

De conjunctuur in historisch perspectief

A.J.J. Barens en H.J.H.M. Zijlmans*

M*ocht de conjuncturele neergang doorzetten, dan is de Nederlandse uitgangspositie aanzienlijk beter dan bij voorgaande recessies. Ook vergeleken met de recente economische neergang in de VS en het VK staan we er beter voor. Het inflatiespook waart hier niet rond. Zowel consumenten als bedrijven hebben een solide vermogenspositie, waardoor een tijdelijke neergang gemakkelijker kan worden opgevangen. Bovendien is er nu geen sprake van een wereldwijde schok zoals bij de oliecrises. De conjunctuurgolf plant zich juist in verschillende fasen voort. De neergang zal daarom minder diep zijn dan in het verleden.*

Een jaar geleden leek het nog zo mooi. 1993 zou voor Europa een oogstjaar worden. In 1992 was een groot deel van de maatregelen samenhangend met Europa 1992 aangenomen, zodat dit jaar het 'Europa zonder grenzen' van start kon gaan. Bovendien had eind 1991 de monetaire integratie met het Verdrag van Maastricht een nieuwe impuls gekregen. Een versnelling van de Europese eenwording, met alle positieve economische effecten van dien, lag in het verschiet.

Het pakte anders uit. In Duitsland is sprake van een inzakkende conjunctuur met grote financieel-economische problemen. Daarnaast heerst er grote onzekerheid omtrent de wisselkoersen en is er onduidelijkheid over de gevolgen van de ontwikkelingen in Oost-Europa. Nederland wordt plotseling geconfronteerd met een verslechterde concurrentiepositie en met een tanende afzet op haar belangrijkste afzetmarkt Duitsland. Van verscheidene kanten wordt er reeds van gesproken dat wij aan de vooravond staan van de ergste recessie sinds de tweede wereldoorlog. De gevolgen van voorgaande recessies liggen nog vers in het geheugen. Het is daarom interessant de huidige situatie te vergelijken met eerdere recessieperiodes. We zullen zowel op macro als micro-niveau een vergelijking maken. Allereerst volgt hier een korte schets van de conjuncturele ontwikkelingen in Europa en de VS.

Twee voorgaande recessies

Nederland verkeerde de afgelopen decennia tweemaal in een recessie: in het midden van de jaren zeventig en in het begin van de jaren tachtig. In het midden van de jaren zeventig leidde de recessie slechts tot een kortstondig inzakken van de economische groei: na in 1974 nog met 4,1% te zijn toegenomen daalde het reële bbp in Nederland in 1975 met

1,0%. In 1976 vond echter alweer een groei plaats van maar liefst 5,5%. Er was dus sprake van een korte maar scherpe conjuncturele inzinking. Begin jaren tachtig verliep de recessie moeizamer: na een zeer magere reële bbp-groei van 0,9% in 1980 vond zowel in 1981 als 1982 een daling plaats met respectievelijk 0,7% en 1,4%, waarna in 1983 weer een bescheiden groei kon worden opgetekend van 1,4%.

Beide recessies werden geïnitieerd door een factor die momenteel niet aan de orde is: een extreem sterke stijging van de olieprijsen. Eind 1973 verhoogde de OPEC de olieprijsen met bijna 400%, in 1979/80 vond ten gevolge van de verwikkelingen in Iran en de oorlog tussen Iran en Irak een verdriedubbeling van de olieprijsen plaats. In beide gevallen leidde dit tot een scherpe opleving van de inflatie. Tevens trad mondiaal grote vraaguitval op als gevolg van de omvangrijke inkomensoverdracht van de geïndustrialiseerde wereld naar de OPEC-landen, die niet in staat bleken de ontvangen gelden direct om te zetten in nieuwe bestedingen. Ten slotte leidden de olieprijsstijgingen tot grote problemen in een aantal sectoren zoals de automobiellindustrie, die een extra dreiging voor de economie inhielden.

