

Conjunctuur

Conjunctuur-herstel verloopt traag

OESO en IMF op één lijn

Evenals onlangs het IMF is nu ook de OESO met de nieuwste voorspellingen naar buiten gekomen. In de jongste halfjaarlijkse *Economic outlook* sluit de OESO aan bij het algemene gevoel dat de economische groei in de tweede helft van 1992 weer aantrekt, waarna in 1993 een versnelling optreedt. Voor het gehele OESO-gebied gaat men uit van 1,8% groei dit jaar, oplopend tot 3% in 1993. Ook de verwachte trend ten aanzien van de inflatie, 3,5% dit jaar en 3,2% volgend jaar, wijkt nauwelijks af van die van het IMF. Ten opzichte van de vorige voorspelling eind 1991 zijn echter de groeicijfers naar beneden bijgesteld, hetgeen vooral op het conto komt van de Amerikaanse economie, waar het herstel trager verloopt dan eerder verwacht. Daarnaast zijn er neerwaartse bijstellingen voor Japan, het VK en Duitsland. Gezien de meest recente berichten is het de vraag of de OESO er met betrekking tot het laatste land goed aan heeft gedaan de ramingen te verlagen.

Ondanks de lagere groei pleit de OESO voor een betere beheersing van de overheidsuitgaven en niet voor een conjuncturele impuls. Na enkele jaren van dalende tekorten lopen deze nu weer op. Op grond daarvan wordt bij voorbeeld de haalbaarheid van de EMU-normen in Europa sterk betwijfeld.

Tegenvallende cijfers in de VS

Dat het conjuncturele herstel in de Verenigde Staten met horten en stoten verloopt, bleek uit het laatste macro-economische nieuws. Met name het cijfer van de orderontvangst voor duurzame consumptiegoederen viel tegen. In mei werd een daling van 2,4% genoteerd, terwijl gerekend was op een stijging van 0,6%. De handelsbalanscijfers over april toonden een verslechtering tot een tekort van \$ 7 miljard, het hoogste in

bijna anderhalf jaar. De verslechtering was enerzijds te wijten aan een 1,6% hogere import, die niet veroorzaakt werd door een grotere binnenlandse economische activiteit maar veeleer door hogere olieprijs. Anderzijds baarde de exportdaling met 1,9% zorg. Dit is namelijk een teken dat de buitenlandse vraag geen stimulerende factor achter het economische herstel vormt. De situatie bij de gezinshuishoudingen daarentegen toont een zonniger beeld. Zo vertoonde de groei van zowel het persoonlijk inkomen als de consumptie in mei met respectievelijk 0,3% en 0,5% een versnelling ten opzichte van de voorafgaande maand. Positief was ook het herstel van het aantal in aanbouw genomen woningen in mei met 11%. Vooralsnog is dit echter niet voldoende om de scherpe terugval in de afgelopen twee maanden teniet te doen.

Onder invloed van de tegenvallende cijfers zakte de Amerikaanse dollar onder het niveau van *f* 1,75. Naast het aarzende economische herstel speelt ook de internationale renteontwikkeling een rol. De valutamarkten houden hardnekkig vast aan de verwachting dat de Fed nog eenmaal de rente zal verlagen. Ook president Bush drong er bij de Fed op aan om de rente te verlagen en het economische herstel veilig te stellen. Bush liet zich tot dit zeer ongebruikelijke verzoek verleiden, omdat hij met de verkiezingen in november in het vooruitzicht als geen ander gebaat is bij een bloeiende economie. Daar staat tegenover dat de kans op een spoedige renteverlaging in Duitsland na de laatste geldgroei cijfers alleen maar kleiner is geworden. Dit betekent dat het rente-ecart tussen de dollar en de Duitse mark, dat op dit moment op ongeveer 6%-punten ligt in het voordeel van Duitsland, volgens de valutamarkten op korte termijn eerder groter dan kleiner zal worden. Vreemd genoeg hebben de valutamarkten nu een veel kortere horizon dan in de eerste maanden van dit jaar. In die periode, waarin de Fed de Federal Funds Rate nog verlaagde en de Duitse Bundesbank zich geconfronteerd zag met hoge loonakkoorden, wist de dollar juist aan kracht te winnen.

