

Conjunctuur

Gematigd optimisme

Traag herstel in EG

Vanuit de EG kwamen nieuwe ramingen voor de economische groei beschikbaar, waaruit blijkt dat het conjuncturele herstel trager zal verlopen dan aanvankelijk werd verwacht. De groei van het bruto binnenlands product zal dit jaar in de EG slechts 1,75% bedragen, tegen een eerdere raming van 2,25%. Vooral het groeiherstel in het Verenigd Koninkrijk komt langzamer op gang dan in eerste instantie werd voorzien. Voor 1993 wordt voor de EG slechts een bescheiden verder aantrekken van de groei verwacht, waardoor de werkloosheid, die dit jaar zal toenemen van 8,8% in 1991 tot 9,5%, volgend jaar door zal stijgen tot 9,75%. De groei in Nederland zal naar verwachting zowel dit jaar als in 1993 achterblijven bij de gemiddelde EG-groei, een beeld dat helaas maar al te zeer bekend is van de jaren tachtig.

Prioriteit voor tekortreductie

In Frankrijk bestaat al langere tijd onvrede over het zwakke beloop van de Europese conjunctuur. Men zou graag door middel van renteverlagingen de economie willen stimuleren, maar het krappe beleid van de Duitse Bundesbank, waardoor de rente niet alleen in Duitsland maar ook in de andere Europese landen hoog blijft, verhindert dit. Vorige week hoopte premier Bérégovoy tijdens een bijeenkomst in Portugal de EG-ministers van Financiën te overtuigen van de merites van zijn 'Europese-groei-initiatief', maar daarop werd zeer terughoudend gereageerd. Renteverlagingen noch vergroting van de budgettekorten van de overheid worden momenteel een juiste remedie geacht. Weliswaar zijn er veel mogelijkheden voor overheidsinvesteringen, maar deze zijn slechts wenselijk indien elders bezuinigingen worden doorgevoerd. Het beleid dat de ministers van Financiën zeggen na te streven is dan ook het verlagen van de overheidsuitgaven. Daarmee wordt het monetaire

beleid ontlast, hetgeen een substantiële renteverlaging mogelijk maakt, ter bevordering van de economische groei.

VS

De berichten dat de, vooral Angelsaksische, landen, die het eerste in de recessie waren beland, zich geleidelijk weer herstellen, werden de afgelopen weken sterker. Voor de Verenigde Staten zijn de meeste nieuwe cijfers gematigd positief. De 'index of leading indicators' steeg in maart met 0,2%. De detailhandelsverkoop stegen in april met 0,9%, maar de daling in maart werd herzien van 0,4% naar 1%. Verrast waren de markten over de snelle groei van de werkgelegenheid in april. Buiten de agrarische sector bedroeg de groei 126.000, de sterkste toename in een jaar. De toename was echter geheel toe te schrijven aan de dienstensector. Bij de industrie gingen 9.000 arbeidsplaatsen verloren. Ook uit de laatste editie van het 'beige boek', dat wordt samengesteld door de twaalf banken die bij de FED zijn aangesloten, blijkt een gematigd positief beeld. In de meeste gebieden trekt de economie aan. Deze trend wordt bevestigd door de 0,5% groei van de industriële productie in april. Voor de maand april kwamen ook gunstige inflatiecijfers beschikbaar. De prijsindices voor producenten- en consumptieprijzen stegen beide met slechts 0,2%, hetgeen minder was dan de financiële markten hadden verwacht. Op jaarbasis komt hiermee de inflatie op 3,3%. De Dow Jones vestigde nieuwe records tot vlak onder het 3400-niveau.

Japan

Japan maakt momenteel de langste periode van produktiedalingen door sedert tien jaar. Minister van Financiën Tsutomu Hata ziet echter de eerste tekenen van herstel. De cijfers over de bouwactiviteiten dalen niet langer, terwijl daarnaast slinkende voorraden het fundament voor een economisch herstel versterken. In de herfst moet het herstel volgens de minister duidelijk zichtbaar worden. De Japanse handelsbalans maakte een opmerkelijk krachtige ontwikkeling maakt door. In het per 31 maart 1992 beëindigde begrotingsjaar 1991 steeg het overschot van \$ 70 miljard tot \$ 113 miljard. Het oude recordoverschot uit 1986 werd met maar liefst \$ 12 miljard overschreden. Alleen al over de maand maart werd

een overschot van \$ 13,6 miljard geboekt. Bij de scherpe stijging van het overschot speelt naast de exportprestatie ook de lagere import van luxe consumentenproducten een rol. Zolang de recessie in Japan aanhoudt wordt rekening gehouden met een verdere druk op de import. Niet alleen de handelsbalans vertoont een fors overschot, hetzelfde geldt voor de lopende rekening van de betalingsbalans. Hierin zijn, naast het goederen- en dienstenverkeer, ook andere elementen, zoals kapitaalopbrengsten meegenomen. De lopende rekening vertoonde over begrotingsjaar 1991 een overschot van \$ 90 miljard. Te verwachten valt dat naar aanleiding van de nieuwe cijfers de druk vanuit het buitenland op Japan om de handelsoverschotten te verminderen verder zal toenemen.

