

CPB halveert groeiprognoze voor 1993

Het Centraal Planbureau heeft onlangs de groeiprognozes voor de Nederlandse economie in lijn met die van de OESO en het IMF scherp neerwaarts bijgesteld. Terwijl in de Macro Economische Verkenning (MEV) van Prinsjesdag nog werd uitgegaan van een groei van 2,25% in 1993, heeft het CPB zijn taxatie meer dan gehalveerd tot 1%. Ook de groeiprognoze voor het lopende jaar is verlaagd van 1,75% tot 1,5%. Aanleiding voor deze actualisering vormde niet alleen de EMS-onrust, maar ook de verslechterde internationale conjunctuur en de zwakke positie van de dollar, factoren die beide in de MEV nog buiten de centrale projectie waren gehouden. De export wordt daarbij onevenredig zwaar getroffen door de combinatie van een sterke gulden en een tegenvallende wereldhandelsgroei. Voor de overheid zal het gewijzigde economische perspectief leiden tot een begrotingstekort dat bij ongewijzigd beleid f 2 miljard hoger uitkomt dan eerder was gecalculeerd. Wanneer de regering zich bovendien wenst te houden aan een beperking van de collectieve-lastendruk, dan zal dit gepaard moeten gaan met extra bezuinigingen.

De verwachte stijging van de arbeidsinkomensquote is relatief fors. Aan gezien dit grotendeels ten koste zal gaan van de bedrijfswinsten, wordt verwacht dat de stagnatie van de bedrijfsinvesteringen zal voortduren. Keerzijde van het hier geschetste sombere economische beeld is evenwel dat het inflatieplaatje aanmerkelijk beter oogt dan aanvankelijk werd verondersteld. Als gevolg van de kracht van de gulden en een tegenvallende wereldhandelsgroei, wordt voor 1993 een inflatie verwacht van 2,5%. In het geval dat de sociale partners besluiten tot een loonstop, waar het CPB op aandringt, zou de inflatie zelfs kunnen dalen tot 2%. Behalve dat het CPB zijn taxaties sterk neerwaarts heeft bijgesteld, werd de Nederlandse economie met nog een tegenvaller geconfronteerd. Na een economische groei in het eerste kwartaal van 3,2%, is de groei in het tweede kwartaal teruggevallen tot 0,9%; duidelijk minder dan de eerste indicatie van 1,5%. De grotere terughoudendheid bij zowel consumenten als producenten kwam met name tot uitdrukking in een daling van de bestedingen aan duurzame consumptiegoederen en van de investeringen in gebouwen. De combinatie van een sterke gulden en een snel afzwakkende economie waren voor de Nederlandsche Bank aanleiding om in navolging van de verlaging van het beleningstarief door de Bundesbank de officiële tarieven en het beleningstarief te verlagen.

Economie VS veert op

Na de reeks van negatieve berichten, vormde de publikatie van de Amerikaanse economische groei over het

derde kwartaal een flinke meevaller. Het bruto binnenlands produkt steeg met 2,7%, terwijl eerder gerekend was op een groei gelijk aan de 1,5% van het voorgaande kwartaal. Hoewel de praktijk uitwijst dat zulke voorlopige cijfers later ingrijpend gecorrigeerd kunnen worden, betekende dit cijfer een welkome opsteker voor president Bush in de aanloop naar de presidentsverkiezingen. Ondanks de lage dollar vormt de export nog steeds een zwakke schakel in de economie. De consumptie daarentegen was de motor achter de groei met een stijging van 3,4%, tegenover een terugval van 0,1% in het voorafgaande kwartaal. Niet alleen de economische groei maar ook de inflatie verraste in positieve zin. In het derde kwartaal viel de inflatie terug van 2,7% tot slechts 2%. Daartegenover bereikte het Amerikaanse begrotingstekort over het in september afgesloten fiscale jaar een nieuw record van \$ 290,2 miljard. Het begrotingsbureau van het Congres (CBO) raamt voor het lopende fiscale jaar een verdere stijging van het tekort tot \$ 331 miljard.

