

Conjunctuur

Gematigd optimisme

De OESO voorziet dit jaar een aantrekken van de groei tot gemiddeld 2,1% voor de 24 geïndustrialiseerde landen. Belangrijkste motor achter de verwachte groei van de wereldhandel met 5,4% in 1994 vormen de Angelsaksische landen, die een groei van rond 3% kunnen laten zien. Omdat voor de Europese landen de ruimte voor binnenlandse groeiprikkels beperkt is, zal hier het herstel met name moeten worden getrokken door stijgende exporten. Volgens de OESO is het echter nog allerminst zeker of de versoepeling van het monetaire beleid voldoende sterk zal zijn om het verkrappende effect van noodzakelijke overheidsbezuinigingen te neutraliseren. Bezorgd is de OESO over een verder oplopen van de werkloosheid in Europa, die op termijn een bedreiging kan vormen voor de overheidsfinanciën. Doordat de economische groei in Europa beperkt zal blijven voorziet de OESO wel dat de inflatie in 1994 en 1995 een verdere daling kan laten zien. Voor Japan is de OESO uiterst voorzichtig. De combinatie van een sterk verslechterde concurrentiepositie en een binnenlandse vraaguitval zal ook in 1994 een stempel drukken op het verloop van de Japanse conjunctuur.

Economie VS groeit sterk

De groei over het derde kwartaal is in twee stappen opwaarts herzien van 2,7% tot 2,9%. Terwijl de verwachtingen omtrent de groei van de Amerikaanse economie in het vierde kwartaal van 1993 al hoog gespannen waren, lijken de werkelijke cijfers nog beter dan verwacht. Voor het vierde kwartaal lopen de schattingen zelfs op tot bijna 5%. Zowel het bedrijfsleven als de consumenten tonen een sterker wordend optimisme. Zo is de index voor inkoopmanagers (NAPM) de afgelopen maanden gestegen tot 57,9% en noteert de index voor het consumentenvertrouwen in

november boven de 80. Geholpen door het lage renteniveau weet met name de huizensector hiervan sterk te profiteren. Nadat de werkloosheid in 1993 een daling heeft ingezet tot 6,4% in december, wordt voor het eerste kwartaal van 1994 een verdere toename van het aantal banen voorzien. De regering verwacht dat de bedrijven dit jaar de sterkste groei in de investeringen zullen laten zien van de afgelopen zes jaar.

Zowel de dollar als het pond zagen zich gesteund door steeds betere economische cijfers. In de Verenigde Staten is hierdoor de angst voor een verkrapping van het monetaire beleid toegenomen.

De Dow Jones index kon record na record laten optekenen. Voor het eerst werd een slotstand van boven de 3800 bereikt. Voor de breder samengestelde S&P 500 index, die ook in 1993 al was achtergebleven, gold dat nog niet. Op Wall Street waren het vooral de cyclische fondsen die de kar trokken. Het positieve nieuws ten aanzien van de economische ontwikkeling lag daaraan mede ten grondslag. Van tijd tot tijd zorgt de obligatiemarkt voor enige onrust, als de opduikende inflatie-angst de obligatiekoersen drukt. Tot nu toe blijken echter de positieve krachten sterker, met name de winstontwikkeling van het Amerikaanse bedrijfsleven.

Japanse groei geflatteerd

Tegen alle verwachtingen in heeft de Japanse economie in het derde kwartaal van 1993 nog een groei laten zien. Dank zij de huizenbouw en investeringen van de overheid werd een groei van 0,5% behaald ten opzichte van het voorgaande kwartaal. Dit cijfer geeft echter geen reden voor optimisme. Meer recente economische indicatoren schetsen een aanhoudend negatief beeld. De detailhandelsverkoop lieten in november voor de 18-de maand in successie op jaarbasis een daling zien en de industriële productie noteerde in november bijna 4% lager dan dezelfde maand een jaar eerder. Als gevolg hiervan is de werkloosheid opgelopen tot 2,8% en lijkt het Japanse 'life time employment' op zijn grondvesten te schudden. Dit heeft de Japanse werknemer uiterst pessimistisch gestemd over de hoogte van de jaarlijkse bonussen. Naast de binnenlandse vraagterugval kampt Japan ook met

de negatieve gevolgen van de sterke Japanse yen. Hierdoor is de sterke stijging van het handelsoverschot uit het recente verleden tot stilstand gekomen. De afgelopen twee maanden heeft het handelsoverschot zelfs een daling laten zien tot \$ 9,05 mrd. in november, doordat de groei van de export onder druk is komen staan.