De belangstelling voor de yen, waarvan de koers eerder dit jaar onder druk stond, keerde tijdelijk terug. Ten opzichte van de zwakkere Amerikaanse dollar was de stijging fors, maar ook ten opzichte van de gulden betekende de tijdelijke stijging tot boven de *f* 1,40 per 100 yen een hoogste niveau in twee maanden. De laatste week moest de yen echter weer wat terrein prijsgeven. In de eerste week van mei trad op de beurs van Tokio een flink koersherstel op van 6%. Daarmee lijkt aan de scherpe koersdalingen een einde te zijn gekomen. Vooral de exportwaarden stonden in de belangstelling. Deze zijn niet duur en kunnen profiteren van de sterke concurrentiepositie van het Japanse bedrijfsleven en de mogelijk aantrekkelijke afzet naarmate de Angelsaksische landen zich uit de recessie omhoog werken.

Duitsland

In Duitsland hebben de loononderhandelingen bij zowel de ambtenaren als de metaal de gemoederen de afgelopen weken beziggehouden. Aanvankelijk weigerde de regering in te stemmen met een door een arbitragecommissie voorgestelde loonstijging van 5,4% voor de ambtenaren, bevreesd als zij is voor een uitstralings-effect daarvan naar de andere sectoren, met alle negatieve gevolgen van dien voor de inflatie. Na omvangrijke stakingsacties stemde zij echter toch in met een uitkomst die nauwelijks afweek van het arbitragevoorstel. De uitkomst is, gezien de situatie waarin de Duitse economie momenteel verkeert, aan de hoge kant te noemen. Het loonakkoord ligt boven het niveau dat door

de Bundesbank met het oog op de inflatie als wenselijk wordt geacht. Voor april kwam de inflatie uit op 4,6%, iets hoger dan de aanvankelijke raming van 4,5%.

Een positief bericht valt te melden met betrekking tot de groei van het bruto nationaal produkt in West-Duitsland. Volgens de eerste ramingen is het bnp in het eerste kwartaal met 1,2% gestegen ten opzichte van het eerste kwartaal van vorig jaar. De regering blijft voor voormalig West-Duitsland vooralsnog uitgaan van een voor dit jaar geraamde groei van 1 à 2%. Voor de Oostelijke deelstaten wordt een groei van ongeveer 10% verwacht, waardoor de groei voor Duitsland als geheel op zo'n 2% zal uitkomen.



**F van Lanschot
Bankiers nv**

SINDS 1737

Grote kapitaalbehoefte verwacht

In Duitsland wordt de kans steeds geringer geacht, dat de Bundesbank binnen afzienbare termijn over zal gaan tot verlaging van haar tarieven. Zo verklaarde de voorzitter van de Duitse bankiersvereniging dat hij voor dit jaar niet meer op een renteverlaging rekent. Dit houdt verband met de opwaartse druk op de prijzen van de afgesloten en nog af te sluiten cao's en ook met de voor de komende jaren nog te verwachten grote kapitaalbehoefte. De Treuhand, die zich tot nog toe 'kort' financierde, zal in de tweede helft van dit jaar de kapitaalmarkt opgaan. Verder moet rekening worden gehouden met de Duitse spoorwegen en PTT die belangrijke bedragen moeten lenen. In zijn totaliteit moet worden gerekend met te lenen bedragen in de orde van DM 160 tot DM 240 miljard. De schuld van de collectieve sector zal daarmee toenemen van DM 1.170 miljard in 1991 tot DM 2.000 miljard in 1995. De limiet voor toetreding tot de EMU ter hoogte van 60% van het bnp komt daarmee in gevaar.

Een en ander heeft tot gevolg dat het renteververschil van de meeste landen ten opzichte van Duitsland gaandeweg kleiner wordt. Alleen het tra-

ditioneel al kleine renteververschil tussen Nederland en Duitsland loopt niet veel verder terug. Recente uitlatingen van president Duisenberg van de Nederlandsche Bank wijzen ook niet in die richting. Gevolg is wel dat de koers van de Duitse mark dicht tegen f 1,125 kwam, het laagste niveau sedert 1988.

