

Conjunctuur

OESO

verwacht

zwaar weer

De afgelopen weken was sprake van een wijziging in de toonzetting van verschillende instanties ten aanzien van het te voeren economische beleid. In toenemende mate wordt het afzwakken de economie, dan wel het achterwege blijven van economisch herstel gezien als een probleem dat vraagt om beleidsaanpassingen.

De financiële deskundigen van de OESO zijn deze dagen bijeengekomen om zich te buigen over de achtergronden van het uitblijvende economische herstel. De OESO moest regelmatig de groeiverwachtingen voor de wereldeconomie in neerwaartse richting bijstellen. De groeiverwachting voor dit jaar is recent verlaagd van 1,8% tot 1,5%, waarna men rekent op een groei van 2% in 1993 en 3% in 1994. Een speciaal comité voor economisch beleid van de OESO pleitte zelfs, zeer tegen haar gewoonte in, voor soepeler, uitgavenverhogend-beleid van de overheden. Voor de inflatie verwacht de OESO dat deze verder afneemt tot 2,5% aan het einde van 1994, het laagste niveau sedert de jaren zestig. Ten aanzien van de werkloosheid wordt voor volgend jaar een stabilisatie rond de 8% voorzien, gevolgd door een lichte daling in 1994.

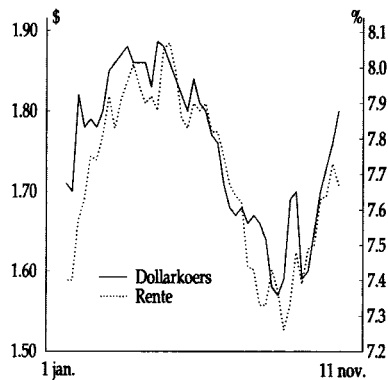
De OESO concludeerde tevens dat de deflatoire invloed van het ten einde lopen van de hoogconjunctuur groter was dan aanvankelijk ingeschat. Hetzelfde geldt voor het voorzichtige kredietbeleid van de banken. De opmerkingen over de deflatoire tendensen sluiten aan bij eerdere opmerkingen van Fed-voorzitter Greenspan, die erop wees dat de prijsdalingen van activa het economische herstel bemoeilijken. Met name Japan lijkt hier op dit moment onder te lijden.

Economie VS wint aan kracht

De gegevens omtrent het verloop van de Amerikaanse economie zijn de laatste tijd positiever. De fabrieksorders stegen in september licht en

de inkoopmanagers zijn in oktober weer iets optimistischer geworden. Daarnaast zijn de detailhandelsverkoop in oktober met 0,9% duidelijk sneller gestegen dan verwacht, waarbij de groei over september ook nog naar boven werd bijgesteld van 0,3% naar 0,5%. Vooral de groei van auto's en andere duurzame goederen was opvallend. De werkloosheid daalde in september tot 7,4%, maar dit lijkt mede ingegeven doordat een groot aantal werkzoekenden zonder nieuw werk te hebben gevonden zich heeft laten uitschrijven.

Figuur 1. Dollarkoers en kapitaalmarktrente in de VS



Dollar bereikt voorlopig hoogtepunt

De Amerikaanse dollar zette de afgelopen weken de half oktober ingezette stijging aanvankelijk overtuigend voort. In Amsterdam werd daarbij even boven *f* 1,80 gehandeld. De stijging van de dollar werd ondersteund doordat de kapitaalmarktrente in de VS de laatste weken een stijgende tendens vertoonde, waar de beweging in Europa juist tegenovergesteld was. De Amerikaanse rentestijging hing samen met de overwinning van Clinton, die een meer stimulerende aanpak van de economie voorstaat dan zijn voorganger Bush. Onder invloed van enerzijds verwachtingen dat een sterke inflatoire druk de komende maanden achterwege blijft en anderzijds geruststellende geluiden van de kant van de Fed dat er ruimte is voor stimuleringsprogramma's en dat het beleid van Clinton niet zo inflatoir hoeft te zijn als sommigen vrenzen, kwam de rentestijging ten einde. De nieuwe veiling van Amerikaans schatkistpapier voor een bedrag van \$ 37 miljard verliep zelfs opvallend soepel. Mede daardoor lieten de rendementen voor de 30-jarige treasuries een daling zien van 7,75% tot net onder de 7,6%. Door het veranderde rentebeeld kwam ook de stijging van

de dollar ten einde en zakte de munt weer terug naar een niveau van *f* 1,76.

