

# Conjunctuur

## Herstel vordert traag

### VS

Het economische nieuws van de afgelopen weken gaf eens te meer aan dat het economische herstel in de VS aanzienlijk trager verloopt dan gewenst. Zo bedroeg de economische groei in het tweede kwartaal met 1,4% ongeveer de helft van de groei in het voorgaande kwartaal (2,9%). Opmerkelijk was dat na een sterk eerste kwartaal het met name de consumenten waren die het af lieten weten. Ook meer recent geeft de index voor het consumentenvertrouwen over de maand juli met een daling van ruim 11 punten tot 61 aan dat de Amerikaanse bevolking slechts gematigd optimistisch is, zolang de situatie op de arbeidsmarkt geen substantiële verbetering vertoont. Hoewel het aantal banen in juli met 198.000 is toegenomen, na een daling van 63.000 in juni, ging het hier voor een groot deel om door de overheid gecreëerde banen en blijft de werkloosheid met 7,7% nog steeds op een hoog niveau. Ook de 'index of leading indicators', één van de belangrijkste conjunctuurbarometers, liet in juni voor het eerst dit jaar een daling (-0,2%) zien. Het bedrijfsleven lijkt daarentegen meer vertrouwen te hebben in de Amerikaanse economie. Terwijl de groei in het tweede kwartaal met name te danken was aan de bedrijfsinvesteringen, blijken de inkoopmanagers voor de maand juli nog steeds optimistisch. Ook de orderposities voor duurzame goederen en de groothandelsverkoop lieten over juni een stijging zien.

### Japan

Het beeld voor Japan wordt nog steeds beheerst door een verder afzwakkende binnenlandse economie, die alleen waar het de buitenlandse handel betreft nog positieve geluiden kan laten horen. In juni is voor de vijftiende maand in successie het overschot op de lopende rekening op jaarbasis gestegen, tot \$ 9,36 miljard. Terwijl het overschot in 1991 met \$ 72,9 miljard reeds het dubbele bedroeg van het voorgaande jaar,

heeft deze trend zich in de eerste helft van dit jaar voortgezet, getuige de stijging van \$ 28,92 miljard tot \$ 56,18 miljard. Tegenover een stagnerende importgroei onder invloed van de zwakke binnenlandse vraag, staat aan de andere kant een aanhoudende groei van de export. Binnenlands is er echter nog geen uitzicht op enige verbetering. In juni liet de industriële productie voor de negende achtereenvolgende maand op jaarbasis een stagnatie zien van 4,2%, terwijl de voorraden juist met 5,7% toenamen. Het Japanse ministerie voor handel en industrie (MITI) voorziet dan ook nog geen herstel en verwacht zelfs dat de stagnatieperiode nog geruime tijd zal voortduren. Hoewel de werkloosheid in juni onveranderd op 2,1% bleef liggen, viel de groei van de werkgelegenheid terug tot het laagste niveau van de afgelopen vijf jaren. Terwijl de detailhandelsverkoop in juni maar liefst 4,3% onder het niveau van een jaar eerder lagen, verwacht het Japanse planbureau dat juist de consumenten Japan uit het economische dal zullen trekken.

### Duitsland

In het voormalige West-Duitsland liet de inflatie in juli als gevolg van het verdwijnen van de tijdelijke eenheidsheffing met een daling van 4,3% naar 3,3% een gunstig beeld zien. De groei van de Duitse economie vertoont echter een veel minder gunstig beeld. Over de periode mei/juni kwam de industriële productie, hoewel deels als gevolg van vervroegde vakanties, 2,1% lager uit dan een jaar daarvoor. De werkloosheid, die beschouwd wordt als een vertraagde indicator, nam dan ook in juli toe van 6,3% tot 6,7%. Doordat in voormalig Oost-Duitsland de werkloosheid eveneens steeg tot 15,1%, kwam hiermee het aantal werklozen boven de 3 miljoen uit, 200.000 hoger dan in de voorgaande maand. Door de zwakkere binnenlandse vraag heeft wel het handelsoverschot in de eerste helft van het jaar een ruime verduubeling laten zien tot DM 12,7 miljard, ten opzichte van DM 5,9 miljard in dezelfde periode in 1991. Door de eenheidsheffing heeft de overheid haar belastinginkomsten in de eerste helft van het jaar zien toenemen met 23%.

