

Teleurstellende cijfers

Leken de beurzen in de eerste weken van het nieuwe jaar vol optimisme, de afgelopen weken werden de financiële markten geconfronteerd met voornamelijk teleurstellende berichten. Ter gelegenheid van het G7-overleg publiceerde het IMF nieuwe ramingen voor 1992. In plaats van een groei dit jaar van 2,9% wordt nu gerekend op 2% voor de economie van de G7-landen. De groeiverwachting voor de VS is verlaagd van 3% tot 2,1%; voor Japan van 3,4% naar 2,75%. Voor Europa wordt 1,5% economische groei voorzien.

Verenigde Staten

De cijfers over de ontwikkeling van de afgelopen maanden waren weinig rooskleurig. In de VS leverde het vierde kwartaal slechts een bescheiden groei van 0,3% op. Voor heel 1991 kwam de economische ontwikkeling daarmee uit op een achteruitgang met 0,7%. Met name tegen het einde van het jaar viel de economische activiteit tegen. De index van 'leading indicators' daalde over december bij voorbeeld, evenals over de voorgaande maand, met 0,3%. Rekening was gehouden met een positieve uitkomst. Daarnaast vielen de bestedingen voor duurzame goederen tegen met een daling van ruim 5%. Dit hangt ongetwijfeld samen met het gebrek aan vertrouwen bij de consument, dat in januari overigens nog verder terugliep. Bij het bedrijfsleven liep de orderontvangst in december met 3,6% terug, waarmee het niveau voor het gehele jaar 2,8% lager uitkwam dan in het voorafgaande jaar. In het licht van deze matige uitgangspositie mag de groei zoals deze in de nieuwe Amerikaanse begroting wordt geraamd optimistisch worden genoemd. In de met de 'State of the Union' door president Bush aangeboden ontwerpbegroting gaat de regering voor het lopende jaar uit van een groei van 2,2%. Wat het begrotingstekort betreft is men minder optimistisch. Voor het op 1 oktober ingaande nieuwe boekjaar wordt een tekort van \$ 352 miljard geraamd.

Het lopende begrotingsjaar zal waarschijnlijk worden afgesloten met een tekort van \$ 400 miljard, overeenkomend met 6,7% van het bruto binnenlands produkt. Veel ruimte voor extra economische stimulansen is nauwelijks aanwezig. Dank zij een bezuiniging van \$ 50 miljard in de komende vijf jaar op de defensiebegroting konden toch enkele nieuwe initiatieven worden aangekondigd, waaronder verlaging van de vermogenswinstbelasting van 28% naar 15% voor bezittingen die meer dan drie jaar zijn aangehouden en versnelde afschrijving op investeringen die dit jaar worden gedaan.

Japan

De economische ontwikkeling in Japan verloopt eveneens weinig voorspoedig. In december daalde de industriële produktie met 1,4% ten opzichte van een jaar eerder. December was daarmee de derde achterevolgende maand met een teruglopende produktie. Zorgwekkend is daarbij dat de voorraden in december een stijging vertoonden met 12,8%. De consumptieve bestedingen stegen in december nog slechts met 1%. Over heel 1991 resulteerde dit in een stijging van 3,9%, tegen 6,5% in 1990 en zelfs 8,6% in het daaraan voorafgaande jaar. Ook met de investeringen wil het niet vlotten. Over heel 1991 stegen de investeringen nog met circa 5%, maar voor het komende kwartaal verwachten de ondernemers een daling van de investeringen met bijna 3%; de eerste daling sedert 1986. Positief ontwikkelt zich de buitenlandse handel. Het overschot op de Japanse lopende rekening verdubbelde vorig jaar tot \$ 72,6 miljard, vooral door de forse verbetering van de handelsbalans waar de overschotten gestaag toenemen. De Japanse financiële markten blijken vorig jaar overigens in trek te zijn geweest bij buitenlandse investeerders. In tegenstelling tot het jaar 1990, toen het buitenland per saldo Japanse effecten verkocht, werd vorig jaar voor \$ 21 miljard aan obligaties en \$ 45 miljard aan Japanse aandelen aangekocht.

