

Conjunctuur

Verdere verlaging groei-prognoses

De afgelopen weken stonden wederom in het teken van het in neerwaartse richting bijstellen van de verwachtingen voor de economische groei in tal van landen, door onder meer het IMF, de OESO en het Centraal Planbureau.

De OESO heeft haar groeiramingen voor de geïndustrialiseerde wereld fors verlaagd. In plaats van de vier maanden geleden al tot 3% omlaag gebrachte taxatie van de economische groei in 1993, wordt nu gerekend op 2,1%. Voor de VS wordt nu een groei van 2,4% voorzien in plaats van 3,6%. Voor Japan is de verwachting omlaag gebracht van 3,1% naar een groei van 2,6%. Uit de cijfers kan worden afgeleid dat voor Europa de groeiwachting is verlaagd van 2,4% tot circa 1,5%. De gemiddelde werkloosheid in Europa zal volgens de OESO volgend jaar dicht tegen de 10% aankomen. Welhaast de enige parameter die niet in ongunstige zin is bijgesteld betreft de inflatie. Deze zal bescheiden blijven met een gemiddelde van 3,2% in 1993, tegenover 3,5% in het lopende jaar. Eerder liet het IMF al weten zijn groeiraming voor de industrielanden voor 1993 naar beneden te hebben bijgesteld tot 2,9%. Daarmee is het IMF nog wat optimistischer dan de OESO, maar het verschil kan ook liggen in het feit dat de OESO-prognoses van meer recente datum zijn in het snel verslechterende beeld.

Waardedaling activa

Vertwijfeld vragen de financiële markten zich af waarom de reeks van renteverlagingen in vooral de VS maar ook in een aantal andere landen nauwelijks effect heeft op de economie. Zo heeft de FED sinds 1990 een reeks renteverlagingen doorgevoerd en de rente op een historisch laag niveau gebracht, maar velen vrezen voor een nieuwe 'dip' in de ontwikkeling van de Amerikaanse economie. In dit licht is de uitspraak van FED-voorzitter Green-

span opvallend, dat de renteverlagingen niet zozeer tot doel hadden de economische groei te stimuleren, maar veeleer dienden om het probleem van de schuldenlast te verlichten. Het ging er vooral om de financiële herstructurering van de met schulden overladen maatschappij in goede banen te leiden.

De schuldenproblematiek en vooral de waardedaling van activa, in het bijzonder vastgoed, in landen als de VS, Japan, Engeland, Australië en de Scandinavische landen vormt een complicatie bij het bestrijden van de economische neergang; een complicatie die we in deze vorm sinds de tweede wereldoorlog niet hebben meegemaakt, en waar de beleidsmakers grote moeite mee hebben. De economische modellen zijn hier niet op berekend en oude vuistregels lijken niet meer te werken.

Daling produktie VS

Het aarzelende karakter van het Amerikaanse economische herstel werd weer eens bevestigd door een daling van de industriële produktie in september met 0,2%, nadat deze in augustus ook al met 0,4% was gedaald. Daarbij daalde de capaciteitsbezetting van 78,7% in augustus tot 78,4% in september. De groothandelsverkoop tonen een vergelijkbare tendens met een daling in augustus van 0,6%. Zij liggen echter nog wel 3,8% boven het niveau van een jaar geleden. De voorraden stegen in dezelfde maand met 0,6% en liggen nu 3,1% hoger dan een jaar terug. Gunstig is nog steeds de ontwikkeling van de inflatie, die in september licht daalde tot 3,0%. Een tegenvaller vormde daarentegen het handelstekort dat over augustus onverwacht sterk opliep tot \$ 9 miljard en daarmee het grootste tekort sinds november 1990 vormde. Teleurstellend was daarbij dat de stijging vooral een gevolg was van een terugval van de export met ruim 6%. Opvallend was dat het tekort met Japan met \$ 200 miljoen terugliep tot \$ 3,73 miljard.

Idem Japan ...

In Japan houdt de stijging van de handelsoverschotten onverminderd aan. Over de maand september is het overschot uitgekomen op meer dan \$ 12 miljard, een kwart meer dan in de vergelijkbare maand van vorig jaar. In de eerste helft van het per 1 april begonnen fiscale jaar is inmiddels een overschot geboekt van \$ 52,5 miljard, een derde meer dan vorig jaar. Overigens werkt de waar-

dedaling van de dollar via goedkope importen ook door in de cijfers. Met de binnenlandse economie wil het echter nog niet vloten. In augustus daalde de produktie zelfs met 4,2%, de grootste daling die ooit is geregistreerd. De produktie ligt nu 8,1% lager dan in augustus vorig jaar. Ondanks de aanhoudende produktiedalingen blijven de voorraden zich ophopen. In augustus werd de vijfde opeenvolgende stijging genoteerd, waarmee zij nu 4,4% hoger liggen dan een jaar terug.