De overwinning van Clinton bij de presidentsverkiezingen heeft de Amerikaanse beurs nauwelijks beïnvloed. De verwachting dat, wie ook zou winnen, de Amerikaanse beurs na de verkiezingen flink zou stijgen, is vooralsnog niet uitgekomen. Weliswaar kon de beurs uit het macro-economische nieuws enige hoop putten, maar de ontwikkeling van de bedrijfswinsten is in het derde kwartaal tegengevallen. Aanhoudende reorganisaties zullen in het vierde kwartaal mogelijk ook een druk geven op de bedrijfswinsten.

Onderbesteding in Japan

De ontwikkelingen in Japan worden beheerst door achterblijvende binnenlandse bestedingen. De weerslag hiervan vinden we in het overschot op de handelsbalans dat zich op een recordniveau blijft bewegen. Het overschot nam in oktober met de helft toe tot \$ 10,9 miljard, dankzij een exportgroei met 9,2% en een daling van de importen met 5,1%. De omvang van de gestarte publieke werken namen in september toe met 41,5% tot een maandrecord van ¥ 2,3 miljard. Dit hangt direct samen met het stimuleringsprogramma dat in augustus werd aangekondigd. Het parlement heeft hier overigens nog steeds niet zijn goedkeuring aan gegeven. De parlementaire behandeling kost meer tijd dan verwacht, daar de Japanse politiek momenteel geheel in de ban is van allerlei schandalen waarbij top-politici zijn betrokken. Overigens bestaat de vrees dat met de tegenvallende economische ontwikkeling de belastinginkomsten verder zullen achterblijven bij de huidige begroting, hetgeen nadere maatregelen vereist.

Akira Nambara, directeur van de Bank of Japan, heeft overigens al te kennen gegeven dat de autoriteiten niet zullen aarzelen nieuwe stimulerende maatregelen te nemen, wanneer het huidige programma, dat in augustus werd ontvouwd, onvoldoende effect zou sorteren. Ook toonde hij een opmerkelijke openheid ten aanzien van de problemen in het bankwezen. Deze lijken dermate groot dat de afschrijving van problemleningen de winsten jarenlang onder druk zal zetten. De grote banken komen naar zijn mening door de moeilijke tijden heen, maar voor de kleinere instituten acht hij de perspectieven minder bemoedi-

gend. De overheid zal hier moeten bijspringen, terwijl sommige zullen moeten samengaan met grote banken.

De Japanse beurs heeft de afgelopen weken terrein moeten prijsgeven doordat de politieke onrust de goedkeuring van het stimuleringspakket door het parlement blokkeert. Inmiddels is ongeveer de helft van het herstel, dat plaatsvond na de aankondiging van het stimuleringsprogramma in augustus, al weer te niet gedaan. Positief is overigens dat de omvangrijke herfinancieringsoperaties in verband met de aflossing van leningen, die aan het eind der jaren tachtig waren uitgegeven in combinatie met aandelenwarrants, tot nog toe soepel verlopen. Herfinanciering vindt plaats op uiteenlopende manieren, inclusief het uitgeven van nieuwe leningen met warrants. Yokohama Rubber plaatste in de verslagperiode bij voorbeeld een 2% lening van \$ 180 miljoen met daaraan gekoppeld vierjarige aandelenwarrants. Volgend jaar moeten leningen met

jard, tegenover een geraamd tekort van £ 28 miljard bij het uitbrengen van de begroting in maart. Gelijktijdig met het pakket budgettaire maatregelen werd een verdere renteverlaging van 1% aangekondigd. De basisrente komt daarmee op 7%, drie procent lager dan het niveau van voor de uitreding uit het EMS. Ondanks deze stimulerende maatregelen wordt na de economische teruggang van dit jaar, voor volgend jaar slechts een groei met 1% voorzien.