Finland

Wel heel triest was het bericht dat de Finse economie in 1991 met maar liefst 6,2% is gekrompen. De binnenlandse vraag viel zelfs met 8% terug. Het inkomen per hoofd van de bevolking daalde met 4,6%. Voor het lopende jaar wordt rekening gehou-

den met een verdere daling, waarna 1993 een herstel van de groei zou moeten laten zien. Het wegvallen van de vraag uit de Sovjetunie vormt een belangrijke verklaring voor de zeer slecht presterende economie. In Rusland, waar door de recente prijsverhogingen de inflatie de afgelopen maand tot circa 300% is opgelopen, schat men dat de economische activiteit in januari met 15% is teruggelopen.

Nederland

In eigen land kwam de economische groei in het derde kwartaal van 1991 uit op 2,5%. Bij dit cijfer dient te worden bedacht dat het de groei in vergelijking met dezelfde periode van het voorgaande jaar betreft, waarbij de cijfers nog steeds positief beïnvloed worden door de forse groei die vorig jaar tijdens het laatste kwartaal werd gerealiseerd. Dit neemt niet weg dat de groeicijfers van dit jaar een lichte maar geleidelijke stijging vertonen, en er van een recessie dus geenszins sprake is. Toch kan ook ons land zich niet onttrekken aan de stagnatie elders. De orderontvangst in het bedrijfsleven leidt inmiddels tot enige somberheid. Vooral de investeringsgoederenindustrie is terughoudend. Overigens speelt dit al langer, terwijl de investeringen in het derde kwartaal toch een onverwachte groei lieten zien. Ondernemingen in de sectoren consumentenprodukten en halffabrikaten zijn licht optimistisch over het lopende eerste kwartaal, zo blijkt uit een CBS-onderzoek.

Valuta's en rente

De daling van de kapitaalmarktrente heeft in de meeste landen plaatsgemaakt voor een stabilisatie. In Groot-Brittannië kon nog iets van de tarieven af, maar in het dollarblok is al weer een maand sprake van stijgende kapitaalmarktrentes. De daling van de Britse kapitaalmarktrente, die zich wel gestaag voortzette, zal verband houden met de matige economische ontwikkeling. Zo lieten zowel de Britse werkgevers als de president van de centrale bank zich sceptisch uit ten aanzien van de kans op een snel herstel van de economie. Met de nog te hoge onderliggende inflatie en met de deelname aan het EMS is de ruimte voor over een rentedaling overigens niet groot. Van belang bij de rentedaling zou echter ook de gewijzigde opstelling van pensioenfondsen ten aanzien van obligatiebeleggingen kunnen

zijn. Per september vorig jaar maken obligaties nog maar 8% van de portefeuilles van de pensioenfondsen uit. In 1960 bedroeg het aandeel van obligaties nog 45%.

Een meer stabiel binnenlands prijspeil mede dank zij de Europese eenwording zou kunnen resulteren in een aantrekkelijk reëel rendement op basis van de huidige kapitaalmarktrente van 9,5%. Beleggers vragen zich af of de lijn van de laatste decennia waarin aandelen een veel betere belegging waren dan obligaties wel naar de toekomst mag worden doorgetrokken. Inmiddels hebben de eerste beleggers de daad bij het woord gevoegd en zijn overgegaan op een uitbreiding van hun obligatiebelangen.

Op de valutamarkten toont het Engelse pond een vaste ondertoon.

Van tijd tot tijd herhaalde uitspraken dat van een devaluatie van het pond geen sprake kan zijn dragen hieraan bij, maar met de verkiezingen voor de deur blijft er hieromtrent de nodige onzekerheid bestaan.

Professor E.J. Bomhoff stelde in dit verband onlangs dat groeiende verschillen in arbeidskosten tussen de EG-landen een herschikking binnen het EMS noodzakelijk maken¹. Hij wijst op de uiteenlopende ontwikkelingen in landen met hoge stijgingen van de arbeidskosten, zoals het VK en Spanje en anderzijds een land als Frankrijk, waar de arbeidskosten gestaag dalen ten opzichte van andere landen. Aldus ontstaat een gat dat tot een structurele verschuiving van concurrentieposities kan leiden. Wisselkoersaanpassingen lijken dan onvermijdelijk. Daarbij wordt er overigens wel aan voorbij gegaan dat een devaluatie door de financiële markt afgestraft zal worden met een kapitaalvlucht die leidt tot hogere rentes, hetgeen eveneens een handicap voor een economisch herstel zal zijn.

1. Spanningen in EMS nemen toe, *Het Financieele Dagblad*, 1 en 3 februari 1992, blz. 6.