Belangrijk bij de voorgaande recessies was bovendien dat reeds vóór de olieprijschokken in veel landen sprake was van een grote opwaartse druk op het binnenlandse prijspeil. Begin jaren zeventig was het een combinatie van enerzijds oplopende grondstofprijzen en anderzijds lonen die sneller stegen dan de arbeidsproductiviteit, die leidde tot een loonprijspiraal. Afwentelingsmechanismen, zoals in Nederland de automatische prijscompensatie, versterk-

* Beide auteurs zijn werkzaam als senior econoom bij het Economisch bureau van F. van Lanschot Bankiers NV. Dit artikel is een bewerking van een studie behorende bij het Jaarverslag 1992.

ten deze tendens. De geïndustrialiseerde landen kenden in 1973 al een inflatie van gemiddeld 7,5%, die met de olieprijsstijging opliep tot 12% in 1974.

Na de eerste oliecrisis lukte het vanwege het expansieve begrotingsbeleid nauwelijks de inflatie terug te dringen. De inflatie beliep voorafgaande aan de tweede oliecrisis ruim 8% om vervolgens op te lopen tot ruim 13%. Bij beide crises verergerde de daarvoor noodzakelijke aanscherping van het monetaire beleid, die leidde tot hoge rentestanden, de conjuncturele teruggang. Deze restrictieve monetaire politiek werd na de tweede oliecrisis lang voortgezet. Met name in de Verenigde Staten hield de centrale bank de teugels uiterst krap, waardoor de rente opliep tot rond 20%, hetgeen uiteraard zijn consequenties had voor het rentepeil in Europa. Pas nadat in de VS de Federal Reserve besloot dat het monetaire beleid kon worden versoepeld omdat het inflatiegevaar voldoende was bestreden, en bovendien de nieuwe Amerikaanse president Reagan overging op een fiscaal stimuleringsbeleid, kwam vanuit Amerika het conjunctuurherstel op gang.

De huidige recessieperiode

Verenigde Staten

In de VS vond gedurende de jaren tachtig zowel bij bedrijven als gezinnen een gestage vergroting van de schuldpositie plaats, die de samenleving door de hogere rentelasten kwetsbaarder maakte voor tegenslag. Deze tegenslag kwam toen de onroerend-goedprijzen, die in eerdere jaren nog sterk waren gestegen, als gevolg van overaanbod en een restrictiever monetair beleid begonnen te zakken. Deze ontwikkeling sloeg ook sterk terug op de bankensector, die nog met de naweeën kampte van de schulden crisis in de ontwikkelingslanden van begin jaren tachtig. De aarzeling bij het bankwezen om nieuwe leningen te verstrekken vormde een additionele factor voor de groeivertraging. Deze zogenaamde 'credit crunch' werd nog verergerd door een solvabiliteitscrisis in het spaarbankwezen van ongekennde omvang. De combinatie van deregulering van de spaarbanksector en onwetendheid en fraude bij de spaarbankbesturen leidde eind jaren tachtig tot massale faillissementen die de overheid met honderden miljarden dollars aan kosten opzadelden.

Nu de overheid niet zoals de voorgaande keren een krachtige bestedingsimpuls kon geven moest de impuls volledig komen van een ruimer monetair beleid. De veel lagere inflatie stelde de Federal Reserve nu wel in staat om het monetaire beleid al in een vrij vroeg stadium te verruimen en deze verruiming lang voort te zetten. Een dergelijk beleid heeft evenwel veel minder direct effect dan een bestedingsimpuls. Veel bedrijven en gezinnen trachten eerst hun schuldpositie te verbeteren, alvorens tot nieuwe investeringen en consumentenbestedingen over te gaan. Inmiddels lijkt de Amerikaanse economie het dieptepunt gepasseerd.

