

Conjunctuur

Optimisme over Japan en de VS

In een tweetal recente studies heeft de OESO de economieën van de Verenigde Staten en Japan onder de loep genomen. Voor beide landen wordt in 1993 een herstel van de groei verwacht, in combinatie met een afname van de inflatoire druk. Het is opmerkelijk dat de OESO over Japan positiever is gestemd dan over de VS. Voor dit jaar schat de OESO de groei voor beide landen op 1,8%. In 1993 neemt Japan met een groei van 2,5% een geringe voorsprong op de VS, waar een groei van 2,4% wordt verwacht. Dit relatief positieve beeld voor Japan wordt evenwel niet bevestigd door recente cijfers. Japan bevindt zich momenteel in een neergaande conjunctuur, terwijl de VS het economische dieptepunt achter de rug hebben, zodat men zich moet afvragen of de OESO niet te veel naar de mond van de Japanse regering praat.

Voor de Verenigde Staten ziet de OESO een aantal remmende factoren uit het verleden, zoals het overheidstekort en de spaarbanken- en onroerend-goedcrisis, als belangrijkste redenen voor trager herstel in vergelijking met vorige perioden na een recessie. De OESO pleit voor lange-termijnbeleid bestaande uit een combinatie van verhoging van de belastingen en verlaging van de overheidsuitgaven in plaats van korte-termijn stimuleringsbeleid.

Voor Japan komt volgend jaar de economische groei in eerste instantie voor rekening van de overheid, vervolgens moet het herstel van het vertrouwen in de economie de groei een bredere basis geven. De effectiviteit van een verruimend monetair beleid wordt vooralsnog gefrustreerd door problemen in de financiële sector.

VS verrassend sterk

Vanuit de VS leek de stroom van positief economisch nieuws niet te stoppen. De verkiezing van Clinton in november blijkt gepaard te zijn gegaan met een onverwacht sterke

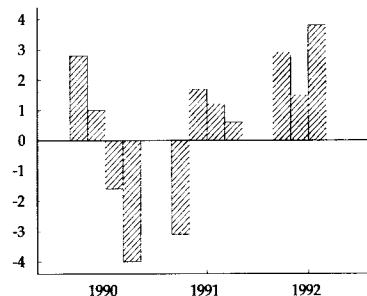
stijging van het consumentenvertrouwen. Maar ook de iets meer gedateerde cijfers schetsen een optimistisch beeld van de VS. Allereerst werd een opwaartse bijstelling van de eerdere raming van de economische groei in het derde kwartaal van 2,7% tot 3,9% bekendgemaakt. De oorzaak van de sterke bijstelling was vooral gelegen in een opwaartse aanpassing van de export. Ook meer recente cijfers van oktober, zoals de 9,1% hogere huizenverkopten, weerspiegelden een voorspoedige ontwikkeling. Daarnaast lag de stijging van de orderontvangst met 3,9% flink boven de verwachting van de markt. Op grond van de stijging van zowel de consumptieve bestedingen als de particuliere inkomens lijkt de positieve trend zich in het laatste kwartaal van dit jaar verder uit te breiden. Het lijkt erop dat de reeks van discontoverlagingen tot 3%, het laagste niveau in dertig jaar, vruchten begint af te werpen.

De Amerikaanse dollar zette de opmars voort, gesterkt door de overtuiging in de markt dat de Verenigde Staten op dit moment het enige belangrijke industrieland zijn, waar de economie er gunstig voor staat. Herhaaldelijk werd ten opzichte van de gulden de *f* 1,80 doorbroken. Meestal zet de combinatie van veiligen van staatspapier en verrassend gunstige cijfers de obligatiekoersen onder druk. De veiligen van de afgelopen weken werden echter zonder veel problemen opgenomen. De markt redeneert dat een sterke groei van de Amerikaanse economie een stimulerend beleid van de regering-Clinton overbodig maakt, met alle positieve gevolgen voor het overheidstekort en de ontwikkeling van de rente. Het rendement op de laatste dertigjarige treasury liet dan ook slechts een marginale daling zien tot rond de 7,55%.

Japanse 'credit crunch'?