Bundesbank optimistisch

Het handelsbalansoverschot van het voormalige West-Duitsland is in april scherp teruggevallen tot DM 1,8 miljard tegenover DM 4,4 miljard een maand eerder. Vorig jaar was overi-

gens sprake van een tekort van DM 1,3 miljard. Toch presteert de Duitse economie nog steeds goed. Voor het verenigde Duitsland heeft de Bundesbank de groeiverwachting opgeschroefd van 2 tot 2 à 2,5%, met de kanttekening dat de inflatie van ruim 4% te hoog is. Dit wordt bevestigd door de inflatiecijfers over juni, die nog niet onder de 4% uitkomen. In de tweede helft van het jaar kan de inflatie echter een daling te zien geven doordat de tijdelijke eenheidsheffing zal komen te vervallen. Ook ligt de geldgroei met 9% in mei nog steeds ruimschoots boven de norm van de Bundesbank. Verder gaat de economische groei gepaard met een overheidstekort dat dit jaar zal uitkomen rond DM 130 miljard.

De bekendmaking van de Duitse geldgroei cijfers zorgde voor een schrikreactie op de obligatiemarkten. Gezien de voorwaarden van de Bundesbank hoeft in deze situatie op korte termijn immers geen renteverlaging te worden verwacht. Sinds het begin van het jaar is de rente op de Duitse obligaties niet meer zo hoog geweest. De bekendmaking van de nieuwe inflatiecijfers voor de maand juni had ook al geen verbetering van het sentiment tot gevolg. Zolang namelijk of de geldgroei of de inflatie sterk boven de doelstelling van de Bundesbank blijft liggen, zal de Bundesbank de rente niet verlagen. De Bundesbank heeft echter wel aangekondigd de doelzone voor de geldgroei van 3,5 tot 5,5% te zullen herzien, omdat de grote kredietvraag voor de wederopbouw van de Oostduitse industrie een juiste interpretatie van het geldgroei cijfer bemoeilijkt.

Franse economie oogt sterk

Uit Frankrijk kwamen weer positieve berichten. Nadat Frankrijk vorig jaar de inflatie tot onder het Duitse niveau had gedrukt is het nu de handelsbalansprestatie die respect afdwingt. In mei werd voor de vijfde maand in successie een overschot geboekt en wel van FF 4,5 miljard. Het overschot over de eerste vijf maanden van dit jaar is daarmee uitgekomen op FF 17,9 miljard, tegenover een tekort van FF 19,01 miljard in dezelfde periode vorig jaar. Het overschot is dit jaar te danken aan een groeiende export en een achterblijvende binnenlandse vraag.

Herstel in het VK blijft uit

In het Verenigd Koninkrijk is het bruto binnenlands produkt in het eerste kwartaal met 0,5% gedaald. Hoewel na de verkiezingen in april enig optimisme ontstond over de conjuncturele trend, worden de verwachtingen inmiddels weer naar beneden bijgesteld. Gezien de detailhandelsverkoop, die in mei slechts 0,3% hoger lagen dan in de voorafgaande maand, is de verkiezingseuforie bij de consumenten enigszins bekoeld. Ook de Britse werkgevers zien slechts een aarzelend herstel, niettegenstaande de groei van de industriële produktie in april met 0,7%. Eén van de verklaringen achter de produktiegroei is een mogelijke correctie op de afbouw van voorraden in de voorgaande maanden.

Een lichtpuntje voor de Britse economie vormde de handelsbalans in mei. De daling van het tekort tot £ 845 miljard werd veroorzaakt door een exportrecord. Hoewel de olie-export hierin een groot aandeel had, lijkt de recente stijging van het pond, vooruitlopend op de overgang tot de nauwe EMS-band, de concurrentiepositie nauwelijks nadelig te beïnvloeden.

Al met al zijn er echter nog weinig signalen van economisch herstel in het VK. Ook de OESO heeft inmiddels de voorspellingen aangepast. Zij verwacht nu 0,4% groei van het bruto binnenlands produkt, oplopend tot 2,6% in 1993. In de vorige Outlook lagen deze cijfers nog op 2,2% respectievelijk 3,2%.