### Nederland

De Nederlandse economie lijkt zich ten opzichte van de belangrijkste handelspartners redelijk goed te hou-

den. Over het eerste kwartaal ten opzichte van dezelfde periode een jaar eerder werd een groei gerealiseerd van 3,1%, overigens 0,3%-punt lager dan de eerste prognose. Deze groei kwam met name voor rekening van de investeringen en de export. De groei van de investeringen met 12,6% was de grootste sedert het eerste kwartaal van 1988. Terwijl de zachte winter hierbij een belangrijke rol speelde, hadden ook de sterk fluctuerende investeringen in transportmiddelen een flinke bijdrage in de groei. Hoewel in het tweede kwartaal de orderpositie, de bedrijvigheid en de bezettingsgraad een stijging lieten zien, verwachten de bedrijven echter voor het derde kwartaal geen verbetering. Opmerkelijk is overigens dat ondanks de 20%-stijging van het aantal faillissementen in de eerste helft van het jaar, de werkloosheid, zij het in een iets gematigder tempo, de dalende trend weet vast te houden. De bedrijven verwachten evenwel dat na een groei van 4% dit jaar, in 1993 de investeringen in vaste activa met een zelfde percentage zullen dalen. De consumptieve bestedingen blijven met een groei van 1,3% over de eerste vijf maanden van het jaar duidelijk achter bij 1991. De bestedingen aan duurzame consumptiegoederen lieten zelfs een daling zien, terwijl de uitgaven aan voedings- en genotmiddelen op peil bleven. Aan overige goederen en diensten (zoals medische verzorging) werd in volume 2% meer besteed. Toch bevindt het consumentenvertrouwen zich, volgens de laatste conjunctuurttest van het CBS, op het hoogste niveau sinds oktober 1990 en schatten de consumenten de tijd gunstiger in om grote aankopen te doen. Na een inflatie over de eerste helft van het jaar van gemiddeld 4,3%, is in juli als gevolg van het eruit lopen van verschillende prijsverhogende overheidsmaatregelen de inflatie gedaald tot 3,1%, tegenover 4,5% twaalf maanden geleden. Op maandbasis viel het inflatiecijfer terug van 1,6% in juli vorig jaar tot 0,6% voor de afgelopen maand. Terwijl de verhoging van de benzine-accijns en de verlaging van de subsidies aan het openbaar vervoer niet werden herhaald, leverde de hernieuwde 5,5%-huurverhoging een bijdrage van 1,2%-punt aan de 3,1%-inflatie. Het geschoorde inflatiecijfer, waarin gecorrigeerd wordt voor het effect van de overheidsmaatregelen, heeft dan ook een veel gematigder verloop te zien gegeven.

## Financiële markten

### Rente-ecart Europa-VS loopt op

In de Verenigde Staten zorgden aan de ene kant uitspraken van centrale-bankpresident Greenspan, dat bij een beheerste inflatie-ontwikkeling de lange rente verder zou kunnen dalen, en aan de andere kant nieuwe cijfers, die een weinig eenduidig beeld lieten zien van de kracht van het Amerikaanse herstel, aanvankelijk voor een voortzetting van de rally op de obligatiemarkt. Meevallende eerste cijfers over de maand juli, zoals de stijging van de index voor inkoopmanagers en van het aantal nieuwe banen, leidden vervolgens tot een stabilisatie van de lange rente. Ook op de Japanse obligatiemarkt, met een rendementsniveau van twintig basispunten onder het Amerikaanse niveau, leek zich een consolidatie af te tekenen, na de rally vanaf mei.

De Europese obligatiemarkten hebben in de afgelopen maand, met als belangrijkste gebeurtenis de Duitse discontoverhoging, over de gehele lijn aanzienlijk terrein moeten prijsgeven. Vooral de hoogrentende markten zoals de Italiaanse en Spaanse en de ecu-markt deden het slecht. Opmerkelijk was dat, ondanks de sterke daling van de Duitse inflatie en de zeer recente monetaire verkrapping, de markten in het achterhoofd toch nog rekening hielden met een verhoging van de Lombard-rente. Toen echter bleek dat de Bundesbank in de eerste vergadering na het zomerreces de rentetarieven onveranderd hield, wisten de markten een deel van de verliezen weer in te lopen.

Ook de Nederlandse kapitaalmarkt-rente liet in eerste instantie een sterke stijging zien, ondanks het feit dat De Nederlandsche Bank (DNB) de officiële tarieven ongewijzigd hield. In de eerste dagen van augustus verbeterde het sentiment vervolgens enigszins, waardoor het rendement op de laatste tienjarige staatslening weer onder de 8,40% uitkwam.

