

## In de ban van de markt

De Amerikaanse economie heeft op basis van voorlopige cijfers in het tweede kwartaal een groei laten zien van 1,6%. Hoewel dit aanzienlijk boven het eerste kwartaal groeicijfer van 0,7% was, lagen de verwachtingen (2,5%) aanzienlijk hoger. De groei in het tweede kwartaal kwam voornamelijk voor rekening van de consumptie. Dit vertaalde zich niet in een sterke produktiegroei, doordat eerst de in het eerste kwartaal opgebouwde voorraadposities werden aangesproken. Opmerkelijk was dat de huizenmarkt in het tweede kwartaal, ondanks de lage rente, zwak was. Op het gebied van de inflatie presteert de VS overigens uitstekend. Gemeten aan de index voor de consumentenprijzen lag de inflatie in juni op 3,0%, na 3,2% in mei.

De Amerikaanse centrale bank (Federal Reserve Bank) heeft recentelijk haar visie over de Amerikaanse economie aangepast. De Fed is meer bezorgd geworden over het verloop van de inflatie. Daarmee kan de ruimte voor een verdere rentedaling steeds lager ingeschat worden. Fed-voorzitter Greenspan verwacht zelfs een opwaartse druk op de rente wanneer de door president Clinton voorgestelde bezuinigingsmaatregelen niet worden gerealiseerd. Tegelijkertijd heeft de Fed de groeiverwachting voor dit jaar neerwaarts bijgesteld tot rond de 2,5%. De eerste cijfers over de maand juli, zoals een daling van het consumentenvertrouwen, geven aan dat het groeiproces van de Verenigde Staten met horten en stoten zal voortgaan. De recente overstromingen lijken dit proces alleen maar te versterken.

### Herstel Japan?

Volgens de Japanse centrale bank (Jcb) heeft de Japanse economie zo ongeveer het conjuncturele dieptepunt bereikt. Tegen het einde van dit jaar zijn de voorraadposities voldoende afgebouwd en wordt een door de particuliere sector geleid herstel voorzien. Wel zorgen de geringe bestedingsruimte bij de consumenten en het negatieve effect van de sterke yen ervoor dat het hersteltempo zich langzaam zal voltrekken.

De recente cijfers lijken de Jcb gelijk te geven. Alhoewel het consumentenvertrouwen is gestegen, laten de bestedingen (-4,8%) nog een daling zien, doordat op dit moment de reële inkomens onder druk staan. De industriële produktie vertoont in juni alleen op jaarbasis (-5,1%) nog een daling, echter per saldo nemen de voorraden in snel tempo af. Voor een toename van de werkgelegenheid is het overigens nog veel te vroeg: de werkloosheid heeft zich in juni op 2,5% gestabiliseerd en het aantal beschikbare banen is per 100 werkzoekenden gedaald tot 74.

### Duitse inflatie hardnekkig

In Duitsland vat de mening post dat het ergste van de economische recessie inmiddels achter de rug is. Zo verwacht het ministerie van economische zaken dat, na een krimp van 1,5% in het eerste kwartaal ten opzichte van het voorgaande kwartaal, de economie in tweede kwartaal een pas op de plaats heeft gemaakt.

Voor de Bundesbank zou een verbetering in het economisch klimaat zeer gelegen komen. Met name van buitenlandse zijde bestaat een grote behoefte aan sterk lagere rentetarieven. Duitse inflatie- en geldgroeicijfers staan dit evenwel in de weg. De geldgroei bedroeg in juni 7,1%, na 6,9% in de voorgaande maand, wat nog steeds ruimschoots boven de maximale doelstelling van 6,5% van de Bundesbank is. Daarnaast is de inflatie in juli uitgekomen op 4,3%, ten opzichte van 4,2% in juni. De Bundesbank liet dan ook het disconto, dat als bodem fungeert voor de beleningen en dus de geldmarkttarieven, onveranderd op 6,75% en verlaagde alleen het Lombardtaraief van 8,25% tot 7,75% en de beleningen tot 6,95%.