Produktiestagnatie in Japan

In Japan duurt de stagnatie van de industriële produktie onverminderd voort en lijkt het einde hiervan nog niet in zicht. Hoewel in september de produktie op maandbasis een recordstijging heeft laten zien van 4,6%, de hoogste groei in 35 jaar, werd deze stijging vertekend door de recorddaling in de voorafgaande maand als gevolg van het groot aantal vakantiedagen. Op jaarbasis liet de produktie in die twee maanden dan ook een voortgaande daling zien van achtereenvolgens 8,1% en 4,7%. Meer dan ooit wordt dan ook uitgekoken naar de uitwerking van het stimuleringspakket van de overheid. Daarnaast lijkt de tijd ook rijp voor een stimulans vanuit het monetaire beleid, aangezien in september de geldhoeveelheid voor het eerst in 25 jaar op jaarbasis een daling van 0,4% liet zien. Ook voor de financiële sector wordt de situatie almaar nijpender. Het percentage leningen van de banken waarover al geruime tijd geen rente meer wordt ontvangen blijkt de helft groter te zijn dan oorspronkelijk was verwacht. Het doorsluizen van de leningen naar een nieuw op te richten instituut, zoals de overheid heeft voorgesteld, vormt echter geen structurele oplossing en lijkt meer op een sigaar uit eigen doos.

Tabel. Nieuwe groeiprognozes CPB vs. taxaties Prinsjesdag (tussen haakjes)

	1992		1993	
Internationaal				
• wereldhandel	2,0	(3,5)	2,7	(5,0)
• dollar in f	1,75	(1,75)	1,75	(1,85)
Nationaal				
• inflatie	3,2	(3,75)	2,5	(3,75)
• export	2,3	(3,5)	2,1	(5,5)
• part. consumptie	1,5	(1,5)	1,8	(2,0)
• investeringen	-0,5	(-0,75)	-0,7	(1,0)
• netto nat. inkomen	0,4	(1,0)	0,7	(2,0)
• bruto binn. produkt	1,5	(1,75)	1	(2,25)
• arb.ink.quote	81,7	(81,25)	83,2	(81,25)
Overheid (% nni)				
• overheidstekort	4,5	(4,4)	4,2	(3,9)
• coll. lastendruk	54,1	(53,7)	53,9	(53,1)
• staatsschuld	64,6	(64,3)	64,3	(66,4)

Somberheid in Europa

Niet alleen in het Verenigd Koninkrijk, maar ook in Frankrijk en Duitsland worden de sombere geluiden al maar sterker. In het VK sneuvelen maandelijks oude records: in september is de werkloosheid met 10,1% opgelopen tot het hoogste niveau sinds jaren, terwijl tegelijkertijd de loonstijgingen in de afgelopen 25 jaar niet zo laag zijn geweest. Volgens het CBI verwachten de ondernemers de komende vier maanden een verdergaande daling van de produktie en een teruggang van nieuwe orders. Het CBI acht dan ook een verdere verlaging van de rentetarieven gerechtvaardigd. De London Business School verwacht voor dit jaar een voortgaande recessie met een negatieve groei van 0,8%, gevolgd door een mager herstel in 1993 van 0,9%.

De Britse regering heeft, onder grote politieke druk, op de economische malaise gereageerd met een ommekeer in haar economische beleid, waarbij voorrang wordt gegeven aan groeistimulerende maatregelen en de inflatie als doelvariabele tijdelijk naar de achtergrond verdwijnt.

Ook Frankrijk, dat net als Nederland tot de Europese kopgroep wordt gerekend, ontkomt niet aan de afzwakende internationale conjunctuur. Het Franse onderzoeksinstituut INSEE maakte melding van een sterker wordend pessimisme onder ondernemers aangezien de orders recentelijk gedaald zijn en de werkloosheid een hoogte van 10,3% heeft bereikt. Met een neerwaarts herziene groei voor dit jaar van 2% als gevolg van een stagnerende exportgroei, is INSEE pessimistischer dan de overheid. Positief is wel het inflatieniveau, dat met 2,6% in september gunstig afsteekt bij de rest van Europa. Voor de Duitse economie hebben de vijf leidende economische instituten hun groeiverwachtingen in neerwaartse richting bijgesteld tot 1% in 1992 en 1993, bij een inflatie van respectievelijk 5% en 4%. In de westelijke deelstaten zal de groei terugvallen tot 1% in het lopende en 0,5% in het volgende jaar. Deze ramingen liggen duidelijk lager dan de officiële taxaties. De groei van de overheidsuitgaven, deels als gevolg van de financiële stromen richting de oostelijke deelstaten, blijft daardoor boven de doelstelling van 2,5% uitkomen. Ook de inflatie met 3,8% over oktober en de geldgroei met 9,1% in september liggen echter nog duidelijk boven de doelstelling van de Bundesbank.