De Duitse aandelenmarkt hield zich goed, niettegenstaande de stakingsonrust en het dure loonakkoord met de ambtenaren. Hoewel Duitsland de stimulans van een lagere rente waar veel andere landen van profiteren moest missen, toonde de beurs van Frankfurt een vriendelijke ondertoon, mede veroorzaakt door de beter dan verwachte groeicijfers.

Verenigd Koninkrijk

De opvallendste ontwikkeling aan het rentefront over de afgelopen twee weken betreft de in het Verenigd Koninkrijk en Frankrijk doorgevoerde renteverlagingen. Op 5 mei werd in het Verenigd Koninkrijk de 'base rate' met 0,5 procentpunt verlaagd tot 10%, het laagste punt in bijna vier jaar. Daarmee werd gebruik gemaakt van de ruimte die de koers van het pond bood als uitvloeisel van de onverwachte verkiezingsoverwinning begin april van de Conservatieve Partij. Door deze overwinning liep de wisselkoers van het pond namelijk in snel tempo op van ongeveer f 3,22 aan het begin van april tot ruim f 3,30. Gehoopt wordt dat de doorgevoerde renteverlaging het pril herstel van de Britse economie een steuntje in de rug zal geven. Sinds de verkiezingen is het consumenten- en producentenvertrouwen gestegen, maar uit de beschikbaar komende cijfers over maart (zoals de winkelverkoop en de huizenmarkt) kan nog nauwelijks een behoorlijke economische opleving worden afgeleid. Inmiddels heeft het rendementsverschil tussen staatsleningen luidende in Duitse markten en in Engelse ponden in korte tijd een scherpe daling vertoond van bijna twee procentpunt tot 1,2 procentpunt. Een ontwikkeling die vooral te danken is aan de daling van de kapitaalmarktrente in Engeland met ongeveer 0,8 procentpunt tot 9,4%. Nog opvallender is overigens de verkleining van het renteververschil in de geldmarktrentes. Hier lag het verschil anderhalf jaar geleden op zeven procentpunten, terwijl dit nu is verminderd tot een kwart procentpunt. Het Engelse pond wist zich overigens ook na de recente retdaling uitstekend te handhaven.

Op de Londense aandelenmarkt werden net als in de VS nieuwe records gevestigd. Na de overwinning van de Conservatieven lijkt de koersstijging onstuitbaar. In enkele weken tijd is de 'FT100' met 13% gestegen. Buitenlandse beleggers, vooral uit de Verenigde Staten, tonen zich actief. De verlaging van de basisrente met een half procent, die werd doorgevoerd, vormde een nieuwe stimulans. Dividendverlagingen dan wel dividendbetalingen ten laste van reserves, een verlies bij BP en stagnerende detailhandelsverkoop, dit alles kon de kopers op de aandelenmarkt niet ontmoedigen.

Nederlands bbp blijkt hoger

Het CBS meldde een boekhoudkundige meevaller: het heeft het Nederlands bruto binnenlands produkt (bbp) per 1987 met f 10 miljard omhoog bijgesteld. In 1987 bedroeg het herrekende bbp f 440,6 miljard. Deze herziening werkt door in de bbp-cijfers van de daarop volgende jaren. De 'noemer' voor de berekening van zaken als collectieve-lastendruk, financieringstekort en staats-schuld als percentage van het bbp wordt hierdoor groter, waardoor deze percentages dalen. Het financieringstekort komt nu voor 1991 0,1 procentpunt lager uit (3,6% van het bbp), terwijl de staatsschuldquote met twee procentpunt afneemt tot 78% van het bbp. Een gemakkelijker manier om meer tegemoet te komen aan de in het Verdrag van Maastricht opgestelde convergentiecriteria waaraan de landen moeten voldoen die aan de EMU willen gaan meedoen, kan de regering zich niet wenselijk vinden. Daar staat tegenover dat de inflatie zich mede als gevolg van de overheidsmaatregelen op een te hoog niveau bevindt. Voor april is de inflatie uitgekomen op 4,4%, tegenover 4,2% voor de voorgaande maand.

Een meevallende economische ontwikkeling voor ons land bleek uit de opwaartse bijstelling van de visie van de werkgeversvereniging in de metaal, FME, ten aanzien van de verwachtingen voor het lopende jaar. Na de forse daling van de investeringen in 1991 zal naar verwachting nu weer een stijging plaatsvinden, terwijl in plaats van een teruggang in de werkgelegenheid nu een stabilisatie wordt voorzien.

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