Mede door de sterke positie van de Duitse mark is de export in april

met 7% gedaald, zodat het handelsoverschot terugviel tot DM 1,2 mrd tegenover DM 4,9 mrd in maart.

### Herstel VK zet door

De berichten uit het Verenigd Koninkrijk blijven positief. Het bruto binnenlands produkt (bbp) groeide volgens voorlopige cijfers in het tweede kwartaal met 0,5% ten opzichte van het voorgaande kwartaal. De export naar landen buiten de EG nam in het tweede kwartaal met 15% toe, terwijl de produktie van de verwerkende industrie met 1,8% steeg. Voor de vijfde maand in successie daalde de werkloosheid. De inflatie is met 1,2% op jaarbasis inmiddels tot een 30-jaars dieptepunt gedaald, waarbij met name de lage loonkosten en de gunstige loonakkoorden een drukkende uitwerking op de inflatie hebben gehad.

### Recessie Nederland valt mee

De voorlopige prognose van het CBS van de groei in het eerste kwartaal is opwaarts herzien. Terwijl aanvankelijk werd uitgegaan van een negatieve groei van 0,6% op jaarbasis, is dit cijfer bijgesteld tot -0,2%. De economische groei over 1992 werd iets verlaagd van 1,5% naar 1,4%. Opmerkelijk was dat niet zozeer de export, maar met name de import een scherpe daling liet zien. Blijkbaar is de invloed op de buitenlandse handel van een terugval in de binnenlandse vraag groter dan die van een verslechtering in de concurrentiepositie door de sterkere gulden.

Langzaam aan lijken de cijfers overigens een iets vriendelijker beeld te schetsen. Zo is de bezettingsgraad in juni nog wel gedaald, maar heeft de industriële produktie in mei op maandbasis al een stijging laten zien met 1,3%. Daarnaast is de beoordeling van de orderpositie van het bedrijfsleven licht verbeterd. Voor het bedrijfsleven is tevens relevant dat de daling van de afzetprijzen in mei met 1,9% niet geheel ten koste van de marge is gegaan, doordat de prijzen van verbruik een sterkere daling hebben laten zien. Negatieve factor blijft overigens de ontwikkeling van de werkloosheid: in het tweede kwartaal is de werkloosheid met 73.000 gestegen tot een totaal van 359.000.

## Rente en valuta's

Op de valutamarkten laaide de spanning binnen het EMS weer in alle hevigheid op. Het vertrouwen in de Duitse mark nam toe, naar aanleiding van opinies dat de Duitse economie het dieptepunt passeert. De meeste andere EMS munten kwamen onder druk te staan, met de Nederlandse gulden als belangrijkste uitzondering. De Deense kroon en de Franse frank, evenals de Spaanse peseta en Portugese escudo, kregen het fors te verduren. Van tijd tot tijd moest zwaar worden geïnterveneerd, terwijl in deze landen de korte rente dramatisch werd verhoogd.



**F van Lanschot  
Bankiers nv**

SINDS 1737

In de markten werd hevig gespeculeerd op een aanzienlijke discontoverlaging door de Bundesbank, om op deze manier net voor het zomerreces de rust in het EMS te herstellen. Het bleef evenwel bij een verlaging van het Lombardtarief met 50 basispunten tot een niveau van 7,75%. Echter in perioden van rentedaling is dit tarief, dat als bovengrens fungeert voor de geldmarkttarieven, nauwelijks relevant. Het Duitse disconto bleef onveranderd op 6,75%, waar de markt gerekend had op een verlaging van minstens 50 basispunten. De Bundesbank refereerde naar binnenlandse factoren, zoals een verder oplopende inflatie en geldgroei, om haar minimale renteverlaging te verdedigen. De Nederlandsche Bank, met de gulden als sterkste munt op dit moment in het EMS, verlaagde de officiële tarieven met 25 basispunten tot 6,25% voor de voorschotrente. De beleningsrente werd onveranderd op 6,60% gehouden.

