

## Conjunctuur

## Frankrijk en Japan blijven optimistisch

De stroom van negatieve economische cijfers vanuit de Verenigde Staten leek de afgelopen weken niet te stoppen. De twijfels over de robuustheid van het huidige herstel nemen dan ook in hevigheid toe, waarbij zelfs een "triple dip" niet wordt uitgesloten. Over het tweede kwartaal van dit jaar wist de Amerikaanse economie slechts een groei te realiseren van 0,4% op kwartaalbasis tegenover 0,7% over het eerste kwartaal. Voor een economie die zich juist uit een recessie omhoog tracht te werken zijn dit teleurstellende cijfers. Ook de cijfers van meer recente datum schetsen een weinig bemoedigend beeld van de Amerikaanse economie. Zo is de index van leading indicators in augustus met 0,2% gedaald, na een krappe 0,1% groei in juli. Daarnaast is de index voor inkoopmanagers, die als een belangrijke stemmingsindicator voor het Amerikaanse bedrijfsleven wordt beschouwd, in september onder de magische 50%-grens uitgekomen. Hoopvol werd dan ook uitgekeken naar de werkgelegenheidscijfers. Hoewel het aantal banen in september is afgenomen met 57.000, is de daling aanmerkelijk kleiner dan de 128.000 van augustus, die voor de Fed nog aanleiding was om de rente te verlagen. Ook de werkloosheid leek zich in de goede richting te bewegen met een voortgaande daling tot 7,5%. Echter: de daling van de werkloosheid kwam grotendeels voor rekening van de 128.000 werklozen, die de hoop op een nieuwe baan hebben laten varen en weer een opleiding zijn gaan volgen of zich hebben laten uitschrijven. Met de laatste werkgelegenheidscijfers voor de verkiezingen had president Bush, met een achterstand in de opiniepeilingen op rivaal Clinton, positiever nieuws kunnen gebruiken.

### Japanse regering optimistisch

Terwijl Japan over het eerste kwartaal van 1992 nog een groei van 0,9% wist te realiseren, lijkt in het

tweede kwartaal met een magere groei van 0,2% de Japanse motor te haperen. De sterke groei van de overheidsinvesteringen bleek daarbij nauwelijks voldoende om de stagnatie van de particuliere consumptie en de bedrijfsinvesteringen te compenseren. Vol vertrouwen over de effectiviteit van het aangekondigde stimuleringspakket, wat al dit kwartaal merkbaar zou moeten worden, houdt de overheid echter nog steeds vast aan een groeitaxatie voor het lopende begrotingsjaar (eindigend op 31 maart 1993) van 3,5%.

Het verloop van de industriële productie kan de visie van de overheid evenwel niet onderbouwen. In augustus lag deze maar liefst 7,6% onder het niveau van een jaar geleden, waarmee de daling van de industriële productie nu al 11 maanden voortduurt. Triest hierbij is dat de afzet nog sterker stagneert, waardoor de voorraden verder oplopen. Deze liggen nu 4,3% hoger dan een jaar geleden. De vergelijking met de malaise na de oliecrisis van 1974-1975 dringt zich op. Toen daalde de industriële productie 20 maanden achtereenvolgens.

Alleen de export ontwikkelt zich krachtig. Al 27 maanden lang is er sprake van exportgroei, terwijl de import sedert enkele maanden daalt. De export kan worden beschouwd als de kurk waar de Japanse economie nog op blijft drijven. De autoriteiten vragen zich echter af hoe lang dit zo zal blijven, aangezien aan de ene kant een stagnatie van de wereldeconomie het Japanse bedrijfsleven hard kan treffen en aan de andere kant de sterke yen de concurrentiepositie onder druk zet.

### Duitsland in moeilijkheden

De Duitse economie heeft het deze maanden extreem moeilijk. Na een negatieve groei in het tweede kwartaal van 0,3% laten de cijfers een weinig rooskleurig beeld zien. De inflatie lijkt met 3,6% over september het laagste punt dit jaar alweer achter zich te hebben gelaten, terwijl de geldgroei kunstmatig wordt opgeschroefd door de noodzakelijke interventies van de Bundesbank ter ondersteuning van de zwakkere valuta's binnen het EMS.

Op zich zijn dit voor de Bundesbank geen cijfers om conform de Amerikaanse Fed de rente rigoureu te verlagen. Anderzijds echter lijkt de roep vanuit de rest van het land (en Europa) om een renteverlaging toe te nemen. De omzet zowel in de detail-

handel als in de groothandel laat een stagnatie zien. Met een terugval van de fabrieksorders van 9% in augustus zijn de ondernemers volgens het onderzoeksinstituut IFO pessimistischer geworden voor de komende zes maanden.