Verenigd Koninkrijk

Voor het Verenigd Koninkrijk was er een andere oorzaak voor de recessie. Daar was eind jaren tachtig

door een overhitting van de economie sprake van een veel te hoge inflatie, die via een noodzakelijk langdurig strak rentebeleid voor een diepe recessie zorgde. De hoge rente drukte zwaar op de bestedingsruimte van de consument die, aangemoedigd door het beleid van Thatcher, zich op grote schaal tegen een variabele rente in de schulden had gestoken voor de aanschaf van een eigen woning. De recessie leidde ook hier tot een scherpe daling van de onroerend-goedprijzen, die de vermogenspositie van de gezinnen aantastte. Daarnaast was door de sterk onder druk staande rentabiliteit en door overnames ook de vermogenspositie van het bedrijfsleven teruggelopen. Een budgettaire impuls paste niet in het beleid van de regering, terwijl voor een monetaire versoepeling lange tijd geen ruimte bestond wegens de hardnekkige inflatie en de deelname aan het EMS. Pas na het verlaten van het EMS was er ruimte voor een vergaande monetaire verruiming, maar ook hier lijkt de consument eerst te kiezen voor een sanering van zijn schulden.

Continentaal Europa

De jaren tachtig kunnen worden gekenmerkt als een periode van gestage groei. Daarbij was er in tegenstelling tot de VS met name in Duitsland en Nederland sprake van een restrictief begrotingsbeleid om de overheidsfinanciën op orde te brengen. De Duitse hereniging, en de daarmee samenhangende omwisseling van Ostmarken in Westmarken en grote inkomensoverdrachten, leidde tot een omvangrijke goederenstroom van het Westen naar Oostduitse deelstaten. De Duitse industrie zag haar thuismarkt in één klap sterk uitgebreid. Belangrijke handelspartners, zoals Nederland, België en Frankrijk, profiteerden hiervan mee. De periode van economische groei in continentaal Europa werd hierdoor verlengd.

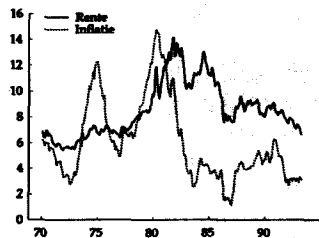
Later bleek de hereniging de Duitse economie echter voor veel grotere problemen te stellen dan aanvankelijk was voorzien. De Oostduitse bedrijven verkeerden in een veel slechtere staat dan verwacht. Daarbij zorgde het wegvallen van de traditionele afzet in Oost-Europa gecombineerd met het snel opgetrokken loonniveau ervoor dat de Oostduitse bedrijven in grote moeilijkheden kwamen. Het gevolg was een fors oplopende werkloosheid in het voormalige Oost-Duitsland en hoge kosten voor de Duitse overheid. Tegelijkertijd werd het Duitse bedrijfsleven bij het afzakken van de initiële bestedingsimpuls geconfronteerd met dalende afzetten, te meer daar ook de export door onder andere de tegenvallende internationale conjunctuur onder druk kwam. Van het monetaire front kwam geen verlichting omdat de omvangrijke kredietverlening en hoge loonstijgingen zich vertaalden in hoge geldgroei en inflatie. De ankerpositie van de DM zorgde ervoor dat ook de andere EMS-landen hun rente hoog moesten houden.

Macro-economische vergelijking

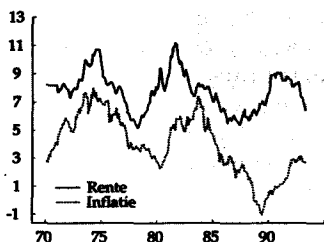
Beter inflatie- en rentebeeld

Vergelijken we het verloop van de inflatie ten tijde van de vorige recessies van de jaren zeventig met de huidige prijsontwikkeling, dan kunnen we constate-

