

# Conjunctuur

## IMF maant Duitsland

Het IMF voorziet dit jaar internationaal een belangrijk lagere inflatie en een hogere groei, zo blijkt uit haar World Economic Outlook. Voor de industriële wereld wordt een daling van de inflatie voorzien van vorig jaar 4,4% tot 3,3% in 1992 en volgend jaar 3,2%. De scherpste dalingen doen zich voor in Canada, Groot-Brittannië en Italië. Met 5% blijft de Italiaanse inflatie dit jaar overigens het hoogste binnen de groep G7-landen. Duitsland presteert op het gebied van inflatie momenteel eveneens niet goed en ligt met 3,8% voor 1992 op een tweede positie.

Wat betreft de groei rekt het IMF dit jaar voor de industrielanden op 1,8% (0,8% in 1991) en op 3,3% voor 1993. Daarmee is de aanvankelijk uitgesproken verwachting voor dit jaar van 2,8% economische groei in neerwaartse richting bijgesteld. Voor Europa wordt dit voor een groot deel geweten aan het krappe monetair beleid van de Duitse Bundesbank. Terwijl aanvankelijk de Duitse eenduidigheid de Europese groei wist te stimuleren, heeft nu de hoge rente via het wisselkoersmechanisme van het EMS ongewenste gevolgen voor de overige Europese landen, waar inflatie, geldgroei, loonstijgingen en overheidsfinanciën minder problematisch zijn. Behalve dat het IMF Duitsland maant de binnenlandse problemen zo snel mogelijk op te lossen, heeft het IMF in navolging van de G7 financiële hulp toegezegd aan Rusland.

### Positieve signalen uit de VS

Het economische nieuws uit de Verenigde Staten blijft wisselend, alhoewel de ondertoon positief is. Na een negatieve groei van 0,4% in het laatste kwartaal van 1991 is in het eerste kwartaal van dit jaar met een economische groei van 2% definitief afscheid genomen van de recessie. Vooral de consumentenbestedingen speelden een belangrijke rol bij het economische herstel. Na een groei van de consumptieve bestedingen

met 0,3% in maart, lag in april de index van het consumentenvertrouwen met 64,8% aanzienlijk hoger dan de maand ervoor. De inkoopmanagers blijken daarentegen op grond van een daling van de NAPM-index tot 51,3% iets voorzichtiger te zijn. De Amerikaanse export liet in februari een stijging van 6,8% zien, met name dank zij een grotere afzet in de EG, hetgeen bijdroeg tot een verlaging van het handelstekort tot \$ 3,4 miljard, het laagste niveau sedert maart 1983. Het herstel van de conjunctuur gaat overigens gepaard met een aantrekken van de inflatie van 1,7% in het laatste kwartaal van 1991 tot 3,1% in het eerste kwartaal van 1992.

Wallstreet wist na de consolidatie van de voorgaande maanden in opwaartse richting uit te breken. In een vrijwel ononderbroken stijging schoot de Dow Jones bijna 200 punten omhoog waarbij nieuwe hoogtepunten werden gevestigd. Daarna werd een deel van de winst prijsgegeven. Meevallende winstcijfers, niet in de laatste plaats van IBM, droegen tot de vaste stemming bij.

### Japan steunt op buitenland

De Japanse conjuncturele verzwakking houdt onverminderd aan, waarbij de enige groeistimulans vanuit het buitenland lijkt te komen. De industriële productie vertoont na een daling van 2,8% in maart al gedurende zes maanden een negatieve groei. Het buitenland biedt echter nog steeds een aantrekkelijke afzetmarkt voor Japan, hoewel de spanningen op dit gebied toenemen. Zo is over het afgelopen fiscaal jaar de export, met name dank zij de sterke vraag vanuit Europese en Aziatische landen, met 8,1% toegenomen, terwijl de import als gevolg van een lagere economische groei met 4,2% is gedaald. Dit resulteerde in een overschot op de handelsbalans van \$ 88 miljard.

Het inflatiepeil blijft daarbij op een acceptabel niveau. Evenals in februari, is ook in maart de inflatie in Japan op 2% uitgekomen. Hoewel de Bank of Japan recentelijk het officiële disconto heeft verlaagd, anticipert men, gegeven de groei met slechts 1,7% van de geldhoeveelheid in het eerste kwartaal, op een verdere daling van de rente.

