

# Conjunctuur

## In de ban van het Duitse disconto

Het economische nieuws bevestigde in de afgelopen weken het beeld dat het herstel van de wereldeconomie nog niet wil vlotten. Uit verschillende belangrijke landen kwamen berichten over een lagere industriële productie, zoals bij voorbeeld de Verenigde Staten (juni -0,3%) en Engeland (mei -0,9%). Daarbij liepen in de Verenigde Staten de voorraden weer op naar het hoogste niveau sedert mei vorig jaar.

De inflatiecijfers laten daarentegen wel een positievere ontwikkeling zien. In Frankrijk bedraagt deze nu 3%, in de Verenigde Staten 3,1%, in Engeland 3,9%, in Nederland 4%. Duitsland valt nog steeds een beetje uit de toon met een inflatie van 4,3%.

### VS

In de VS waren het na de slechte cijfers over mei van de orders voor duurzame goederen vervolgens de werkgelegenheids cijfers die de markt zwaar teleurstelde. De werkloosheid toonde een onverwacht forse stijging van 7,5% tot 7,8%, waarbij een daling van het aanbod van nieuwe banen met 117.000 de zorgelijke situatie nog eens onderstreepte.

De Fed greep de teleurstellende werkloosheids cijfers aan voor een verlaging van het disconto. Naast het wankele karakter van het economische herstel werd door de Fed ook de lage inflatie als belangrijke overweging genoemd. Met de verlaging van 0,5% bedraagt het disconto nu 3%, een niveau dat de laatste dertig jaar niet meer is voorgekomen.

De dollar moest de rentedaling met een verdere daling richting  $f$  1,70 bekopen. Deels kwam de munt verder onder druk vanwege het verder oplopende verschil in de korte rente tussen enerzijds de VS en anderzijds Duitsland. Daarnaast interpreteerde de markt de discontoverlaging door de Fed, die zich de laatste maanden veelal positief over de economie had

uitgelaten, echter ook als een bevestiging van het tegenvallende economische herstel.

De maatregel van de Fed zorgde wel voor een forse koersstijging op de Amerikaanse obligatiemarkt. De rendementen voor de dertigjarige treasuries daalden hier in één dag met maar liefst elf basispunten tot 7,64%.

### Wall Street

De koersen op Wall Street hielden zich de afgelopen weken goed. De discontoverlaging bracht de markt echter niet de inspiratie, die uit vorige rentedalingen voortvloeide. Nu werd door de beleggers de nadruk meer op het zwakke verloop van de economische groei gelegd. Al eerder werd deze trage groei gezien als een indicatie van vermoedelijk tegenvallende bedrijfsresultaten.

Nu de democratische conventie is afgesloten lijken de verkiezingsperikelen een rol te gaan spelen. Enerzijds ondervonden presidentskandidaat Clinton en zijn 'running mate' Gore tijdens de conventie een overtuigende steun. Anderzijds is de onzekere factor Perot definitief verdwenen, nu deze onafhankelijke presidentskandidaat zich heeft teruggetrokken. Volgens de jongste opiniepeilingen is Clinton veruit de grootste favoriet voor het presidentschap. Sedert de jaren dertig is onder geen enkele president het besteedbaar inkomen van de kiezers zo weinig is gestegen als onder president Bush (circa 1% per jaar). De ervaring heeft uitgewezen dat presidenten die in dit opzicht onvoldoende presteren niet worden herkozen. De beurs is gewoonlijk echter niet erg gecharmeerd van democratische overwinningen. Hogere belastingen zijn meestal het gevolg. Anderzijds wordt een meer stimulerend beleid door de meesten in Wall Street verwelkomd.

### Duitsland

De maatregel van de Fed staat haaks op de discontoverhoging door de Bundesbank. Hoewel de discontoverhoging voor de markt niet onverwacht kwam was de omvang ervan wel een verrassing, zeker als men bedenkt dat ook berichten over de reële economische ontwikkelingen in Duitsland de laatste weken niet onverminderd positief zijn. De nieuwe orderontvangsten voor de verwerende industrie zijn in West-Duitsland in mei evenals in april gedaald. Tevens daalden de detailhandelsverkopingen in mei onverwacht sterk. Bij de winkerverkopingen vond de eerste vijf maanden

den van dit jaar een reële daling plaats van 3%. Ook het importcijfer over mei, dat met DM 51 miljard belangrijk lager lag dan in de voorgaande maand (DM 58 miljard) en in mei vorig jaar (DM 55 miljard), was teleurstellend, en wijst op aarzelende binnenlandse bestedingen. Positiever was het cijfer voor de industriële productie in West-Duitsland die in mei steeg en nu 1,7% hoger ligt dan mei vorig jaar, maar hier stond weer een terugval van de Oostduitse productie in mei tegenover, al is in vergelijking met vorig jaar nog wel sprake van een overigens weinig indrukwekkende groei van 0,7%.