De roep om nieuwe stimuleringsmaatregelen wordt almaar sterker. Na stimuleringen in de vorm van overheidsinvesteringen en renteverlagingen gaan nu stemmen op om via een verlaging van de inkomstenbelasting de Japanse bevolking tot consumeren aan te zetten. Cruciaal hiervoor is evenwel dat de consument zijn vertrouwen herwint en niet de extra inkomsten gebruikt om zich via nog hogere besparingen te wapenen voor economisch slechtere tijden.

De Japanse yen stond onder druk. In Japan leek met het begin van het nieuwe jaar het vertrouwen in een opleving van de economie volledig verdwenen te zijn. Daarbij liet de regering in het ongewisse of, en zo ja wanneer, ze de inkomstenbelastingen zal verlagen. Daar komt bij dat van Amerikaanse zijde de noodzaak voor een sterkere Japanse yen minder relevant is geworden nu een eind is gekomen aan de stijging van het Japanse handelsoverschot en de Amerikaanse economie sterk groeit. Toch heeft de Amerikaanse minister van Financiën nog eens benadrukt dat Japan niet de zwakke yen moet gebruiken om via de export de recessie te boven te komen. De Japanse yen daalde van *f* 1,77 tot bijna *f* 1,71 per 100 yen.

Eind vorig jaar was alle hoop voor de Japanse beurs verdwenen toen zelfs even het niveau van 16.000 voor de Nikkei-index werd doorbroken. Sindsdien is toch sprake van enige opluchting en zijn we weer boven de 18.000 beland. Hieraan liggen mede steunaankopen, die geïnitieerd worden door de Japanse overheid, ten grondslag. Met het oog op de afsluiting van het boekjaar eind maart wordt alle mogelijke moeite gedaan de boeken van beleggers en banken er nog redelijk te doen uitzien.

Duits herstel onzeker

De meevallende cijfers over de Duitse economie in het tweede en derde kwartaal van vorig jaar vormden voor de Duitse regering aanvankelijk aanleiding om een economisch herstel

van 1% à 1,5% in 1994 te prognosticeren. Recentelijk echter heeft de Duitse regering haar optimisme iets getemperd. Aanleiding vormde een reeks van economische cijfers die aanduiden dat de Duitse economie in de laatste maanden van vorig jaar een negatieve wending heeft genomen. De industriële productie lag in november 4,5% onder het niveau van dezelfde maand een jaar eerder en 2,1% lager dan in oktober. Het extreem koude weer lijkt hiervoor maar ten dele een verklaring te kunnen geven, aangezien dit gepaard zou moeten gaan met een hogere energieproductie. Daarnaast is de werkloosheid gestegen van 7,8% in november tot 8,1% in december en algemeen leeft de verwachting dat deze stijging in de loop van dit jaar zal voortduren.

Van sommige kanten wordt zelfs gesproken over een 'double dip'-scenario, waarbij de Duitse economie in 1994 weer opnieuw in een recessie terecht zou komen. Deze visie wordt echter tegengesproken door het verloop van de conjunctuurindicator van het Duitse *Handelsblatt*, die al gedurende vijf achtereenvolgende maanden een stijging laat zien. Ook het Duitse bedrijfsleven is niet uitgesproken somber. Van het Duitse bedrijfsleven acht de meerderheid het dieptepunt van de recessie achter de rug, een sterke opleving van de conjunctuur wordt evenwel niet voorzien.

De opkomende twijfels over de herstelkracht van de Duitse economie beklemtonen eens te meer de noodzaak om de rentetarieven verder te verlagen. De Bundesbank heeft al aangegeven, bij monde van president Tietmeyer, dat in de loop van 1994 de inflatie onder de 3% zal duiken, waarmee vanuit de Bundesbank de bereidheid tot renteverlagingen lijkt te zijn toegenomen.

Evenals de Japanse yen stond ook de Duitse mark onder druk. In Duitsland zorgden met name berichten over de werkloosheid, de industriële productie en orderontvangsten voor een toenemende onzekerheid over een snel economisch herstel. Echter de Bundesbank zag hierin geen reden om al bij de eerste bijeenkomst in het nieuwe jaar de officiële tarieven te verlagen. Pas als de inflatie, de geldgroei en de koers van de Duitse mark het toelaten zal de Bundesbank de tarieven verlagen. Ten opzichte van de gulden viel de Duitse mark terug tot f 1,118. Echter de daling van

beide valuta's was groter ten opzichte van de Angelsaksische valuta's.