De koersval op de Japanse beurs lijkt voorlopig tot staan gebracht. Rond het niveau van 17500 kreeg de Nikkei-index enige steun. Terwijl werkgevers werd verzocht de oprich-

ting van beleggingsfondsen te bevorderen, liet de overheid een rapport samenstellen waarmee getracht werd de slechte naam van de banken te zuiveren. De bank- en brokers aandelen behoren tot de zwaarst getroffen sectoren op de Japanse aandelenmarkt. Daarentegen vertonen de elektronica-waarden en andere industriële 'blue chips' een duidelijk betere ontwikkeling, aangezien een aantal koers/winstverhoudingen op Amerikaans niveau zijn beland. Een fonds als Matsushita wordt nu verhandeld op een koers/winstverhouding van 16.

### Onrust in Duitsland

In Duitsland is momenteel zowel op politiek gebied, met als directe aanleiding het aftreden van de minister van buitenlandse zaken Genscher, als op het gebied van de loononderhandelingen sprake van grote onrust. De huidige problemen zijn onlosmakelijk verbonden met de zware lasten ten gevolge van de Duitse eenduidigheid. De Duitse werknemers voelen zich bij de loononderhandelingen gesteund door het feit dat de kosten per eenheid produkt in Duitsland in de periode 1986-1990 slechts met 1,3% zijn gestegen. Meer dan in Japan (0,6%), maar minder dan het cijfer voor de VS (3,9%) of het OESO-gemiddelde van 3,2%. De werknemers zijn zich tevens bewust van de sterke financiële positie van het Duitse bedrijfsleven, dat zijn winsten in de jaren tachtig sterk zag stijgen. Ten slotte schatten de vakbonden zelf in de huidige conjuncturele fase het voordeel van een koopkrachtimpuls hoger in dan het inflatiegevaar. Al met al dreigt de arbeidsonrust op te lopen tot het ernstigste niveau in twintig jaar.

Voor de Duitse overheid vormt een en ander een enorm probleem. De kosten van de hereniging vallen veel hoger uit dan aanvankelijk was voorgesteld. Dit zal ertoe bijdragen dat het Duitse overheidstekort in 1994 waarschijnlijk 3,4% van het nationaal inkomen zal bedragen in plaats van de begrote 2,4%. Honorering van de hoge looneisen van de overheidsvakbond leidt tot nog hogere begrotingstekorten. Tevens zal het in dat geval nog moeilijker worden de reeds te hoge inflatie, in april 4,5%, effectief te bestrijden.

Deze ontwikkeling is voor de Bundesbank uiteraard een grote bron van zorg. Deze zal bij te forse loonstijging nog meer terughoudendheid aan de dag leggen om de rente te

verlagen. Daar komt bij dat een geld-groei van 9,7% over maart meer dan tweemaal zo hoog is als de gemiddelde doelstelling van de Bundesbank. Hoewel het onderzoeksinstituut IFO uiterst somber is over de Duitse economie, vegen het Ministerie van Economische Zaken en de Bundesbank dit pessimisme van tafel met een verwachte economische groei in het afgelopen kwartaal van 4% op jaarbasis.

### Licht herstel in Nederland

De berichten uit eigen land zijn eveneens gematigd positief. Terwijl herziene CBS-cijfers laten zien dat de economische groei in het laatste kwartaal van vorig jaar met 1,4% lager was dan de aanvankelijk geraam-

koord beloopt de inflatie momenteel ruim 4%. Eind vorig jaar werd zelfs bijna het 5%-niveau bereikt. Binnen de EMS-landen is Nederland zijn uitstekende positie op het gebied van inflatie dan ook voorlopig kwijtgeraakt.

Nadat de Nederlandse handelsbalans vorig jaar een recordoverschot kende, blijft deze zich ook dit jaar gunstig ontwikkelen. Zowel in januari als in februari bleef de invoerstijging beperkt tot 1%, maar de export steeg in deze maanden met respectievelijk 2% en 6%. Het handelsoverschot bedraagt na twee maanden reeds f 3 miljard, tegen f 1,5 miljard in dezelfde periode van 1991.

De afgelopen weken wist de Amsterdamse aandelenmarkt de recente hoogtepunten te doorbreken. De EOE-aandelenindex passeerde het niveau van 314, terwijl de CBS-koersindex voor aandelen op 212 een nieuw record vestigde. Voor de EOE-aandelenindex komt nu het record van 1989, dat rond 325 lag in zicht. De koersstijgingen deden zich voor over een breed front.