### Tresor optimistisch voor 1993

De Franse regering heeft in haar ontwerpbegroting voor 1993 de verwachtingen naar boven bijgesteld. Voor 1992 wordt nu uitgegaan van een groei van 2,1%, waarna vervolgens de groei zal aantrekken tot 2,6%. Met een inflatie die in 1993 gemiddeld 2,8% zal bedragen, veroorlooft de regering zich een stijging van de overheidsuitgaven van 3,5%. Dit neemt niet weg dat het begrotingstekort van 2,2% van het bruto binnenlands product nog steeds het kleinste is binnen de EG. Hoewel Frankrijk op het gebied van zowel overheidsfinanciën als inflatie, met 2,7% voor augustus, gunstig afsteekt bij de rest van de EG, ligt de werkloosheid nog altijd boven de 10%. Daarnaast boekte Frankrijk in augustus voor de tweede keer dit jaar een tekort op de handelsbalans van FF 3,1 miljard als gevolg van een sterke terugval van de export.

### CPB verlaagt inflatieraming

Onder onzekere vooronderstellingen – de EMS-valutakoersen zouden niet meer veranderen en de waarde van de dollar zou in 1993 gemiddeld f 1,85 bedragen – heeft het Centraal Planbureau (CPB) zijn inflatietaxatie voor 1993 neerwaarts bijgesteld van 3,75% naar 3%. Reden hiervoor is de onrust op de valutamarkten, waardoor de gulden sterker is geworden ten opzichte van de valuta's van de meeste handelspartners en waardoor de prijsstijging van de invoer zal achterblijven bij eerdere taxaties.

Wanneer de vakbonden hierop met lagere looneisen zouden reageren kan volgens het CPB tevens de gemiddelde loonstijging lager uitkomen dan aanvankelijk was voorzien. De keerzijde van de medaille is dat de Nederlandse concurrentiepositie verslechtert, waardoor de stijging van de productie iets achterblijft en de werkloosheid sneller groeit. Ook van de overheid zullen aanvullende bezuinigingen worden gevraagd om een tekortoverschrijding te voorkomen.

Begin deze maand is het BTW-tarief verlaagd van 18,5% naar 17,5%. Met de BTW-verlaging wordt beoogd

dichter in de buurt te komen van de EG-doelstelling en het prijsopdrijven de effect van overheidsmaatregelen dit jaar te beperken. De consumenten moeten echter afwachten in welke mate de bedrijven, die op dit moment met een sterke druk op de winstmarge kampen, deze verlaging doorgeven aan hun afnemers. Op dit moment blijft de groei van de consumptieve bestedingen met 1,4% duidelijk achter bij de 3% groei van vorig jaar.

### Rente en valuta's

Het magere overwicht van de ja-stemmers in Frankrijk bracht politici ertoe uitspraken te doen over het niet blindelings uitvoeren van 'Maastricht'. Vooral vanuit Duitsland en Engeland werd de beschuldiging de vinger op elkaar gericht. Op 1 oktober bereikten de betrekkingen tussen het Engelse Ministerie van financiën en de Bundesbank een nieuw dieptepunt, nadat in Londen een verklaring bekend werd waarin de Bundesbank onder meer stelde dat Engeland onvoldoende had geïntervenieerd alvorens te besluiten het pond los te koppelen. De Bundesbank had 44 miljard mark besteed aan steun voor de lire en vooral het pond sterling, aanzienlijk meer dan de £ 4,4 miljard van de Britse centrale bank. Tevens werd ontkend dat de Franse frank bevoorreed zou zijn boven het Engelse pond. Het aanhoudende geruzie vertraagt uiteraard het bewerkstelligen van een definitief herstel van de rust op de valutamarkten, meer constructief bedoelde opmerkingen van andere politici ten spijt.

