amerika (zoals Mexico en Brazilië) en Azië (zoals China, Maleisië) veel minder in waarde zijn veranderd of zelfs tegenover de dollar zijn gededuceerd (Mexico). Overigens is de euro handelsgewogen veel minder sterk opgelopen dan de eurodollarkoers doet vermoeden; ook munten als de yen, het pond en de Zwitserse franc apprecieerden ten opzichte van de dollar en zijn daarom per saldo niet veel in koers veranderd ten opzichte van de euro.

De huidige eurodollarkoers (van 1,28 dollar per euro) is nog circa 8 dollarcent verwijderd van de hoogste koers eind 2004. En hoewel de dollar in de loop van 2005 weer apprecieerde tegenover de Europese eenheidsmunt, wijzen veel analisten op het risico van een verdere dollardaling. Zo zijn financiële markten bezorgd over de onhoudbaarheid van het Amerikaanse tekort op de lopende rekening, valt in de

tweede helft van dit jaar de groei van de Amerikaanse economie naar verwachting terug en worden rentever verschillen in het voordeel van de VS kleiner. Een goedkopere dollar kan helpen de relatieve prijzen – zowel in de VS als daarbuiten – te veranderen. Naast een verhoging van de Amerikaanse besparingen wordt een verandering van ruilvoeten alom noodzakelijk geacht om het Amerikaanse handelstekort (van circa 6% BBP) te verminderen. Hiervoor is echter wel vereist dat landen in Azië hun munten flexibiliseren. Daar zit immers een groot deel van het handelsoverschot dat het spiegelbeeld is van het tekort in de VS (een ander deel zit bij olie-exporterende landen). Dat de euro een relatief groot deel van de aanpassingslast van de dollar zou opvangen zou opmerkelijk zijn: het eurogebied heeft immers een min of meer evenwichtige handelsbalans.

De daling van de dollar sinds februari 2002 (in %, handelsgewogen en t.o.v. de euro)



Bron: Eigen berekeningen op basis van Federal Reserve en European Central Bank

Noot: data afgesloten op 7 juli 2006

## Monetaire Zaken

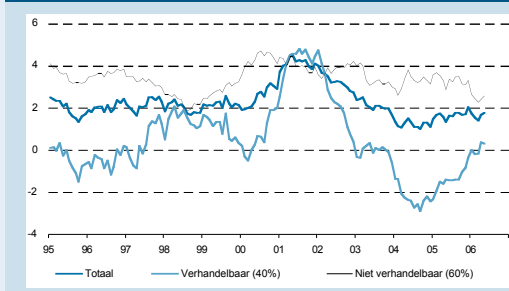
### Prijzen van internationaal handelbare producten stijgen weer

De inflatie in Nederland is laag. De consumentenprijsindex (cpi) steeg in mei met 1,3%. Dit jaar wordt de inflatie echter voor een half procentpunt neerwaarts gedrukt door overheidsmaatregelen, zoals het afschaffen van het gebruikersdeel van de ozb. Dit verklaart grotendeels het verschil met de inflatie volgens de Europese definitie van de prijsindex (HICP), die in Nederland op Finland na, met 1,8% het laagste van het eurogebied is. Sinds 2002 zijn er in Nederland flinke verschillen geweest tussen de inflatiecijfers van internationaal handelbare en niet-verhandelbare producten. Vooral de prijsstijging van handelbare producten fluctueerde sterk. Zoals bekend is de prijsstijging van diensten redelijk constant. Diensten zijn minder gevoelig voor concurrentie en staan door hun beperkte handelbaarheid minder onder druk van internationale prijsontwikkelingen. Dit laatste is duidelijk herkenbaar in de figuur: bij de niet-verhandelbare producten – voornamelijk diensten – veranderde de inflatie de laatste jaren weinig. Tussen begin 2002 en 2005 deed zich echter een scherpe afname voor van de prijsstijging van handelbare producten: van een piek van 4,7% inflatie naar een deflatie van bijna 3%, verreweg het laagste cijfer van de afgelopen 30 jaar. De afnemende inflatie van handelbare producten was vooral het gevolg van prijsdalingen bij kleding, schoeisel en voedingsmiddelen. Naast de invloed van (internationale) concurrentie, stond de inflatie van handelbare producten sinds 2002 extra onder druk door de verslechterende conjunctuur en de appreciatie van de euro.

De figuur laat ook zien dat de inflatie van handelbare producten sinds eind 2004 weer scherp oploopt. Een van de oorzaken is het einde aan de prijzenoorlog tussen de supermarkten, waardoor de prijzen van voedingsmiddelen weer

GERBERT HEBBINK (DNB)

Cpi en prijs van handelbare/niet-verhandelbare producten Procentuele mutaties



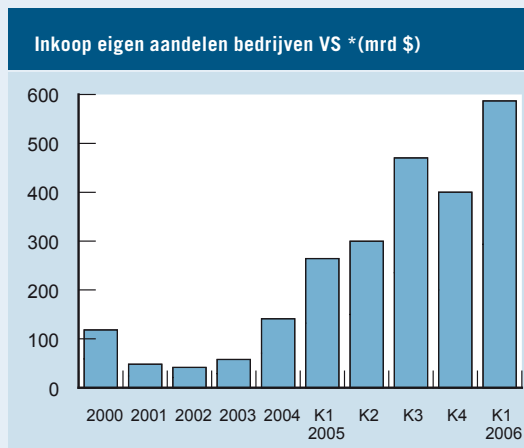
Toelichting: exclusief onroerende zaakbelasting 2006

Bron: CBS, berekeningen DNB

stijgen. De meest recente waarnemingen – april en mei – zijn vooral opmerkelijk, omdat de prijsstijging van handelbare producten voor het eerst sinds oktober 2003 weer positief is geworden. Gegeven de bovengenoemde stabiele bijdrage van diensten (niet-verhandelbare producten) aan de inflatie, zou door een verder oplopende inflatie van handelbare producten ook de totale inflatie verder kunnen gaan stijgen.