De regering heeft inmiddels bekend gemaakt dat van het in augustus aangekondigde stimuleringsplan van 140 miljard gulden 70% nu al uitgevoerd kan worden, maar de minister van Financiën Hata voegde daar wel aan toe dat een economisch herstel niet voor de komende zomer te verwachten is. Ook is al een aanzet gegeven tot het oprichten van een fonds dat problemleningen en ingekocht vastgoed van de banken kan overnemen. Er bestaat grote publieke weerstand tegen het aanwenden van belastinggelden om de bankproblemen op te lossen. De schattingen van de omvang van de problemleningen bij de Japanse banken lopen op tot 650 miljard gulden.

... en Europa

Ook in Europa loopt de economische ontwikkeling snel terug. In het nog steeds in een recessie verkerende Verenigd Koninkrijk daalde de industriële produktie in augustus met 0,2%, vooral als gevolg van een tegenvallende ontwikkeling in de auto-industrie. In Duitsland stelde minister Müllemann van Economische Zaken dat de Duitse economie thans tendeert naar stagnatie. Daarbij zou er in Oost-Duitsland dit jaar geen sprake meer kunnen zijn van de eerder geraamde groei van 10%, maar zou de groei aldaar slechts 2,5% à 5% bedragen. Aan de infrastructuur wordt inmiddels hard gewerkt, maar in de industrie is nog sprake van een teruggang.

Nieuwe prognoses CPB

In eigen land lijkt het beeld dat op Prinsjesdag in de Macro Economische Verkenning werd gepresenteerd al weer achterhaald. De valutaire ontwikkelingen leveren daar ook een bijdrage aan. Blijkens een enquête van het NCW zijn de ondernemers duidelijk somberder dan de prognoses uit de MEV. De werkgelegenheid in de marktsector daalt volgens de ondernemers met 0,2%,

waar de MEV nog uitgaat van een groei van de totale werkgelegenheid met 1%. Wat de omzet betreft, verwachten de ondernemers een groei van 1,4%, waar in de MEV nog een produktiegroei van 2,5% wordt geraamd. De investeringen zullen volgend jaar met 3,3% teruglopen, zo vrezen de ondernemers. De MEV gaat uit van een 1% hoger investeringsniveau.

Het CPB werkt inmiddels aan een herziening van de prognoses voor 1993. De ingrijpende wijzigingen op de valutamarkten spelen hierbij een belangrijke rol, evenals de vertraging in de economische groei elders in de wereld. Voor de economische groei en werkgelegenheid in Nederland werken deze factoren negatief. Daarnaast hebben deze ontwikkelingen gevolgen voor de overheid, enerzijds budgettair anderzijds ten aanzien van het leggen van accenten in het economische beleid. Gunstig zijn echter de effecten op de inflatie. In september liep deze met 0,1% terug tot 3,4%. Voor volgend jaar heeft het CPB al laten weten nu uit te gaan van een inflatie in de buurt van de 2%, tegen een schatting van 3 à 4% in de MEV. Met name voor de loononderhandelingen is dit een belangrijk gegeven. Het CNV heeft inmiddels laten weten dat als de inflatie echt in die mate daalt, het de looneisen zal aanpassen. Overigens mag ook van het principe-akkoord in de SER inzake een pakket dat loonmatiging, verhoging van de arbeidsparticipatie en een reductie van de lastendruk omvat, verwacht worden dat het bijdraagt aan de noodzakelijke loonmatiging.

Valuta- en rentemarkten

De dagelijkse bewegingen op de valutamarkten bleven ook in de eerste helft van oktober krachtig, maar per saldo bleven de koersverschuivingen van relatief bescheiden omvang. De bewegingen stonden vooral in het teken van rentemaatregelen van centrale banken, dan wel het juist uitblijven daarvan.

