

# Conjunctuur

## OESO te pessimistisch over Europa

### Economic Outlook

In haar jongste *Economic Outlook* schetst de OESO het beeld na de recessie in een aantal landen en na de Golfcrisis. De algemene conclusie luidt dat de recessie met name in de VS een mild karakter droeg, dat gezien de voorraadpositie en bezettingsgraden bij een toename van de bestedingen ook de industriële productie weer snel kan aantrekken, dat de inflatie onder controle blijft, en dat ook de onevenwichtigheden op de lopende rekening geen grote reden tot zorg vormen. Na een klein min in 1991 zal de Amerikaanse economie in 1992 weer een groei vertonen van 3,1%. In Japan komt de groei weliswaar op een lager maar toch behoorlijk niveau van 3,5%. In Europa is, na de afzwakking in 1991 tot een gemiddelde groei van 1,4%, het herstel in 1992 tot 2,4% matig te noemen. De belangrijkste oorzaak hiervan wordt gevonden in de ontwikkeling van de Duitse economie, waar de groei volgens de OESO via 2,8% in 1991 afneemt tot 2,2% in 1992.

Onzes inziens is het geschetste scenario voor de Verenigde Staten te optimistisch, terwijl we tegen de ontwikkelingen in Europa wat zonniger aankijken.

Voor de VS geldt dat de consumptieve bestedingen na het vertrouwensherstel de aanleiding vormen voor een aantrekkende productie, gevolgd door de investeringen. Maar ook aan de export wordt een bestedingsimpuls toegedicht, met een toename van circa 7% in 1992. Gezien echter de kracht van de dollar is het maar de vraag of deze exportontwikkeling inderdaad kan doorzetten. Zeker het Europese bedrijfsleven, in de loop van 1990 onder druk gekomen van de zwakke Amerikaanse economie en lage dollar, zal zijn positie trachten te herstellen.

Een tweede punt van aandacht vormt de staat waarin het Amerikaanse bankwezen verkeert. Het lijkt er op dat dit jaar in ieder geval nog nodig zal blijken te zijn om de zaak op

orde te krijgen. Daarbij geldt dat nog substantiële afboekingen gepleegd zullen moeten worden op lopende vorderingen, hetgeen de solvabiliteit onder druk zet. Het financieren van de groei lijkt dan ook een probleem te vormen. Hoewel wij niet pessimistisch zijn over het herstel van de Amerikaanse economie, lijkt ons het genoemde groeipeil volgend jaar te hoog ingeschat.

Voor Europa geldt het omgekeerde verhaal. Daar begint de analyse in Duitsland. Natuurlijk is het zo dat de Duitse eenwording veel meer geld kost dan aanvankelijk werd gedacht, hetgeen de Westduitse burger via belastingverhogingen koopkracht kost. Bedacht moet echter worden dat de hierdoor misgelopen bestedingen via de achterdeur weer terugkomen. Het is dus niet het absolute bestedingsniveau dat onder druk komt, maar het is een kwestie van herverdeling. En hoewel de loonontwikkeling zorgen baart voor de industrie en de inflatie kan aanwakkeren, zal ook hiervan een bestedingsimpuls uitgaan. In de *Economic Outlook* gaat de OESO echter uit van een teruglopende groei van alle bestedingscategorieën, zodat de totale binnenlandse vraag een afnemende stijging vertoont van 5% in 1990, via 3% in 1991 tot 2,5% in 1992. Daarnaast zal, hoewel het zeker nog jaren zal vergen voor de productie in de oostelijke deelstaten weer goed op gang komt, getwijfeld worden aan het geraamde negatieve effect op de groeicijfers voor de gehele Duitse economie. Bovendien kan de Duitse export profiteren van het aantrekken van de Amerikaanse economie. Een laatste argument tegen de minder rooskleurige visie op Europa wordt gevonden in het feit dat de Europese eenwording blijft gelden als een factor van betekenis in de economische ontwikkeling.