### Druk op Britse en Ierse pond

Het pond blijft onder druk staan, evenals de peseta, die al met 5% werd gedevalueerd, de lire en het Ierse pond. Behalve van de renteverlaging die de Britse regering na het uittreden uit het EMS heeft doorgevoerd, had het pond tevens te lijden van de oplevende indruk dat de externe hulp bij de verdediging van het pond steeds minder vanzelfsprekend wordt. Terwijl voor het Britse pond de EMS-band op dit moment niet meer relevant is en de overige Europese centrale banken niet meer hoeven te interveniëren om de huidige koers van onder de  $f$  2,75 te stabiliseren, geldt deze verplichting wel voor het Ierse pond. Door de grote afhankelijkheid van en handel met het VK kan het Ierse pond zich niet aan de druk op het Britse pond ont-

trekken. Desalniettemin trachten interventies van de verschillende centrale banken het Ierse pond boven de  $f$  2,9510 te houden, zijnde de bodemkoers in het EMS. Ten aanzien van de lire speelt een toenemende twijfel over het succesvol afronden van de geplande sanering van het overheidsbudget een belangrijke rol. De Spaanse peseta staat mede onder druk door de stagnatie van de binnenlandse economie en de kapitaalrestrictiemaatregelen die aldaar zijn getroffen.

De valutamarkt bleek meer overtuigd van de Franse frank die, na eerder onder de  $f$  33,00 te zijn gedoken, vervolgens weer het vertrouwen van de markt leek te hebben herwonnen met een koersstijging in de richting van de  $f$  33,40. De Duitse mark wist de positie als EMS-anker ook ten opzichte van de gulden weer enigszins te versterken.



**F van Lanschot  
Bankiers nv**

SINDS 1737

### Dollar bijna op laagste punt

Direct na het Franse referendum heeft de dollar nog kunnen profiteren van de aanhoudende onrust in Europa, met een koersstijging tot net boven de  $f$  1,70. Vervolgens kwam de dollar echter weer onder druk. Toen de spanningen binnen het EMS iets afnamen moest de dollar veel van zijn glans als vluchthaven prijsgeven ten gunste van de Duitse mark. Daarbij vormde ook het economische nieuws nauwelijks een stimulant voor de dollar. Terwijl de werkloosheidcijfers een te rooskleurig beeld gaven van de Amerikaanse economie, ging de markt ervan uit dat de cijfers voor de Fed geen aanleiding zullen vormen om de rente te verlagen. Voor de Japanse yen gold een ongeveer vergelijkbaar koerspatroon.

### Duitse rente ongewijzigd

De Bundesbank vond het blijkbaar nog te vroeg voor een nieuwe renteverlaging en heeft in haar laatste bijeenkomst besloten de rentetarieven vooralsnog ongewijzigd te houden.

Daarnaast deden officiële berichten de ronde als zou de Bundesbank de komende zes maanden de tarieven niet verlagen en zou het groeicijfer voor de ruime geldhoeveelheid (M3), dat recentelijk nog een stijging heeft laten zien, veel van haar aantrekkelijkheid als monetaire doelvariabele hebben verloren.

Dit heeft de Nederlandse, de Duitse en de Britse obligatiemarkten er echter niet van weerhouden de afgelopen twee weken sterke koersstijgingen te laten zien, terwijl de Franse markt na de sterke stijgingen aan de vooravond van het referendum vervolgens een zekere stabilisatie vertoonde. De beleggers op de Britse obligatiemarkt liepen vooruit op een mogelijke verdere renteverlaging nu het pond niet meer gebonden is aan de marges van het EMS.

In de VS heeft het rendement op de 30-jarige treasury na aanvankelijk sterk te zijn gestegen, vervolgens tegen de achtergrond van aanhoudend slecht economisch nieuws en speculaties over een verdere renteverlaging van de Fed een daling vertoond.

### Toonbanklening heropend

Na een aanvankelijke aarzeling als reactie op het tegenvallende inflatiecijfer van 3,6%, heeft de Duitse obligatiemarkt vervolgens koersstijgingen laten zien, op grond van het idee dat het monetaire beleid van de Bundesbank na de steunoperatie voor het EMS nu definitief is omgeslagen. Daartegenover liet de Nederlandse obligatiemarkt meer constante koersstijgingen zien, waarbij de verlaging van de inflatieverwachting voor volgend jaar van het CPB nog voor een duwtje in de rug zorgde. De Agent van de minister van financiën heeft van de daling van de lange rente met bijna 60 basispunten gebruik gemaakt door de laatste 15-jarige 8,25% toonbanklening te heropenen. Na de  $f$  7 miljard van de eerste tranche kan de agent met ongeveer nog eens de helft hiervan de totale financieringsbehoefte voor dit jaar afgedekt hebben. De sterke positie van de gulden heeft de Nederlandsche Bank de mogelijkheid geboden om het tarief op de speciale beleningen te verlagen tot 9,0%.

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