### Rente en valuta's

Vanaf halverwege april werden de obligatiemarkten wereldwijd, met uitzondering van de Britse markt, geconfronteerd met een stijging van de lange rente. Hiervoor verantwoordelijk waren enerzijds een verder herstel van de Amerikaanse economie in combinatie met een grote financieringsbehoefte bij de overheid en anderzijds de situatie in Duitsland, waar behalve een noodzakelijk krap monetair beleid ook nog sprake is van onrust binnen de politiek en bij de loononderhandelingen.

### Zwakke Duitse mark

De meest opmerkelijke ontwikkeling op de verder weinig actieve valutamarkten was de daling van de Duitse mark, niet alleen ten opzichte van de niet-Europese valuta, maar tevens binnen het EMS. De dollar kwam de afgelopen weken nauwelijks van zijn plaats en bewoog zich tussen de f 1,85 en de f 1,88. Weinig handelaren waren bereid voor het G7-overleg grote dollarposities in te nemen. Uit dit overleg kwam alleen naar voren dat de koers van de yen te laag was. Naar aanleiding van de daling van het Amerikaanse handelstekort liep de markt wel enigszins vooruit op een grotere vraag naar dollars buiten de VS.

De dollar kon amper profiteren van de zwakte van de Duitse mark. Be-

langrijkste reden hiervoor was dat de D-mark ook ten opzichte van de andere valuta binnen het EMS terrein heeft moeten prijsgeven, niettegenstaande het feit dat de rente op de geldmarkt een sterke stijging vertoonde. Ondanks de voor de D-mark gunstige uitslag van de G7, bleek de binnenlandse onrust meer gevolgen te hebben voor de D-mark koers. Terwijl het vertrek van Genscher nog als een op zichzelf staand geval kan worden gezien, worden de stakingen bij de ambtenaren steeds meer geïnterpreteerd als een aanval op de regering-Kohl. Een verdere escalatie van de stakingen naar andere sectoren kan dit proces verheven, waardoor de D-mark verder onder druk kan komen.

### Pond boekt winst

Het Engelse pond heeft sedert de overwinning van de Tories ten opzichte van de D-mark bijna 11 pfennig winst geboekt, terwijl ten opzichte van de gulden de grens van f 3,30 werd doorbroken. Naast het toegenomen vertrouwen van internationale beleggers in premier Major, speelt ook de verwachting dat het Britse pond binnen enkele maanden zal toetreden tot de smalle band van het EMS een rol. Terwijl het pond zich al ruimschoots binnen de 2,25% bandbreedte bevindt, wordt verwacht dat de werkelijke overgang zal worden geëffectueerd op het moment dat het Verenigd Koninkrijk in juli het voorzitterschap van de EG overneemt van Portugal. Wel houdt men er op de valutamarkten rekening mee dat de Engelse regering van elke gelegenheid gebruik zal maken om via een verlaging van het disconto het herstel van de Britse economie te bespoedigen. De Britse minister van Financiën Lamont heeft echter als kanttekening geplaatst dat de Britse tarieven de positie van het pond binnen het EMS niet in gevaar mogen brengen.

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



de 1,9%, duiden recente gegevens op een licht herstel. In het eerste kwartaal van dit jaar is de neergaande trend in de bezettingsgraad bij de industrie en de orderontvangst voorzichtig ombogen. Vooral bij de investeringsgoederenindustrie gaat het weer wat beter. Daarnaast is, na een daling met 1% in de laatste drie maanden van vorig jaar, de industriële productie in de eerste twee maanden van dit jaar met 1% vooruitgegaan.

Ook president Duisenberg van de Nederlandsche Bank drukte zich bij de publicatie van het jaarverslag van de Bank tamelijk positief uit, met name over de vorig jaar gerealiseerde daling van het begrotingstekort. Hierbij maakte hij overigens wel de kritische kanttekening dat in plaats van ombuigingen vooral lastenverzwaringen hebben geleid tot het lagere overheidstekort. Deze verzwaringen gaan ten laste van de koopkracht van de consumenten en de winstgevendheid van het bedrijfsleven en remmen de economische groei, aldus de Nederlandsche Bank. Een andere kanttekening wordt geplaatst bij de ontwikkeling van de inflatie. In tegenstelling tot het uitgangspunt van 1,7% in het regeerak-