Voor heel Duitsland gaat de OESO nu uit van een groei in 1992 van 1,8%, die volgend jaar verder kan aantrekken tot 2,8%. Voor West-Duitsland bedraagt de raming 1,3% respectievelijk 2,3%, terwijl voor Oost-Duitsland wordt uitgegaan van een groei van 7,5% respectievelijk 9%. Het aantrekken van de groei volgend jaar voor heel Duitsland is mede een gevolg van een verwachte opleving van de wereldhandel.

### Duits disconto naar hoogtepunt

De vriendelijke stemming in de VS zette aanvankelijk ook de trend op de Europese obligatiemarkten. De positieve stemming hier werd een week later echter doorbroken door nieuwe cijfers over de geldgroei in Duitsland, waaruit bleek dat de geldhoeveelheid in mei 9% hoger lag dan vorig jaar. Dit cijfer afgezet tegen een groei doelstelling van de Bundesbank van 3,5%-5,5% deed de markt steeds sterker speculeren op de mogelijkheid dat de Bundesbank het Duitse monetaire beleid nog verder zou verkrappen. Een oproep aan de Bundesbank van de EG-ministers van Financiën tijdens hun maandelijkse vergadering om oog te hebben voor de effecten op de overige Europese economieën nam de speculatie wat weg. De markt reageerde dan ook verrast toen bleek dat de Bundesbank het disconto fors verhoogde met 0,75% tot 8,75%. Dat de reactie van de koersen desondanks beperkt bleef was een gevolg van het feit dat door de keuze van de maatregel het directe effect op de geldmarkt beperkt is, en daarmee ook het uitstralings effect naar de andere Europese obligatiemarkten.

Omdat een bij de matige economische ontwikkeling passende versoepeling van het monetaire beleid wederom naar de toekomst verschoven moet worden, vormde de maatregel

bij nader inzien voor de obligatiemarkt toch een teleurstelling. Daags na de renteverhoging leidde dit tot een verder koersverlies, waarmee de rendementen in Nederland opliepen tot 8,34% tegen 8,27% een week eerder. De valutahandelaren reageerden wat dit betreft sneller. Meteen na de Duitse maatregel kwam de dollar weer onder druk waarmee de munt onder de *f* 1,65 kwam.

#### Spanningen in het EMS

Van de Europese landen volgde alleen Italië de Duitse maatregel met een discontoverhoging van eveneens 0,75%. Deze maatregel moet echter veeleer gezien worden als een steun aan de zwakke lire, die de laatste tijd nogal te lijden heeft onder speculaties. De speculaties zijn mede het gevolg van de kracht van de Duitse mark die, na een zwakke periode van enkele maanden, vooral na de Amerikaanse discontoverlaging begon toe te nemen. De speculaties over een renteverhoging versterkten dit beeld alleen nog maar.



**F van Lanschot  
Bankiers nv**

SINDS 1737

Daar komt bij dat sinds het Deense 'nee' tegen Maastricht er toch al sprake is van grotere nervositeit, die zich met name tegen de zwakkere valuta's richt. De financiële markten realiseren zich nu weer dat een soepele overgang naar één Europese munt, zonder voorafgaande wisselkoersherzieningen, beslist nog geen vanzelfsprekende zaak is. Zowel de Italiaanse als de Spaanse centrale banken moesten meerdere malen intervenieren. De Italianen moesten zelfs hun disconto met 1% verhogen, zodat per saldo sprake is van een verhoging met 1,75% binnen tien dagen. Ook het Britse pond kwam onder druk en vormt nu de zwakste munt binnen het EMS. In de markt werd niet geheel uitgesloten dat de Britten een eventuele Duitse renteverhoging met het oog op hun nog altijd zeer zwakke economie niet zouden willen volgen, en daardoor tot devalua-

tie zouden moeten overgaan. De devaluatie-optie is overigens door premier Major krachtig van de hand gewezen. Om de druk op het pond enigszins weg te nemen heeft de centrale bank van Portugal, waarvan de munt binnen het EMS de sterkste positie inneemt, haar geldmarktinterventietarieven licht verlaagd.