### Economie VS toont herstel

Het economische nieuws uit de Verenigde Staten kent een steeds positievere ondertoon. De cijfers over mei en de indicaties over de activiteiten in juni bevestigen dit nog eens. Dat de bestedingen weer aantrekken blijkt bij voorbeeld uit de orderontvangst voor duurzame consumptiegoederen in mei. Die vertoonden een stijging van 3,8%. Maar ook de bestedingen van gezinnen kenden een toename van 1,1% ten opzichte van een maand eerder. De gehele industrie zag haar orderpositie die maand met 2,9% toenemen. Nog po-

sitiever werden echter de indices geïnterpreteerd die meer naar de toekomst kijken. Zo steeg de index die het consumentenvertrouwen meet tot 78 in juni, tegenover nog 76,4 een maand eerder. De index van inkoopmanagers steeg tot 50,9%. In het algemeen wordt een cijfer boven 50% gezien als terugkeer naar groei. Een dissonant in het geheel vormde de werkgelegenheid. Die nam in juni met 50.000 personen af, zodat de werkloosheid steeg tot 7%. De Amerikaanse aandelenmarkt vertoonde relatief grote uitslagen van soms 50 punten per dag. Nadat de Dow Jones even op meer dan 50 punten verlies had gestaan, zette het



beursbestuur de 'uptick rule' in werking, die restricties oplegt aan computergestuurde handel in aandelenopties.

De bankencrisis in de VS is nog niet ten einde. Volgens William Seisman van de FDIC moet rekening worden gehouden met faillissementen van grotere banken aan de Oostkust van de VS. Vastgoedleningen zijn de grote boosdoener. Keerzijde van de problematiek is een aanzwellende fusiegolf in de Amerikaanse bankwereld. De nieuwe bankwetgeving, waaraan momenteel met voortvarendheid wordt gewerkt, verruimt de mogelijkheden tot samenwerking belangrijk. Verwacht wordt dat een aantal grote regionale bankorganisaties zullen worden gevormd die qua grootte zullen behoren tot de grootste in de VS.

### Forse recessie in Engeland

Volgens een onderzoek van het Engelse CBI dalen bij de helft van de Britse producenten werkgelegenheid en export nog steeds. "Vraag en productie in de industrie tonen nog geen enkel teken van herstel", zo concludeert de CBI. Het onderzoek werd gehouden tussen 29 mei en 19 juni. Bij 66% van de Britse fabrikanten is de orderportefeuille abnormaal klein voor de tijd van het jaar. Slechts 8% van de ondervraagden meldt een florissante orderpositie. Het bruto binnenlands produkt van Groot-Brittannië is in het eerste kwartaal van dit jaar afgenomen met

0,6% in vergelijking met het laatste kwartaal van 1990. Ten opzichte van het eerste kwartaal van vorig jaar daalde het zelfs met 2,5%. Het tekort op de lopende rekening van de Britse betalingsbalans bedroeg in mei £ 523 miljoen, terwijl het handelstekort uitkwam op £ 923 miljoen tegen nog £ 837 miljoen in april.

### Nederland

In Nederland was de produktiedaling in april met 2% ten opzichte van maart bar slecht; op jaarbasis was sprake van een daling van 1%. Gerekend over de eerste vier maanden is de produktiegroei teruggevallen tot een schamele 1%. In grote delen van de halffabrikatenindustrie, die traditioneel vooroploopt in de conjunctuurbeweging, gaat het duidelijk minder. In de basismetalenindustrie en in de chemische industrie daalde de produktie in de eerste vier maanden zelfs. Ook in de bouw gaat het minder. Het aantal in aanbouw genomen woningen lag maar liefst 33% onder dat van vorig jaar. In de consumptieve sfeer gaat het de voedings- en genotmiddelenindustrie met een groei van rond de 3% nog duidelijk voor de wind. Dat laatste wordt veroorzaakt door het goede verloop van de vraag. In het eerste kwartaal groeide de consumptie op jaarbasis met 4,5%, het hoogste groeipeil sinds jaren. De afname van duurzame consumptiegoederen scoorde boven gemiddeld. Indien enig geloof gehecht mag worden aan de toekomstvoorspellers zal de uiteenlopende ontwikkeling tussen de kapitaalgoederen- en consumptiegoederensector nog even doorgaan. De totale orderpositie voor de Nederlandse industrie lag in mei 1 punt lager op 95, hetgeen 5% onder het niveau van het vierde kwartaal van 1990 is. De kapitaalgoederensector zag de deindex met 2 punten dalen tot 94, de consumptiegoederensector realiseerde een stijging van 1 tot 99.

### Valuta's en rente

#### Dollar verder omhoog

In het communiqué na afloop van de juni-top verklaarden de ministers van Financiën en presidenten van centrale banken van de G7 dat gezamenlijke acties op de valutamarkten nodig kunnen zijn om een ordelijk verloop van de markt af te dwingen. Daarbij werd gerefereerd aan het niveau van de dollar. Tot gecoördineerde afspraken ten aanzien van interventies kwam het voor zover bekend echter niet.