Figuur 1. Inflatie en rente in de Verenigde Staten, 1970-1992



Figuur 2. Inflatie en rente in Duitsland, 1970-1992

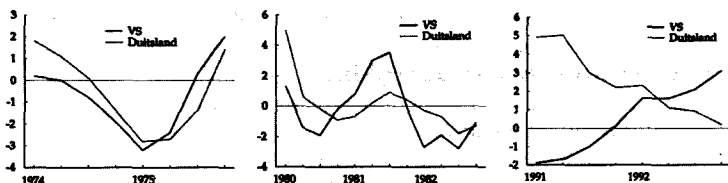


Faseverschil

Een tweede belangrijk verschil met voorgaande recessies is dat vorige keren de olieprijschok tegelijkertijd voor alle geïndustrialiseerde landen een ernstige conjuncturele tegenvaller betekende. Wereldwijd was sprake van vraaguitval. Vergelijken we bij voorbeeld de bestedingen in de Verenigde Staten en West-Duitsland, dan blijkt dat midden jaren zeventig en begin jaren tachtig de conjuncturele omslagpunten bij de Amerikaanse en Duitse economie praktisch synchroon verliepen. Thans verkeren we echter in een situatie dat continentaal Europa zich dank zij de Duitse hereniging ruim anderhalf jaar aan de huidige recessieperiode, die in de Angelsaksische landen inzette, kon onttrekken. En net nu het in continentaal Europa slechter gaat, toont de economie in de VS een conjunctureel herstel, terwijl in het Verenigd Koninkrijk het dieptepunt gepasseerd is en een herstel eraan lijkt te komen. Dit verschil in conjuncturele fases is een belangrijke factor voor de afzwakking van de conjuncturele neergang in Europa.

Overigens zal van het herstel van de Amerikaanse economie ditmaal een minder krachtige impuls uitgaan dan begin jaren tachtig. Het 'Reaganomics'-beleid zorgde voor een forse bestedingsimpuls doordat verhoging van de overheidsuitgaven gepaard ging met een gelijktijdige verlaging van de belastingen. De groei van de Amerikaanse economie ver-

Figuur 3. Fase-overeenkomst en -verschil in bestedingen in Duitsland en de VS, procentuele veranderingen



ren dat thans van een zeer gematigde inflatie sprake is (zie figuur 1 en 2). Voor de geïndustrialiseerde wereld bedraagt de inflatie thans gemiddeld 3,5%, hoewel met name de Duitse inflatie nog zorgen baart. Daarnaast is nu veel minder sprake van indexeringsmechanismen, terwijl de zich aftekenende loonmatiging te zamen met de zwakke conjunctuur zal bijdragen aan een daling van de inflatie. Dit effect voor de Bundesbank de weg voor een verdere versoepeling van het monetaire beleid. Deze ontwikkeling steekt schril af tegen de situatie tijdens de vorige recessie, toen het tot augustus 1982 duurde voordat de Bundesbank tot een verlaging van het discontotarief over kon gaan. Bovendien ligt de huidige rente in West-Europa, zowel kort als lang, duidelijk lager.

toonde daardoor van 1981 op 1982 een omslag ter grootte van bijna zes procentpunten. Omdat men in de daarop volgende jaren van hoogconjunctuur heeft verzuimd om het opgelopen begrotingstekort weer weg te werken, staat de huidige Amerikaanse begrotingssituatie een dergelijk beleid niet toe. Sterker nog, de nieuwe Amerikaanse president is nu gedwongen het economische herstel te gebruiken voor een vermindering van het begrotingstekort. Mede daardoor zal de conjunctuuropleving en dus het effect op Europa beperkter zijn.

Uitgangspositie continentaal Europa

Vergelijken we de recente recessie in de Angelsaksische landen met de huidige situatie in continentaal Europa, dan kan een aantal verschillen worden geconstateerd. Ook hier is de laatste jaren sprake geweest van oplopende prijzen voor het onroerend goed, maar de prijsstijging staat in geen verhouding tot die in de Angelsaksische landen. Daarnaast is het beroep van gezinnen op krediet traditioneel veel lager. Daarom mag het weerstandsvermogen aanmerkelijk groter worden geacht. Een vergelijking van de spaarquote van Amerikaanse gezinnen, die in de jaren tachtig halveerde naar het historisch zeer lage niveau van iets boven de 4%, met die in Nederland, die zich structureel boven de 12% beweegt, is hiervoor illustratief. Daarnaast was bij voorbeeld in Nederland en Duitsland al lang sprake van een grote mate van kapitaalliberalisatie, waardoor de verschuivingen op financieel-economisch terrein veel minder drastisch waren. Omvangrijke excessen, zoals de spaarbankencrisis in de Verenigde Staten, alsmede het op grote schaal gebruik maken van 'junk bond'-financiering deden zich hier dan ook niet voor. Het gevaar van een moeizaam saneringsproces, dat het herstel uit een recessie aanzienlijk bemoeilijkt, is daarom minder groot.