#### Europese koersen

De beurs van Londen moest daags na de Duitse renteverhoging ruim 2% inleveren, na de daaraan voorafgaande weken ook al behoorlijk terrein te hebben moeten prijsgeven. Daarmee belandde de Britse beurs zelfs onder het niveau van voor de verkiezingen. Enkele beursintroducties werden uitgesteld of verliepen weinig succesvol. Geen klimaat dat uitnodigt tot omvangrijke privatiseringen.

Een periode waarin Engelse institutionele beleggers zich weinig interesseerden voor obligaties, maar zich vooral op aandelen wierpen lijkt te zijn afgesloten. Uit een onderzoek is gebleken dat het aantal investeerders dat de aankoop van staatsobligaties preferereert is verdubbeld, terwijl het aantal dat de aandelenbelangen wil uitbreiden op een dieptepunt voor dit jaar is beland.

De koersen in Parijs stonden sterk onder druk van de hoge rente en de effecten van de wegblokkades. Ook hier werden belangrijke steunniveaus in neerwaartse richting doorbroken. Sommige fondsen leverden de afgelopen maand zelfs meer dan 10% in. De koersen in Frankfurt zakten eveneens gestaag weg. De Dax-index belandde uiteindelijk onder de 1700, een verlies van 3%.

#### Forse maatregelen in Italië

In Italië, waar de regering het water tot aan de lippen is gestegen, zijn ingrijpende maatregelen aangekondigd om het begrotingstekort, nu 10,5% van het bnp, aan te pakken. In eerste instantie moeten de maatregelen een reductie van het begrotingstekort van 45 miljard gulden opleveren. Daarnaast heeft de nieuwe socialistische premier Giuliano Amato ingrijpende maatregelen aangekondigd die de structuur van de Italiaanse economie moeten verbeteren, waaronder een omvangrijk privatiseringsprogramma. De privatisering heeft vooral betrekking op de vier grote staatsholdings, IRI (industrie), ENI (energie), ENEL (elektriciteit) en INA (verzekeringen). Van deze concerns zal 20 tot 45% van het kapitaal overgaan in handen van de particu-

liere sector. Voor dit jaar hoopt de Italiaanse regering uit de privatisering een kleine zes miljard gulden vrij te maken. Ook de zeer royale pensioenvoorzieningen worden onder handen genomen. Dat er iets aan het begrotingstekort gedaan moet worden is zonneklaar: de netto staatsschuld nadert de 110% van het bbp, het dubbele van de EMU-eis van maximaal 60%. De rentebetalingen alleen al vormen ongeveer 20% van de overheidsuitgaven. Dit laatste maakt de overheidsuitgaven bovendien zeer gevoelig voor rentestijgingen, hetgeen nog wordt versterkt door het feit dat een deel van de overheidsschuld is geïndexeerd. Het kabinet steunt echter slechts op een kleine meerderheid en de vakbonden hebben al met stakingen bedreigd.

#### Meevallers in eigen land

Volgens de macro-economische statistieken blijft de economie zich bij ons redelijk positief ontwikkelen. Zo stegen de detailhandelsverkopten in mei met 3,3% ten opzichte van vorig jaar, nadat in het eerste kwartaal nog sprake was van een gestage teruggang van de groei. Met name de verkopen van schoenen en kleding stegen fors, al moet gezegd worden dat de volgende maanden weer een terugval te zien lijken te geven. Ook de ontwikkeling van de werkloosheid viel mee. Zij bleef dalen en lag in de periode april-juni met gemiddeld 286.000 circa 19.000 onder het cijfer van dezelfde periode van vorig jaar. Ten slotte lijkt ook het inflatiecijfer na de scherpe stijging vorig jaar weer de goede richting te hebben gevonden. Over juni daalde de inflatie tot 4%, na een hoogtepunt van 4,9% in december vorig jaar. Voor de komende maanden mag een verdere daling worden verwacht, met name de btw-verlaging in oktober een kan belangrijke bijdrage leveren.

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