De daling van de Japanse geldgroei, die zich in september voor het eerst sinds de jaren zestig voordeed, heeft zich in oktober voortgezet. Er heerst bezorgdheid over de vraag of de daling van de geldhoeveelheid een verdere terugval in economische groei inluidt. De Japanse centrale bank verklaarde dat de contractie van de geldhoeveelheid veroorzaakt wordt door de terugvallende kredietvraag bij consumenten en het bedrijfsleven. Uit informele kringen blijkt echter dat kleine bedrijven juist in toenemende mate problemen

Figuur. Groei van het bnp in de VS, 1990-I tot 1992-III, in %



ondervinden bij het in stand houden van de kredietlijnen. De banken kampen namelijk met sterk tegenvallende resultaten en worden daardoor voorzichtiger in hun kredietverlening. Ook voor de komende zes maanden verwachten de banken dat de druk op de winsten zal voortduren, zodat de ruimte om tegemoet te komen aan een aantrekkende vraag naar kredieten beperkt is.

Ook andere bedrijven in de financiële sector hebben het moeilijk. Moody's heeft recentelijk de kredietwaardigheid van het merendeel van de Japanse effectenhuizen verlaagd, waardoor het voor deze bedrijven duurder wordt financiële middelen aan te trekken.

Overigens zijn ook de geluiden vanuit de reële kant van de economie op korte termijn weinig optimistisch. De daling van de omzet van de Japanse detailhandel met 2,6% in oktober geeft aan dat de consumenten het voor de zoveelste keer dit jaar laten afweten. De verkopen van de warenhuizen blijven het sterkst achter bij vorig jaar, maar ook in andere sectoren worden forse omzetsdalingen geboekt.

Hoewel de afzwakkende economie nog niet direct tot uitdrukking komt in een sterke stijging van de werkloosheid, neemt wel het aantal gewerkte overuren af en verwachten de meeste consumenten dat bij de loononderhandelingen volgend jaar de loonstijgingen aanzienlijk zullen achterblijven bij de stijging van vorige jaren. Deze negatieve verwachting biedt weinig perspectief voor het Japanse bedrijfsleven.

In Japan herstelde de Nikkei Dow Jones zich krachtig tot boven het niveau van 17.000. Medio november steeg de koersindex op een dag zelfs met 5%. De financiële markten lijken te zijn gewend aan berichten over fabriekssluitingen en ontslagen en aan de winstdalingen die de beursfondsen rapporteren. De eerste

ruim 400 grote ondernemingen die hun halfjaarcijfers per 30 september bekendmaakten moesten genoeg nemen met een gemiddelde winstdaling met 39%. Met name bedrijven uit de elektronica-branche werden geconfronteerd met winstdalingen. Sony rapporteerde 60% minder winst en Pioneer 43%. Matsushita meldde een 80% lagere winst over de eerste helft van het lopende boekjaar. De beurs putte moed uit het gerucht dat de regering levensverzekerings- en trustmaatschappijen had verzocht versneld gelden in de aandelenmarkt te beleggen. De aandelen aankopen door het pensioenfonds van de Japanse PTT die plaatsvinden op instigatie van de regering, vormden een belangrijke stimulans voor de koersstijgingen.

Kohl erkent recessie

In Duitsland verslechtert de economische situatie zienderogen. Ook Bondskanselier Kohl heeft te kennen gegeven dat de Duitse economie in een recessie is beland. Niet zozeer het regeringsbeleid maar veel meer de economische neergang van de wereldeconomie zou hieraan debet zijn. Economische groei lijkt onontbeerlijk om de wederopbouw van voormalig Oost-Duitsland te financieren. De 'Vijf Wijzen', die de Duitse regering adviseren over het te voeren economische beleid, denken echter dat het einde van de Duitse recessie nog niet in zicht is en voorzien een verdere krimp van de West-Duitse economie in de eerste helft van volgend jaar.

De Bundesbank blijft koppig wijzen op de geldgroei- en de inflatiecijfers, die een stimulerend monetair beleid in de vorm van renteverlagingen blokkeren. De geldgroei is in oktober boven de 10% uitgekomen, waarbij met name de geldmarktinterventies voor een instroom van kapitaal zorgden. Op 10 december zal de Bundesbank haar nieuwe geldgroei-doelzone vaststellen, welke op dit moment nog op 3,5% tot 5,5% ligt. De inflatie is in november op 3,7% blijven liggen. De geplande BTW-verhoging in januari zal de inflatoire druk echter verhogen.