Op macro-economisch niveau is er dus een aantal wezenlijke verschillen in vergelijking met voorgaande recessies en recessies elders. Maar ook op micro-economisch niveau bestaan belangrijke verschillen in vergelijking met de situatie aan de vooravond van voorgaande recessies.

Micro-economische vergelijking

Solvabiliteit

In de eerste helft van de jaren zeventig leidde een loon-prijsspiraal tot een sterke winsterosie van het Nederlandse bedrijfsleven. Zo steeg de arbeidsinkomensquote in vijf jaar met tien volle punten, van 80% in 1970 tot 90% in 1975. Daarenboven had het bedrijfsleven te maken met een verzwarende van de collectieve lasten. Het gevolg was dat de rendementen op het geïnvesteerde vermogen sterk daalden tot onder de (als gevolg van de rentestand hoge) kosten voor vreemd vermogen.

Hand in hand met de teruglopende rentabiliteit voltrok zich de achteruitgang van de solvabiliteit. Winsthouding bood te weinig potentieel voor versterking van het eigen vermogen. Ook het slechte beursklimaat, samenhangend met de lage rentabiliteit, bood geen ruimte om nieuw eigen vermogen

aan te trekken. Bij een autonome groei van het totale vermogen, onder meer als gevolg van de inflatie, leidde dat tot verslechterende balansverhoudingen. Zo kon de situatie ontstaan dat de bancaire groei van de (middel-)lange kredietverlening in de periode 1970-1975 continu boven de 20% per jaar lag, ondanks een sterke daling van de investeringsquote. Verliesfinanciering lag mede daaraan ten grondslag.

Het beeld van de kosteninflatie veranderde in de tweede helft van de jaren zeventig nauwelijks. De arbeidsinkomensquote liep nog verder op, tot 92% in 1980. Omdat het rendement fors onder de inmiddels sterk opgelopen rente lag, werd de financieringshefboom negatief, hetgeen een extra aanslag vormde op de rentabiliteit op het eigen vermogen. Bij de beursgenoteerde ondernemingen liet het eigen vermogen een daling zien van ruim 35% begin jaren zeventig tot 25% in 1980, zodat de tweede recessie met slechte vermogensverhoudingen werd ingegaan.

Uitgangspositie huidige recessie

De jaren tachtig toonden een aanzienlijk rendementsherstel. Een wereldwijde economische groei in combinatie met loonmatiging en produktiviteitsstijging lag aan deze ontwikkeling ten grondslag. Zo liep de arbeidsinkomensquote in dit decennium terug van rond 90% tot rond 80% begin jaren negentig. Daarnaast deed, aanvankelijk schoorvoetend, de collectieve sector een stapje terug. Met de verlaging van de vennootschapsbelasting als extra impuls werd 1989 een topjaar in de Nederlandse winstontwikkeling. Het percentage winstgevendende bedrijven nam sterk toe, van 76% in 1982 tot 91% in 1990. De sterk verbeterde rendementen droegen tevens bij aan een substantiële verbetering van de solvabiliteit (figuur 4). De financiële positie van het bedrijfsleven aan de vooravond van de huidige recessie is dus duidelijk sterker dan aan het begin van de voorgaande recessies, waarbij met name het verschil met de situatie van begin jaren tachtig groot is.