## Record inkoop eigen aandelen door bedrijven VS

De gunstige economische omstandigheden van de afgelopen jaren in de VS, in samenhang met een sterke nadruk op balanssanering en kostenreductie, hebben de winsten van Amerikaanse bedrijven tot recordhoogte opgedreven. In het eerste kwartaal bedroeg de winststijging circa 25% ten opzichte van een jaar eerder. Tegelijkertijd zijn bedrijfsinvesterin-



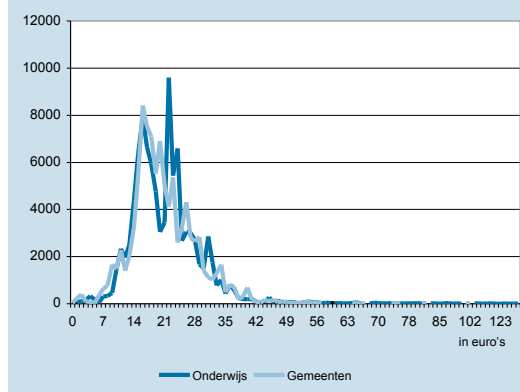
\*) kwartalen omgerekend naar jaarbasis

Bron: Federal Reserve VS, Flow of funds accounts

gen hier ruimschoots bij achter gebleven. Het resultaat hiervan is dat bedrijven in toenemende mate met overvloedige besparingen komen te zitten. Deze ruime liquiditeitspositie wordt door de bedrijven deels aangewend voor dividendverhogingen. Echter, in steeds sterkere mate worden de excessieve besparingen ingezet voor de inkoop van eigen aandelen. Reeds een aantal jaren worden de nieuwe aandelenemissies overtroffen door de inkoop van eigen aandelen door bedrijven. Flow-of-funds-statistieken van de Amerikaanse Federal Reserve over het eerste kwartaal tonen een record netto-inkoop van bijna \$ 600 miljard (omgerekend op jaarbasis). Dit is ruim vijf maal zo hoog als in het jaar 2000.

Een vaak gehanteerde redenering is dat de inkoop van eigen aandelen door bedrijven vooral is gericht op het creëren van aandeelhouderswaarde door de directie van het bedrijf. Immers, zowel direct, via het uitvoeren van extra vraag naar aandelen, als indirect, door het opkrikken van de winst per aandeel, wordt de koers van het aandeel ondersteund. Een meer juiste benadering is evenwel dat het winstverwatering voorkomt, die het gevolg zou zijn van de in de VS populaire optieregelingen. De flow-of-funds-statistieken onderstrepen dat het met name de gezinshuishoudingen zijn die aandelen verkopen, ofwel hun aandelenopties uitvoeren en verzilveren. In het eerste kwartaal werd netto een recordbedrag van \$ 866 miljard (jaarbasis) aan aandelen door Amerikaanse gezinnen verkocht, waarmee het koersopdrijvende effect van de inkoop eigen aandelen door bedrijven ruimschoots werd tenietgedaan.

## Verdeling van het uurloon in het onderwijs en bij gemeenten



### Uurloon leraren bereikt snel maximum

De verdeling van de uurlonen in 2004 verschilt in het onderwijs sterk van de verdeling bij de decentrale overheden: gemeenten, provincies en waterschappen. De mediaan van de uurlonen ligt in het onderwijs bij 20,75 euro, terwijl die bij de decentrale overheden bij 19,78 euro ligt. Dit verschil wordt mede veroorzaakt doordat het opleidingsniveau in het onderwijs hoger is dan bij de decentrale overheden.

### Dubbele piek in het onderwijs

Beide verdelingen laten een piek zien bij 16 euro. De verdeling in het onderwijs heeft echter nog een tweede piek, die bij de decentrale overheden ontbreekt. In het onderwijs bestaat de eerste piek vooral uit vrouwen en werknemers tussen de 23 en 35 jaar die werken in banen op middelbaar niveau. Ook bij de decentrale overheden hebben veel vrouwen een uurloon rond de 16 euro. Meer dan 70 procent van hen heeft een baan op lager of middelbaar niveau.

De tweede piek in het onderwijs ligt bij een uurloon van 22 euro. Dit is het loon dat hoort bij de laatste trap van salarisschaal 10, de gebruikelijke eindschaal voor werknemers met een hbo-opleiding. Werknemers in het onderwijs zijn in de tweede piek aanzienlijk ouder dan in de eerste piek; 54 procent is tussen de 45 en 55 jaar. Meer dan de helft van de werknemers in de tweede piek werkt in het basisonderwijs. Voor hen zijn de doorstrommogelijkheden naar een hogere salarisschaal beperkt en dit uit zich vooral in de lonen van oudere werknemers.

### Hoogste uurlonen bij universitair medische centra

Eén op de honderd werknemers in het onderwijs verdiende meer dan 50 euro per uur. Zij werken vooral bij universitair medische centra en hebben vrijwel allemaal een wetenschappelijke baan en opleiding.

Bij de decentrale overheden verdienen minder werknemers meer dan 50 euro per uur. Niet alleen werknemers met een wetenschappelijke opleiding of baan verdienen bij de decentrale overheden een dergelijk hoog uurloon, maar ook werknemers met een hbo-opleiding en in banen op hoger niveau.

CBS (2006). *Beloningsverschillen verklaard? Verschillen in uurloon bij de overheid 2004*. Voorburg/Heerlen: Centraal Bureau voor de Statistiek.