De dollar zakte aanvankelijk wat weg naar een niveau van f 1,60 in reactie op het matige economische nieuws, waarop de speculaties weer toenamen dat de FED de rente verder zou verlagen. Toen een dergelijke maatregel uitbleef, veerde de dollar zeven cent op naar f 1,67. Een deel van het herstel moest echter weer worden prijsgegeven toen de Bundesbank evenmin besloot iets aan de rentetarieven te doen. Gezien

de steeds ongunstiger wordende economische nieuwsfeiten twijfelt de markt er echter niet aan dat de Bundesbank er niet aan ontkomt de monetaire teugels te laten vieren.

Eigen rentebeleid in het VK

In tegenstelling tot haar Amerikaanse en Duitse collegae ging de Britse centrale bank wel over tot een renteverlaging. Nu het VK geen deel meer uitmaakt van het EMS, en daar in de nabije toekomst ook zeker geen deel meer van zal uitmaken, heeft men de vrijheid tot het voeren van een eigen rentebeleid. Gegeven de aanhoudende recessie legt men daarbij het accent van het beleid minder



eenzijdig op de inflatiebestrijding, maar wil men via renteverlagingen de economie meer lucht geven. Na kort na de uittreding uit het EMS de 'base-rate' al met 1% verlaagd te hebben tot 9%, volgde nu een tweede verlaging tot 8%. De reactie van het pond bleef beperkt tot een verlies van 2 cent tot f 2,75. Eerder had het pond, dat voor de stap uit het EMS nog f 3,13 noteerde, al een val naar f 2,68 moeten verwerken. Onder invloed van de dekking van 'short'-posities en het herstel van de dollar kon het pond weer twee dubbeltjes winnen. Met verdere renteverlagingen in het verschieft lijkt voor het pond echter slechts een verdere daling weggelegd.

De spanning binnen het EMS neemt geleidelijk wat af. Eerder kon de Franse frank zich al van de bodem opwerpen na de speculatieve aanval met massale interventies en een renteverhoging te hebben afgeslagen. Met name het Ierse pond bleef echter onder druk staan, mede ingegeven door de daling van de munt van de belangrijke handelspartner Engeland. Inmiddels heeft ook het Ierse pond zich weer wat van de bodem van het EMS weten los te werken, maar echt uit de gevarenzone is de munt nog niet. Op de rentemarkt was de hoop op officiële renteverlagingen groter dan

de feitelijke verschuivingen in de rentestand. Door het uitblijven van renteverlagingen in de VS en Duitsland moesten veel obligatiemarkten de afgelopen weken weer wat terrein prijsgeven. Zo liep in de VS het rendement op de 30-jarige staatsleningen op tot 7,5%, een kleine kwart procent hoger dan een maand terug. Veel forser was de rentestijging in buurland Canada, waar de rente in dezelfde periode met driekwart procent is gestegen tot 8%. De neerwaartse bijstelling van de 'credit-rating' van Canadees overheidspapier door Standard & Poors droeg bij tot de druk op de obligatiekoersen.

In Engeland viel onder invloed van de daling van de base rate, de rente voor vierjarig papier de afgelopen weken van 9,5% tot 8,25%. De rente op 15-jarige staatsleningen steeg echter in een maand van 8,75% tot 9,13%. In Spanje werd in de afgelopen weken een deel van de eerdere zeer scherpe rentestijging tenietgedaan. De tienjarige leningen renderen medio oktober met 13,13% echter nog wel bijna een procent hoger dan een maand terug. Hetzelfde geldt voor Italië waar de rente nu op 14,75% ligt.

Nederlandse obligatiemarkt

In Duitsland, Frankrijk en Nederland daalde de kapitaalmarktrente licht. De Nederlandse obligatiemarkt presteert de laatste weken beter dan de Duitse, die de laatste dagen weer wat terrein moest prijsgeven. Dit heeft tot gevolg dat het renteververschil, dat enkele weken geleden nog rond 0,35% lag, tot 25 basispunten is gedaald. Ook de spread tussen de Franse en de Duitse rente is de laatste weken weer wat kleiner geworden. Ten opzichte van het begin van dit jaar ligt deze overigens nog een vol punt hoger op circa 1,4 procentpunt. Een van de stimulansen voor de Nederlandse markt was de daling van de inflatie tot 3,4%, waar deze in Duitsland juist opliep tot 3,6%. Daarnaast spelen uiteraard ook de nieuwe schattingen van het CPB, waarin de inflatie volgend jaar fors naar beneden wordt bijgesteld, een rol. Hoewel de oorzaak van de bijstelling voor een belangrijk deel gelegen is in de valutarontwikkelingen die voor Duitsland in gelijke mate gelden, zijn de effecten op de opener Nederlandse economie toch groter.

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