## Voortbestaan EMS onzeker

De financiële markten reageerden verschrikt op de marginale rentever-

laging door de Bundesbank. De valuta's die al geruime tijd onder druk hadden gestaan, werden met hernieuwde aanvallen geconfronteerd. Steunoperaties voor de zwakke valuta's boden daarbij slechts tijdelijk enige soelaas. De eerdere renteverhogingen bleken onvoldoende en moesten in versterkte mate worden herhaald. De Deense centrale bank verhoogde het éénweekse tarief zelfs tot 45%.

De Franse frank had het samen met de Deense kroon het zwaarst te verduren. In de afgelopen maanden heeft de Banque de France in snel tempo de rentetarieven tot aan het Duitse niveau verlaagd. Toen het marktsentiment draaide en onverwacht slechte cijfers over de Franse economie naar buiten werden gebracht, verloor de Franse frank evenwel veel van haar glans. Dit werd nog versterkt door het feit dat de Bundesbank weigerde in te gaan op een Franse uitnodiging om min of meer gezamenlijk de rentetarieven te verlagen. De Franse frank kwam onder druk en ondanks steunoperaties en een verhoging van de korte rente viel de Franse frank terug tot onder de bodem van het EMS.

De Franse frank ziet zich nu geconfronteerd met een dilemma tussen enerzijds een voortzetting van het 'franc fort'-beleid, dat op korte termijn een verhoging van de rente impliceert, en anderzijds een beleid van groeistimulering, hetgeen conform het Britse model een devaluatie of zelfs een uittreding uit het EMS zou betekenen. Dit zou de deur openen naar lagere rentetarieven, als antwoord op de sterke stijging van de werkloosheid tot 11,6% in juli.

## EMS-marges naar 15%

De ministers van financiën van de EMS-landen hebben uiteindelijk besloten in een uiterste noodgreep de bandbreedte waarbinnen de valuta's mogen fluctueren te vergroten tot 15%, uitgezonderd die voor de gulden en de Duitse mark. Hoewel hiermee officieel het EMS nog blijft voortbestaan, is natuurlijk een van de belangrijkste bestaansredenen, een stabiel wisselkoerssysteem, een farce geworden. De speculatie tegen de zwakke valuta's ging dan ook onverminderd voort, aangezien hiermee de weg wordt geopend om de recente renteverhogingen zelfs meer dan ongedaan te maken.

## Dollar en pond profiteren

De Angelsaksische valuta's konden zich verheugen op een meer dan normale belangstelling door de onzekerheid omtrent het voortbestaan van het EMS. Zowel de dollar als het Britse pond worden als vluchthaven gezien op het moment dat de spanningen binnen het EMS toenemen. Daarnaast ontwikkelen de economieën van beide landen zich aanmerkelijk beter dan continentaal Europa. Het Britse pond brak zelfs door de f 2,90. De dollar herstelde zich van een tijdelijke inzinking snel tot voorbij de f 1,95.

De Japanse yen liet eveneens een stijging zien. Deels geholpen door een sterkere dollar en deels doordat de markt positief reageerde op de vorming van een nieuwe regering, wist de yen (per 100) ten opzichte van de gulden boven de f 185 uit te komen.

## Idem obligatiemarkt

De Nederlandse obligatiemarkt wist per saldo winst te boeken. Zowel op economisch fundamenteel gebied (lage inflatie en relatief goede economische cijfers) als op monetair politiek gebied (als enige land binnen het EMS met officiële tarieven onder de Duitse) kan Nederland zich verheugen op grote interesse van buitenlandse beleggers. Het rendement op de laatste 10-jarige staatsobligatie daalde zelfs tijdelijk tot onder de 6,35%, terwijl het verschil met het vergelijkbare Duitse tarief rond de 15 basispunten bleef fluctueren. Wel bleven sterke koersstijgingen na de bekendmaking van de bredere EMS-marges achterwege. Voor Nederland is er overigens weinig veranderd aangezien de nauwe band met Duitse mark ongewijzigd blijft.

De Amerikaanse obligatiemarkt is de afgelopen maand nagenoeg onveranderd gesloten. Hoewel aanvankelijk nog even 5,64% voor de 10-jarige treasury werd bereikt op zwak economisch nieuws, moest vervolgens de obligatiemarkt enig terrein prijsgeven door een oplevende inflatie-angst.

---

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