Twijfels over Britse renteverlaging

De Britse economie onderscheidt zich in positieve zin duidelijk van de rest van Europa. In het derde kwartaal lag het bbb 2,1% hoger dan een jaar eerder. Dit groeicijfer volgt op een groei van 1,9% in het tweede kwartaal. De groei-impuls wordt gedragen door de consumenten. In november zijn de detailhandelsverkoop met 3,9% gestegen, na een stijging van 3,4% in oktober. Wel neemt



**F van Lanschot
Bankiers nv**

SINDS 1737

door de sterke groei de vrees voor het oplopen van de inflatie toe. De daling van de inflatie tot onder de 1,5% werd voor een groot deel veroorzaakt doordat de hypotheektarieven het afgelopen jaar sterk zijn gedaald. Wanneer hiervoor wordt gecorrigeerd dan ligt de inflatie ruim 1%-punt hoger. Gegeven het feit dat de lange rente inmiddels haar dieptepunt lijkt te hebben bereikt en het komend jaar een lichte stijging kan laten zien, moet er rekening mee worden gehouden dat de inflatie vanaf het huidige lage niveau weer relatief snel zal stijgen. Dit maakt een verlaging van de Britse basisrente, als compensatie voor de bezuinigingen bij de overheid, minder waarschijnlijk. De hoop op een renteverlaging werd nog eens extra verkleind doordat in december de geldhoeveelheid een stijging van 5,8% op jaarbasis heeft laten zien. Evenals de Duitse Bundesbank beschouwt ook de Britse Bank of England de ontwikkeling van de geldhoeveelheid als indicator voor de inflatie.

Lage inflatie Nederland

Op verschillende fronten presteert Nederland aanmerkelijk beter dan de belangrijkste handelspartner Duitsland. In december is de inflatie voor de tweede achtereenvolgende maand

op 1,7% uitgekomen. Hiermee is over het gehele jaar 1993 de inflatie op 2,1% uitgekomen, tegenover 3,7% in 1992. De sterke gulden, dalende grondstoffen en het eruitlopen van de BTW-verhoging van 1992 vormden de belangrijkste factoren voor het dalend inflatieverloop. Voor dit jaar wordt verwacht dat de inflatie zich zal stabiliseren en op jaarbasis iets boven het huidige niveau zal uitkomen. Een tweede punt waar Nederland zich positief distantieerde van Duitsland was de winkelomzet. In november lag de detailhandelsomzet 3,6% hoger dan een jaar eerder. Gecorrigeerd voor inflatie was de stijging 2,4% groot, echter een groot deel hiervan moet worden toegeschreven aan het verschil in koopdagen.

Na de Duitse discontoverlaging op 22 oktober tot 5,75%, heeft de Bundesbank vervolgens een pas op de plaats gemaakt. De Nederlandsche Bank daarentegen heeft gesteund door de sterke positie van de gulden vervolgens voortgang gemaakt met tariefsverlagingen. Met name de sterke prestatie van Nederland op het gebied van de inflatie, die de afgelopen twee maanden op 1,7% is uitgekomen, bood hiervoor de ruimte. Nadat eind december het belenings-tarief was verlaagd tot 5,6%, is op 6 januari het belenings-tarief opnieuw verlaagd en wel tot 5,5%. Een verlaging van de voorschotrente tot 5,25% was noodzakelijk, aangezien dit tarief als bodem voor het belenings-tarief wordt gehanteerd. De Nederlandse officiële en geldmarkt-tarieven noteren inmiddels 50 basispunten onder de vergelijkbare Duitse tarieven. De Nederlandse obligaties wisten evenwel niet evenredig sterk te profiteren van de lagere Nederlandse geldmarkt-tarieven. Na sterke koersdalingen in de laatste weken van vorig jaar is de 10-jaarsrente na even de 5,50% te hebben gehaald vervolgens weer licht opgelopen. Een belangrijke factor hierbij was dat vanuit de Verenigde Staten het renteklimaat een lichte verslechtering heeft laten zien als gevolg van de vrees voor een oplopende inflatie.

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