Groei in Nederland hoger

De Nederlandse economie lijkt zich dit jaar iets gunstiger te ontwikkelen dan het CPB in het voorjaar nog durfde te voorspellen. In plaats van een toename van het netto nationaal inkomen met 1% voorziet het CPB nu een groei met 1,25%. De iets hogere raming van de particuliere consumptie en van de export vormt de achtergrond voor de opwaartse bijstelling van de groeiwachting. De ten opzichte van maart 2% hogere industriële produktie ondersteunde het CPB in zijn prognoses. De inflatie zal waarschijnlijk iets gunstiger uitkomen dank zij de te verwachten BTW-verlaging per 1 oktober a.s. Voor 1993 wordt de inflatie begroot op 3,7% tegenover eerder nog 4,5%. In dat jaar zal de economische groei echter niet de eerder verwachte 2,25% halen, zo schat het CPB nu in, maar 1,9%. Opvallend is dat de OESO haar groeiverwachting voor

dit jaar juist met 0,6%-punt naar beneden heeft bijgesteld tot 1,2%. Ten opzichte van een jaar geleden lag de produktie in april zelfs 3% hoger. Evenals Frankrijk lijkt ook Nederland per saldo te profiteren van het buitenland. Tot en met april is het handelssurplus als gevolg van een sterke export opgelopen tot f 5,5 miljard, f 1,3 miljard meer dan in dezelfde periode vorig jaar.

Hoewel de Nederlandse obligatiemarkt bloot stond aan dezelfde invloeden als de Duitse markt, is het opmerkelijk dat de schade van de Duitse geldgroei- en inflatiecijfers hier beperkt bleef en dat de Nederlandse obligatiemarkt de afgelopen zes maanden een betere performan-



ce heeft laten zien dan de Duitse. In tegenstelling tot de Duitse rente, ligt de Nederlandse lange rente nog ruimschoots onder het niveau van het begin van het jaar. Blijkbaar geldt de onzekerheid met betrekking tot het convergentieproces sinds het Deense referendum niet voor Nederland. Daarnaast houdt de markt rekening met een snellere daling van de inflatie in Nederland dan in Duitsland. Dit komt met name tot uitdrukking in het rente-ecart, dat sterk is teruggelopen tot onder de 30 basispunten op dit moment. Ook de geldmarkttarieven reageerden met een stijging op de Duitse geldgroei-cijfers. Echter terwijl de lange rente in Nederland boven de Duitse ligt, geldt op de geldmarkt juist een omgekeerde relatie, waarbij de Nederlandse tarieven onder die van Duitsland liggen.

Spanningen in EMS nemen af

Na de verrassende uitslag van het Deense referendum over de ratificatie van het Verdrag van Maastricht werd op de Europese obligatiemarkten met een zekere spanning uitgekoken naar het Ierse referendum, aangezien een Iers 'no' de doodsteek zou betekenen voor de EMU in haar huidige vorm. Doordat Ierland

als één van de zwakkere lidstaten van de EG tot nu toe per saldo financieel geprofiteerd heeft van het EG-lidmaatschap en opiniepeilingen op een meerderheid vóór de EMU wезen, hield de markt echter wel rekening met een positieve uitslag. De uiteindelijke uitslag zorgde dan ook maar voor een beperkt herstel van met name de hoogrentende rentemarkten, zoals die van Italië, Spanje en van de ecu. Vooral voor de Italiaanse rente waren het hectische weken. Ook de politieke onrust en de dringende aanbevelingen om in Italië intern orde op zaken te stellen, verontrustten veel beleggers. Om hiermee gepaard gaande devaluatiegeruchten te ontcrachten moest de Italiaanse centrale bank zowel de rente- als de valutamarkt steunen. Tot het Franse referendum in september zullen internationale beleggers zich waarschijnlijk terughoudend opstellen ten aanzien van het op grote schaal investeren in hoogrentende valuta's ten einde te profiteren van de convergerende rentestanden. Binnen het EMS zijn de spanningen enigszins afgenomen. Zowel het Britse pond als de Franse frank hebben zich gestabiliseerd iets onder de niveau van de maand mei. Behalve de onzekerheid over de voortgang van het Europese eenwordingsproces, speelt voor het Verenigd Koninkrijk tevens mee dat het economische herstel langer op zich laat wachten dan direct na de verkiezingen in april was gehoopt. Tot aan het Franse referendum kunnen de Europese valutamarkten echter nog de nodige fluctuaties laten zien.

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