

## Conjunctuur

# Ideaalbeeld VS

## Hoge groei en lage inflatie

Alle recente berichten bevestigen de eerder geuite vermoedens, dat de Verenigde Staten uitstekend presteren. De Amerikaanse economie heeft in het laatste kwartaal van vorig jaar de hoogste groei in zes jaar geboekt, terwijl tegelijkertijd de inflatie gematigd is gebleven. Het bruto binnenlands produkt (bbp) steeg met 5,9%, waardoor de groei over geheel 1993 is uitgekomen op 2,9%, tegenover 2,6% in het voorgaande jaar. Opmerkelijk is dat de sterke groei niet gepaard is gegaan met een oplopende inflatie. Geholpen door een dalende olieprijs, het uitblijven van sterk stijgende arbeidskosten en een zwak internationaal economisch klimaat in de tweede helft van 1993 is de stijging van de consumentenprijzen onder de 3% gebleven. De enige dissonant vormde het aantal nieuwe banen in januari, dat als gevolg van het koude weer aanmerkelijk lager lag dan het cijfer uit de voorafgaande maanden. Het aantal werklozen is echter verhoudingsgewijs harder gedaald, waardoor de daling van het werkloosheidspercentage zich heeft voortgezet.

### Fed verhoogt rente

Voor de Amerikaanse centrale bank is de sterke groei in combinatie met de extreem lage renteniveaus wel aanleiding geweest om voorzichtig een eerste stap naar een meer verkrappend monetair beleid af te kondigen. De Fed verhoogde de Federal Funds Rate van 3% tot 3,25%. De Fed heeft met deze verhoging toch iets eerder dan verwacht een verkrappend signaal gegeven. Echter, ook de Fed acht een sterke monetaire verkrapting op grond van het huidige gematigde inflatieverloop niet noodzakelijk. Voor de Amerikaanse dollar leidde de verhoging door de Fed tot een doorbraak voorbij de f 1,97.

### Wall Street schrikt

In het nieuwe jaar heeft de Dow Jones Industrials aanvankelijk een stijging laten zien van 6% tot dicht onder de grens van 4.000. Toen de Fed eerder dan verwacht de Federal Funds Rate verhoogde tot 3,25% liet de markt een schrikreactie zien. De Dow Jones viel terug met bijna 100 punten tot 3872, hetgeen overeenkomt met een daling van 2,5%. Vergelijkingen met voorgaande crash-scenario's gaan evenwel niet op. Amerikaanse analisten zien de daling eerder als een tijdelijke zaak en verwachten de komende weken weer een licht herstel. Men prijst de Fed eerder voor de duidelijkheid in haar streven de inflatie laag te houden, hetgeen de weg opent voor een voortgaande economische groei.

### Japan: instabiele politiek

De Japanse industriële productie daalt nu al 27 maanden onafgebroken, terwijl de investeringen voor het vierde jaar in successie teruglopen. Het consumentenvertrouwen is in het vierde kwartaal gedaald van 38,4% tot 35,6%. De werkloosheid bedraagt weliswaar slechts 2,9%, maar steeg nimmer tevoren zo snel als nu. Het doorvoeren van ingrijpende bedrijfsreorganisaties is een geheel nieuw fenomeen in Japan. Op de omvangrijke bonussen, waar werknemers traditioneel op konden rekenen, wordt de laatste jaren scherp beknipt: gebeurtenissen die de bestedingen van de consument niet stimuleren.

Daarenboven heeft een drietal omvangrijke stimuleringsprogramma's van de overheid waarmee de laatste vijf kwartalen ¥ 30 triljoen gemoed was, vooralsnog geen zichtbare omslag in de economie kunnen bewerkstelligen. Over een nieuw stimuleringsprogramma wordt al maanden gesproken, maar beslissingen blijven uit. Hieraan ligt vooral een politieke reden ten grondslag. Tientallen jaren van politieke dominantie door de Liberaal Democratische Partij (LDP) hebben vorig jaar plaatsgemaakt voor een coalitieregering, waarmee een geheel nieuwe politieke situatie is gecreëerd, die de besluitvaardigheid vooralsnog bepaald niet ten goede is gekomen.