Lagere beleningstarieven

De Bundesbank leek eindelijk overtuigd van de zwakke toestand van de Duitse economie, toen zij op woensdag 21 oktober besloot het beleningstarief te verlagen met 15 basispunten tot 8,75%. De Nederlandse en Belgische centrale banken volgden direct. De kracht van beide valuta's bood echter ruimte voor niet alleen een verlaging van de beleningsrente maar tevens een verlaging van de officiële tarieven met 25 basispunten tot 8,50% voor de Nederlandse voorschotrente. Ook landen buiten het DM-blok, zoals Italië, Frankrijk en het VK, versoepelden het monetaire beleid.



**F van Lanschot
Bankiers nv**

SINDS 1737

De Europese obligatiemarkten hadden geanticipeerd op een duidelijker signaal van de Bundesbank. Echter, van verschillende kanten vanuit de Bundesbank werd benadrukt dat het tempo van rentedalingen zeer behoedzaam zal zijn. De Bundesbank blijft namelijk de inflatie en de geldgroei scherp in de gaten houden. Beide cijfers laten weer een opgaande lijn zien, wat een, economisch wenselijke, substantiële verlaging van de officiële tarieven kan belemmeren. Na bijna twee maanden van sterke koersstijgingen op de obligatiemarkten trad vervolgens dan ook een consolidatiefase in. Opmerkelijk was wel dat het rente-ecart tussen Nederland en Duitsland inmiddels is teruggelopen tot onder de 20 basispunten.

Van de stijgende obligatiekoersen in de rest van Europa was die in het VK het meest opvallend. Met het Britse pond uit het EMS en een duidelijke commitment van de overheid aan een stimulerend beleid, heeft de obligatiemarkt geanticipeerd op een verdere verlaging van de basisrente. Voor de Amerikaanse obligatiemarkt waren het voornamelijk de opiniepeilingen over de presidentsverkiezingen die de koersen bewogen. Nadat aanvankelijk de markt probeerde te wennen aan het feit dat Clinton president zou worden, met alle negatieve

consequenties voor het begrotingstekort, leken vervolgens de kansen voor Bush te keren, waardoor nieuw staatspapier zonder veel moeite kon worden geplaatst. Verantwoordelijk voor de inhaalrace van Bush op zijn belangrijkste opponent Clinton was de verrassend sterke groei van de Amerikaanse economie over het derde kwartaal van 2,7%, waarmee de reeks van tegenvallende cijfers leek te worden doorbroken.

Herstel Amerikaanse dollar

Op de valutamarkten viel de Amerikaanse dollar op door een sterk herstel van onder de f 1,60 begin oktober tot in de richting van de f 1,75. Achtergrond vormde vooral het vooruitzicht op een afnemend rente-ecart met de Duitse mark. De ruimte voor neerwaartse renteaanpassingen in de VS wordt laag ingeschat, zeker wanneer de nieuwe president de in het vooruitzicht gestelde extra uitgaven hard gaat maken. Daartegenover worden de kansen op een lagere rente elders in de wereld, vooral in het DM-blok, hoger ingeschat. Hoewel de rente in Europa op termijn omlaag kan, heeft de Bundesbank aangegeven dat het tempo van renteverlagingen niet moet worden overschat en zeer geleidelijk zal plaatsvinden. Behalve dat de inflatie en de geldgroei een snelle verlaging van de officiële tarieven blokkeren, is het voor de Bundesbank ook van cruciaal belang dat de loonafspraken in het 'Solidarpakt' gematigd zullen blijven.

EMS-onrust ebt langzaam weg

Binnen het EMS lijkt de rust langzaam weer te keren, nu de Bundesbank heeft aangegeven dat de rente, zij het behoedzaam, op termijn omlaag kan en de zwakkere valuta's, zoals de lire en het pond, verlost zijn van de knellende EMS-band. Dit maakte het voor de Franse frank zelfs mogelijk om, zij het met enige vertraging, Duitsland te volgen in de verlaging van het beleningstarief van 13% tot 10,5%. Het Engelse pond blijft echter onder druk staan. De valuta is minder aantrekkelijk geworden ten gevolge van de Engelse rentedaling. De wijziging in het economische beleid geeft ook geen aanleiding om in het pond te stappen, aangezien de regering de rente op grond hiervan nog verder zal willen verlagen.

Deze bijdrage is ontleend aan de tweewekelijkse publicatie *Beleggen met Van Lanschot*.