Britse pond onder druk

Aanvankelijk kon het pond nog enigszins terrein winnen op *f* 2,74, nadat premier Major erin geslaagd was het parlement ervan te overtuigen dat de ratificatieprocedure van het verdrag van Maastricht hervat moest worden, waarmee hij voorlopig zijn eigen positie weer veilig stelde. Vervolgens kwam het Britse pond weer onder druk te staan. Naast de terugkerende politieke spanningen speelde ook het vooruitlopen op een volgende renteverlaging een rol. Toen de renteverlaging op 12 november daadwerkelijk plaatsvond, herstelde het pond zich enigszins. Dit kwam omdat de renteverlaging met 1% tot 7% qua omvang achterbleef bij wat de markt verwacht had. Zo had de Britse werkgeversvereniging recent nog gepleit voor een renteverlaging met 2% tot 6%. Op de Britse kapitaalmarkt stonden, ondanks de renteverlaging, de koersen enigszins onder druk. Een reden hiervoor vormde het oplopende begrotingstekort, dat aanzienlijk groter lijkt uit te vallen dan in de voorgaande tien jaar, waarin zelfs sprake was van incidentele begrotingsoverschotten.

Duitse cijfers verslechteren

In Duitsland wijzen de cijfers nog steeds op een teruglopende economische ontwikkeling. Zo staat de orderontvangst bij de industrie onder flinke druk, terwijl de bezettingsgraad fors wegzakt. De teruggang van 85% in juni tot 83,1% in september weerspiegelt een versnelling in de achteruitgang. Daarnaast ligt de detailhandelsomzet in de eerste negen maanden van dit jaar 3% onder het niveau van dezelfde periode vorig jaar. Het kan haast niet anders dan dat deze ontwikkeling zal doorwerken in de Nederlandse economie. Ten aanzien van de Duitse rente gaven uitspraken van de kant van de Bundesbank aanleiding tot afnemende hoop op een verlaging van de of-

ficiële tarieven op korte termijn. Eerder had de obligatiemarkt nog winst kunnen boeken nadat onder andere het IMF had aangedrongen op een minder strak Duits monetair beleid. Na de terughoudende geluiden van de Bundesbank, die de rente op de Duitse speciale beleningen ongewijzigd liet, maakte de obligatiemarkt weer een pas op de plaats.

Loonmatiging in Nederland

In eigen land was sprake van een opmerkelijk snelle overeenstemming over de noodzaak tot het matigen van de lonen. Nieuwe berichten over een vertraging van de mondiale economische groei en de doorwerking hiervan op de Nederlandse economie werden aangegrepen voor een succesvol verlopen overleg tussen overheid, werkgevers en werknemers.

Directe aanleiding vormde de geactualiseerde berekeningen door het CPB. Hieruit blijkt onder meer dat de verwachte scherpe stijging van de arbeidsinkomensquote met 1,5% in 1993, in 1994 slechts voor de helft wordt goedge maakt. De keerzijde hiervan is een druk op de bedrijfswinsten. Het CPB raamt een stijging van de werkloosheid in 1993 en 1994 met respectievelijk 25.000 en 35.000, ondanks de veronderstelling dat de stijging van de contractlonen in 1994 beperkt blijft tot 1%. Het financieringstekort van de rijksoverheid dreigt bij ongewijzigd beleid in 1994 *f* 6 mrd hoger uit te komen dan in het regeerakkoord overeengekomen. De druk van de overheid om te komen tot een snel akkoord is dus niet zo verwonderlijk. Inmiddels is besloten tot een loonpauze. In januari en februari zullen cao's die dan aflopen niet worden vernieuwd. Daarna kan dit wel, zolang met terugwerkende kracht. Van een fundamentele looningreep heeft de overheid uiteindelijk afgezien.



**F van Lanschot
Bankiers nv**

SINDS 1737

een tegenwaarde van \$ 75 miljard worden afgelost, maar deze mammoetoperatie laat zich op dit moment minder dreigend aanzien dan aanvankelijk werd gevreesd.

Stimuleringsprogramma VK

In het Verenigd Koninkrijk kondigde minister Lamont in zijn zogenaamde 'Autumn Statement' tijdelijke maatregelen aan ter stimulering van de economie. Zo heeft hij een bedrag van £ 750 mln uitgetrokken voor het opkopen van leegstaande woningen. Voorts komen voor £ 700 mln extra exportkredieten beschikbaar. Daarnaast gaat de investeringsaftrek voor een periode van twaalf maanden van 25% naar 40% en wordt de bijzondere belasting op auto's afgeschaft waardoor een gemiddelde auto £ 400 goedkoper wordt. Het financieringstekort van de overheid lijkt met deze maatregelen en de tegenvallende economische ontwikkeling verder op te lopen tot £ 37 mil-

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