### Valutakoersen

|                       | 1991<br>hoogste<br>koers | 1991<br>laagste<br>koers | Koers<br>per<br>14/6 | Koers<br>per<br>5/7 |
|-----------------------|--------------------------|--------------------------|----------------------|---------------------|
| Amerikaanse dollar    | 2,07                     | 1,64                     | 2,03                 | 2,07                |
| Engelse pond          | 3,38                     | 3,26                     | 3,30                 | 3,32                |
| Duitse mark (100)     | 112,82                   | 112,60                   | 112,66               | 112,60              |
| Zwitserse frank (100) | 135,62                   | 129,30                   | 131,43               | 130,37              |
| Japanse yen           | 149,04                   | 125,36                   | 145,63               | 149,04              |

De Amerikaanse minister Brady ziet weinig noodzaak tot ingrijpen. Maar vooral Japan en Duitsland is er veel aan gelegen de vlucht van de dollar aan banden te leggen. Zij zijn bevreesd voor een opwaartse druk op hun binnenlandse prijspeil wanneer de Amerikaanse munt verder in koers stijgt. Niettegenstaande de uitspraken van de G7 stoomde de dollar op naar nieuwe hoogtepunten op *f* 2,07, nadat vlak voor het G7-overleg een flinke verzwakking had plaatsgevonden. Een nieuwe stimulans vormde later de onrust in Joegoslavië.

#### Rentestijging in Duitsland

Aan het rentefront was het de stijging in Duitsland die de markt beheerste. Enerzijds speelde een oplopende inflatie(vrees) een rol. In het westelijk deel van Duitsland is in de maand tot half juni de inflatie op jaarbasis gestegen tot 3,5%. Overigens was het gezien het oplopen van de dollar opvallend dat in de maand tot half mei de importprijzen constant bleven.

De inflatie ligt nu op het hoogste peil sedert 1983. Daarbij komt per 1 juli dan nog de belastingverhoging, die naar schatting circa 0,75 procentpunt aan het inflatiecijfer zal toevoegen, waardoor de inflatie dan boven 4% komt. Voor de maand juli wordt gerekend met 4,4%. Dit is een niveau dat voor de Bundesbank aanleiding zou kunnen zijn het monetaire beleid te verscherpen. Gedacht zou dan eerder moeten worden aan een symbolische verhoging van het disconto bij een ongewijzigd Lombardtarief, zodat de daadwerkelijke financieringslasten van overheid en bedrijfsleven niet stijgen. Ook geruchten dat op 1 januari 1993 de btw niet met 1 maar met 2 procentpunt tot 16% verhoogd zou worden droegen bij aan de negatieve stemming.

Naast de inflatie-angst speelden de uitspraken van minister van Financiën Waigel de markt parten. Deze deden de markt vrezen voor een strenger regime voor belastingen op rente-inkomsten. Gevolg zou zijn een massa-

le kapitaalvlucht en daardoor een stijging van de Duitse rente. In dit verband moet worden bedacht dat volgens sommige waarnemers slechts de helft van de rente-inkomsten in Duitsland voor de belasting zou worden opgegeven. De speculaties over een discontoverhoging kwamen tot uitdrukking in een stijging van de korte Duitse rente richting 9%.

#### Rentedaling in Japan

In Japan was eindelijk sprake van een discontoverlaging van 6% naar 5,5%, de eerste in vier jaar tijd. Toen de goede cijfers voor de economische groei in het eerste kwartaal van dit jaar bekend werden gemaakt, vreesde de markt dat het nog wel even zou duren vooraleer een monetaire verruiming mogelijk zou zijn. De maatregel lijkt dan ook mede te zijn ingegeven om het vertrouwen in de financiële markten te herstellen na de recente schandalen bij de grote brokers. Ook de Japanse beurs vertoonde een wispelturig verloop, waarbij de trend omlaag was. De schandalen in de financiële wereld, waarbij grote effectenhuizen hun klanten compensatie zouden bieden voor geleden koersverliezen, zijn hieraan mede debet. De omstandigheid dat ook juist in deze periode de meeste aandeelhoudersvergaderingen worden gehouden waarbij politie aanwezig moet zijn om criminelen onder controle te houden draagt bij tot de ongunstige beeldvorming rond de Japanse aandelenhandel.

En hoewel de discontoverlaging positief werd ontvangen – een stijging van 818 punten of 3,5% op één dag – bleek dat de vreugde slechts van korte duur was. Later werd een nieuw laagterecord geboekt beneden het niveau van 23.000. Een neerwaartse doorbraak wordt als zeer negatief gezien, mede omdat veel financiële instellingen dan in solvabiliteitsproblemen zouden komen.

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