Ook het rente-ecart met Duitsland liet uiteindelijk een daling zien tot onder de dertig basispunten. De markt reageerde hiermee op het feit dat de Nederlandse inflatie over juli met 3,1% onder het Duitse niveau van 3,3% is uitgekomen en dat de vooruitzichten voor Nederland gezien de geplande tegengestelde veranderingen in de btw-tarieven op dit gebied positiever zijn.

### Franse rente fluctueert

De Franse obligatiemarkt toonde zich gevoelig voor de laatste opiniepeiling voor het te houden referendum op 20 september over de ratificatie van het Verdrag van Maastricht. Hoewel aanvankelijk het referendum gezien werd als een bijna overbodige testcase voor Mitterrand, leek de markt met het verstrijken van de tijd minder overtuigd van een positieve houding van de Franse bevolking ten opzichte van zowel Mitterrand als een verenigd Europa. De Franse obligatiemarkt moest dan ook aan de vooravond van de opiniepeiling aanzienlijk terrein prijsgeven. Toen echter bleek dat 57% van de ondervraagden voor het Verdrag van Maastricht was kwam de lange rente met een daling van 20 basispunten weer op het oude niveau.



SINDS 1737

### DNB steunt gulden

De interventies van met name de Amerikaanse Fed ten gunste van de dollar in de afgelopen weken leken succesvol, aangezien de dollar net onder de DM 1,50 ten opzichte van de Duitse mark is blijven liggen. Ook de Nederlandsche Bank heeft de eigen valuta gesteund. Na al eerder het beleningstarief met 0,2%-punt te hebben verhoogd tot 9,5% in reactie op de Duitse discontoverhoging, was een koers van de Duitse mark ten opzichte van de gulden van *f* 1,12805 aanleiding voor DNB om het beleningstarief nogmaals te verhogen tot 9,6%. Dit had tot gevolg dat tevens de interbancaire tarieven op de geldmarkt een stijging lieten zien, waardoor het negatieve rente-ecart met Duitsland op de geldmarkt bijna geheel verdween.

### Lire veert op

De Italiaans lire stond de afgelopen weken aanvankelijk sterk onder druk. Ter verdediging van de positie binnen het EMS moest het disconto tweemaal worden verhoogd, tot uiteindelijk 13,75%. Na het steeds zor-

gelijker worden van de situatie in Italië, werd begin augustus een sociaal akkoord gemeld waarbij de automatische prijscompensatie werd afgeschaft. Eerder was al een ingrijpend bezuinigingsprogramma aangenomen. De lire herstelde zich onder invloed van dit bericht krachtig, zodat van de twee recente discontoverhogingen er één gedeeltelijk teniet kon worden gedaan.

### Brits pond onderuit

Een van de valuta's die het sterkst werden getroffen door de Duitse discontoverhoging was het Britse pond. Aangezien de stand van de Britse economie eerder gebaat is bij een renteverlaging, besloot de regering de Duitse monetaire verkrapping niet te volgen. Hierdoor kwam het pond onder druk te staan, waardoor vervolgens speculaties over een devaluatie werden aangewakkerd. De ondergrens van het EMS werd zelfs geschonden nadat het pond in anderhalve maand met 15 cent was gedaald tot *f* 3,18, een dieptepunt in twee jaar. De maximaal toegestane afwijking van de spilkoersen van 6% werd zelfs bereikt ten opzichte van de Spaanse peseta en de Portugese escudo. De peseta was voor investeerders extra aantrekkelijk geworden na de verhoging van de beleningsrente van 12,4% tot 13% in de laatste week van juli. De Engelse regering putte zich uit in verklaringen dat men heilig bleef geloven in een sterk pond. Devaluatie zou de internationale financiële wereld doen twifelen aan de toekomst van de munt en juist leiden tot een hogere rente, zo herhaalde premier Major keer op keer. Op een lagere rente wordt van alle kanten gehoopt, daar een economisch herstel maar niet van de grond wil komen. Inmiddels worden de verwachtingen voor dit jaar van steeds meer kanten in neerwaartse richting bijgesteld. Verschillende economische instituten gaan nu uit van een verdere economische krimp, tegenover een oorspronkelijke verwachting van 1% groei van de kant van de regering.

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