Het was enkele weken geleden één minuut voor twaalf voordat wettelijke beslissingen – ten aanzien van politieke hervormingen, zoals

het beperken van betalingen door het bedrijfsleven aan de politiek en de overgang tot een meer evenwichtige stemverdeling – konden worden genomen. Een akkoord over deze hervormingen was vereist voordat beslissingen over stimulering van de economie konden worden genomen. Nadat de premier bedreigd had af te treden indien niet tot overeenstemming zou worden gekomen, werd uiteindelijk ingestemd met een afgezwakte vorm van de oorspronkelijke voorstellen.

Een volgend politiek débacle diende zich echter al aan. Ter financiering van een volgend pakket stimuleringsmaatregelen, waaronder een verlaging van de directe inkomstenbelasting, had de regering voorgesteld een zogenoemde welvaartsbelasting van 7% in te voeren, die in de plaats zou moeten komen van een huidige BTW-heffing van 3%. Toen de socialistische regeringspartij dreigde op te stappen indien dit inderdaad zou worden doorgevoerd, trok Hosokawa het belastingplan weer haastig in.

Hierdoor wordt tevens het stimuleringsplan op de lange baan geschoven, aangezien hiervoor nog geen financieringsbron is gevonden. Dit maakt de positie van Hosokawa er niet eenvoudiger op. In zijn besprekingen met de Verenigde Staten had dit stimuleringspakket de wind uit de Amerikaanse zeilen moeten nemen bij hun kritiek over de passieve Japanse opstelling wat betreft het verminderen van het bilaterale handelsoverschot.

Nu de Japanse premier geen binnenlands stimuleringspakket kan laten zien, zullen de Amerikanen een harder standpunt innemen tegenover de Japanners. Enerzijds zullen de Verenigde Staten eisen dat Japan de binnenlandse markt dereguleert om de buitenlandse concurrentie toe te laten. Daarnaast wordt ook gedacht aan beperking van de export, hetzij door kwantitatieve maatregelen, dan wel door het duurder maken van export via een hogere yenkoers. Dit zal met name de export-georiënteerde ondernemingen van Japan nadelig beïnvloeden.

### Tussen hoop en vrees

In de tussentijd wordt de aandelenmarkt heen en weer geworpen tussen hoop en vrees. Het bericht over het akkoord inzake de politieke hervormingen werd beantwoord met

een stijging van de Nikkei Index met bijna 1500 punten ofwel 7,8% tot 20.229 punten, nog slechts enkele procenten verwijderd van het hoogste punt van vorig jaar en 25% hoger dan twee maanden geleden. Op het huidige niveau kan de gemiddelde koers/winstverhouding in Japan worden berekend op 82,6 voor winsten uit het lopend boekjaar of 70 op basis van verwachte winsten voor het komende boekjaar. Jaren van teruglopende winsten bij het Japanse bedrijfsleven zijn hieraan mede debet.

### Duitsland: licht herstel

De industriële productie in voormalig West-Duitsland lijkt zich de afgelopen maanden te hebben gestabiliseerd. In december was sprake van een lichte stijging van 0,7% na een daling van 1,2% in november. Alhoewel deze sterke fluctuaties onder meer werden veroorzaakt door het koude weer in november, ontstaat toch de indruk dat het ergste van de Duitse recessie achter de rug is. Daarbij moet het herstel wel worden gedragen door buitenlandse orders.

Een kritisch punt bij de vraag of en, zo ja, hoe sterk het economische herstel dit jaar zal zijn vormt het loonoverleg tussen de werkgevers en werknemers. Op dit moment bevindt het overleg in de metaalsector zich in een impasse. Terwijl de werkgevers, gezien de problemen in de metaalsector, eisen dat de werknemers loon inleveren, opteren de vakbonden juist voor een loonstijging, die aanmerkelijk boven het inflatiepeil moet liggen. Wanneer de vakbonden aan hun standpunt vasthouden en overgaan tot landelijke stakingen, dan zou dit wel eens het uiterst zwakke herstel in de kiem kunnen smoren. De recessie heeft er evenwel toe geleid dat de onderhandelingspositie van de vakbonden dit jaar aanmerkelijk zwakker is dan in voorgaande jaren. Een compromis waarbij een loonstijging resulteert die voorkomt dat de werknemers er in reële termen sterk op achteruitgaan lijkt in deze situatie dan ook het meest haalbare.