Daarnaast is de veel lagere rente van essentiële betekenis. Waar bij de vorige recessies de financiële hefboom door de hoge rente juist tegen werkte, kunnen we nu constateren dat een fors gedaalde rente de financiële lasten aanzienlijk heeft verlaagd. De mogelijkheden om de balansverhoudingen te versterken zijn navent toegenomen. Het bedrijfsleven kan zich bovendien van een extra verlaging van de rentelasten verzekeren. Er is meer ruimte voor het consolideren van de schuld.

Deze verschillen met eerdere recessies rechtvaardigen geen al te groot pessimisme.

Druk op prijzen

Waar voorheen kosteninflatie bedrijven parten speelde, is nu de druk op de operationele marges voor een groot deel te wijten aan het beschikbaar komen van nieuwe productiecapaciteit, met name in basisindustrieën als (petro-)chemie, staal en papier. Deze overcapaciteit komt des te harder aan nu de groei zich wereldwijd op een bescheiden niveau bevindt. Daarnaast veroorzaakt het aanbod van Oost-Europese producten op de Europese markt extra druk op de prijzen. Voor de problemen die de importen uit

die hoek voor onze industrie opleveren zal een oplossing moeten worden gevonden. De daartoe benodigde forse herstructureringen zullen een sterk beroep doen op de dynamiek van ons bedrijfsleven. Met het herstel in de Verenigde Staten en op enige afstand het Verenigd Koninkrijk, mag echter bij het toch al relatief goed op peil blijven van de volumes in verschillende sectoren, een verlichting van de druk op de prijzen verwacht worden indien vraag en aanbod meer in evenwicht komen. Voor sommige produkten lijkt al van enig prijsherstel op wereldmarkten sprake.

Conclusie

Het beeld voor de conjunctuur in 1993 is zeer matig. De Duitse economie heeft duidelijk te lijden onder de effecten van de eenwording, de Europese integratie stokt en er is nog immer sprake van valutarische onzekerheid. De rendementen van het bedrijfsleven staan onder druk, enkele grote bedrijven strijden zelfs om hun voortbestaan. Het CPB heeft al voor gevaarschuwd dat de vooruitgang die is geboekt op het front van de winstquote in enkele jaren weer teniet wordt gedaan. Het aantal faillissementen loopt weer op, evenals de werkloosheid.

Soms wordt al gesproken van de diepste recessie van de laatste decennia. Hoewel duidelijk moge zijn dat 1993 geen gemakkelijk jaar wordt, zijn er ok argumenten die ons in staat stellen door de donkere wolken heen te kijken. Allereerst is er het niveau van inflatie en rente dat gunstig afsteekt bij dat van eerdere recessies en ruimte biedt voor economisch herstel. Daarnaast is het verschil in conjunctuurverloop tussen de Angelsaksische landen en Europa van belang. Daarvan kan een dempend effect uitgaan op de neergang van de conjunctuur bij ons, terwijl het voor de industrie de druk op de afzetprijzen kan verlichten. Zowel de lagere rente als het conjunctuurverschil bieden perspectieven voor het bedrijfsleven, dat er bovendien in financieel opzicht beter voorstaat dan voor de vorige recessies.

Het is de vraag of Nederland, met de snelle achteruitgang bij onze belangrijkste handelspartner Duitsland, aan een recessie kan ontkomen. Hoewel wij verwachten dat dit helaas niet het geval zal zijn, lijkt echter wel de verwachting gerechtvaardigd dat de teruggang kortstondiger en minder diep zal zijn dan bij eerdere recessies. Dat neemt overigens niet weg dat in sommige sectoren vrij vergaande herstructureringen noodzakelijk zullen blijken. Maar deze aanpassingen houden eerder verband met de hogere eisen die in een veranderende wereld (opengaan Oost-Europa, gemeenschappelijke EG-markt) aan het concurrentievermogen worden gesteld, dan met de tegenzittende conjunctuur.

Arno Barens
Bert Zijlmans

Figuur 4. Solvabiliteit beursgenoteerde ondernemingen