De Duitse beurs kwam enigszins onder druk na een reeks van teleurstellende berichten uit het bedrijfsleven. Winstdalingen, ontslagen, neerwaartse bijstellingen van winstverwachtingen en de officiële erkenning dat sprake is van een recessie, vormden voor beleggers geen aanleiding om aandelen te kopen. Ook de Bundes-

bank besteedde in haar maandbericht aandacht aan de omslag in de ontwikkeling van de bedrijfswinsten. Medio vorig jaar is een einde gekomen aan een periode van negen jaar van winststijgingen. De scherpe toename van de loonkosten met 7% is een belangrijke oorzaak. Overigens was reeds in 1990 sprake van een afvlakking van de winstgroei bij het Duitse bedrijfsleven tot een magere 0,5%.

Britse recessie duurt voort

De Britse recessie houdt nog onverminderd aan. In het derde kwartaal lag het bnp, exclusief de sterk fluctuerende olie- en gase-sector, 0,7% lager dan een jaar geleden, terwijl ook ten opzichte van het vorige kwartaal

de consumenten ervoor dat de economieën van Frankrijk en Nederland nog steeds een positieve groei laten zien.

De Franse economie is in het derde kwartaal nog met 0,4% gegroeid ten opzichte van het voorgaande kwartaal. Wel ging de groei van de consumptieve bestedingen van 0,9% gepaard met een sterke stijging van de import. Het Franse instituut voor statistiek (INSEE) rekent in het laatste kwartaal op een zelfde groeipercantage, waardoor voor het gehele jaar de groei op 2% uit zou moeten komen. Echter de recente devaluaties van de Spaanse peseta en de Portugese escudo zullen de Franse concurrentiepositie onder druk zetten, waarvan met name de handel met het buitenland te lijden zal hebben. In oktober viel het handelsoverschot als gevolg van een stagnatie van de export terug van FF 3,51 mrd. tot FF 1,07 mrd. Wel hebben de consumenten hun bestedingen in die maand met 1,6% verder vergroot. De Nederlandse economie liet in het derde kwartaal zelfs een groei van 0,9% zien, waarbij met name een sterk herstel van de consumptieve bestedingen verraste. Op basis van andere cijfers zoals de ontwikkeling van de industriële productie (-0,7% in dezelfde periode) en een sterke daling van de import, was gerekend op een aanzienlijk lagere groei. Toch blijft voorzichtigheid geboden. De terugval in Duitsland zal niet ongemerkt aan de Nederlandse economie voorbij gaan. Een eerste indicatie vormt de orderpositie bij de bedrijven, die ten opzichte van het niveau van voorgaande maand is verslechterd, waardoor de bedrijven voor de komende maanden rekening houden met een afname van de bedrijvigheid. Daarnaast is de werkloosheid in de drie maanden tot en met oktober boven de 300.000 uitgekomen, met als gevolg dat het vertrouwen van de consumenten in november een nieuw dieptepunt heeft bereikt.



sprake was van een terugval en wel met 0,3%. Het Britse Ministerie van Economische Zaken benadrukt echter dat deze cijfers nog dateren van voor de uitdrijving van het pond uit het EMS en dat de daling van het pond de concurrentiepositie van het bedrijfsleven heeft verbeterd. Hier is echter nog weinig van te merken, gezien de ontwikkeling van het tekort op de lopende rekening, dat in oktober is toegenomen tot £ 1,06 mrd., doordat de groei van de export achterbleef bij de importgroei. Hoopgevend is overigens dat de Engelse consument sinds enkele maanden weer meer besteedt. In de drie maanden tot en met oktober zijn de detailhandelsverkoppen op jaarbasis met 1,6% gestegen.

De aandelenmarkt van Londen liet zich van zijn goede kant zien, hetgeen past in de regel dat de aandelenkoersen worden gestimuleerd door een zwakke valuta. De index bewoog zich rond recordniveaus, waarbij de bankensector opviel door de vaste stemming.

Franse en Nederlandse groei

Terwijl bij de belangrijkste handelspartners de recessie voortduurt (VK) of inmiddels een feit lijkt te zijn (Duitsland) zorgen met name

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