### Renteverlaging blijft uit

Een loonakkoord, waarvan geen sterke inflatoire druk zal uitgaan, vormt eveneens een voorwaarde van de Bundesbank om het renteverlagingsproces te hervatten. De meest recente geldgroei- en inflatiecijfers bieden

wat dat betreft nog weinig perspectief. Hoewel de inflatie is gedaald van 3,7% in december tot 3,4% in januari, ligt ze nog steeds ruimschoots boven de 2%-doelstelling van de Bundesbank. Belangrijkste reden voor de Bundesbank om de rente nog niet te verlagen was waarschijnlijk de hoge geldgroei. De geldgroei is in december uitgekomen op 8,1%, aanmerkelijk boven de 7,2% van november en boven de (oude) geldgroei-doelstelling van 4,5% - 6,5%.



**F van Lanschot  
Bankiers nv**

SINDS 1737

De publikatie van het geldgroei-cijfer veroorzaakte een schok op de obligatiemarkten in geheel Europa. De beslissing van de Bundesbank om vervolgens de rentetarieven onveranderd te laten vormde nauwelijks meer een verrassing.

### Nieuw Frans stimuleringsplan

Frankrijk bevindt zich vooralsnog in een minder gunstig fase van de conjunctuurcyclus. De werkloosheid stijgt nog gestaag en heeft inmiddels het niveau van 12% bereikt. De overheid heeft echter een uitgebreid stimuleringsplan aangekondigd, dat er met name op gericht is om nieuwe banen te creëren. Zo wil de Franse overheid een premie van 5.000 frank geven bij het inruilen van een meer dan tien jaar oude auto. Andere maatregelen betreffen het vervoegd vrijgeven van geblokkeerde winstdelingen aan werknemers, het laag houden van de belasting en het stimuleren van consumenten om hun spaargeld uit te geven. Premier Balladur verwacht voor het lopende jaar een economische groei van 1,4% tegenover een krimp van 0,8% in 1993. Waarnemers twifelen overigens aan de optimistische verwachtingen en wijzen daarbij onder meer op de daling van de consumentenbestedingen in het laatste kwartaal van 1993 met

2,1%, hetgeen zou kunnen wijzen op een economische verzwakking ten opzichte van het voorgaande kwartaal.

### Nederlandse stagnatie valt mee

De Nederlandse groeistagnatie, waarvan het dieptepunt rond de overgang van 1992 naar 1993 lag, blijkt achteraf minder negatief te zijn geweest dan aanvankelijk werd gevreesd. Van een recessie volgens de officiële definitie (twee achtereenvolgende kwartalen van negatieve groei) is zelfs geen sprake. Waar de meeste Europese landen in het derde kwartaal een duidelijke economische krimp van meer dan een vol procent te zien gaven, kon het cijfer voor de Nederlandse economische groei in het derde kwartaal worden verhoogd van 0,5% tot 0,8%, vooral dank zij een beter dan verwachte exportprestatie. Bij een volumedaling van de wereldhandel met 1,5% bleef de Nederlandse export op peil. In het eerste en tweede kwartaal bedroeg de economische groei respectievelijk -0,5% en 0,2%. Voor het lopende jaar wordt gerekend op een sterkere groei van de wereldhandel, hetgeen ook voor Nederland meer exportmogelijkheden biedt. Dit zou dan tevens de iets lagere verwachte groei van de consumptieve bestedingen in 1994 kunnen opvangen, nadat deze component in 1993 nog een belangrijke bijdrage leverde aan het op peil houden van de Nederlandse conjunctuur. Alhoewel de orderposities in het bedrijfsleven nauwelijks verbeteren, verwachten de ondernemers wel een verbetering van de bedrijvigheid, nadat in december 1993 de bezettingsgraad voor het eerst sinds 1983 onder de 80% is uitgekomen.

In Nederland liggen zowel de officiële als de geldmarkttarieven inmiddels ongeveer vijftig basispunten onder de vergelijkbare Duitse tarieven. Bij een Duitse mark die op dit moment rond de *f* 1,12 noteert, is de kans klein dat DNB opnieuw onafhankelijk van de Bundesbank de officiële tarieven zal verlagen. Dit zou betekenen dat gewacht moet worden tot 17 februari, zijnde de datum waarop de eerstvolgende vergadering van de Bundesbank wordt gehouden.

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