

# Internationale conjunctuur

## Verenigde Staten

De Amerikaanse economie is in het tweede kwartaal met 3,8% op jaarbasis gegroeid. In het eerste kwartaal kwam de groei uit op 3,3%. Met name de bedrijfsinvesteringen en de export namen flink toe. De voorraadposities van het bedrijfsleven lieten echter een sterke stijging zien en dit duidt op een afvlakking van de groei in het lopende kwartaal. De consumentenbestedingen, ruwweg goed voor tweederde van het bbp, groeiden aanzienlijk minder snel dan in het eerste kwartaal. Ook andere factoren, zoals een licht gedaald consumentenvertrouwen en een afnemende werkgelegenheidsgroei, wijzen erop dat de economie in rustiger vaarwater is terechtgekomen.

De inflatie is onder invloed van stijgende prijzen van vooral energie en voedingsmiddelen (koffie) in juli met 0,3%-punt opgelopen tot 2,8%. Vanuit de lonen, veruit de belangrijkste bron van inflatie, is er op dit moment nog geen inflatoire druk te bespeuren; de arbeidskosten per eenheid produkt vertonen nauwelijks een stijging en dalen in sommige sectoren zelfs. Nu de groei van de economie daarboven enigszins lijkt te vertragen, verwachten wij dat de inflatie-ontwikkeling gematigd zal blijven.

Ondanks deze relatief gunstige inflatievooruitzichten heeft de Federal Reserve Bank (Fed) haar rentetarieven in augustus wederom verhoogd. Het discontoging van 3,5% naar 4% en de federal funds rate werd eveneens met 0,5%-punt verhoogd naar 4,75%. De maatregelen werden dan ook vooral ingegeven door de wens om een eventueel oplopen van de inflatie vroegtijdig in de kiem te smoren. Het is te verwachten dat de Fed dit beleid ongewijzigd zal voortzetten.

## Japan

Het economische herstel in Japan verloopt uiterst moeizaam en de groei komt in 1994 uit op mogelijk slechts 1%. De sterk geapprecieerde yen zorgt ervoor dat de export, traditioneel de motor van het economisch herstel, nauwelijks profiteert van het wereldwijd verbeterde economisch klimaat. Tegelijkertijd neemt de import sterk toe, waardoor per saldo een

negatief effect resulteert op de binnenlandse produktie. Gegeven de nog grote overcapaciteit in het bedrijfsleven, de hoge voorraadposities en de over het algemeen matige bedrijfsresultaten zullen ook de investeringen vooralsnog laag blijven en maar weinig aan het herstel bijdragen. Het zijn de consumentenbestedingen die de Japanse economie uit het dal moeten trekken. De koopkracht van de gemiddelde Japanner is flink toegenomen onder invloed van belastingverlagingen, een lage rente en het nagenoeg ontbreken van inflatie. Het vertrouwen van de consument is echter nog zeer gering, hetgeen wordt veroorzaakt door de verslechterde situatie op de arbeidsmarkt en de als gevolg hiervan toegenomen inkomensonzekerheid. Het bestedingsgedrag wordt hierdoor op korte termijn negatief beïnvloed. De overheidsbestedingen daarentegen nemen verder toe als gevolg van de eerder afgekondigde stimuleringspakketten. Dit kan bijdragen aan een geleidelijke terugkeer van het vertrouwen waardoor uiteindelijk ook de consumentenbestedingen aantrekken, hetgeen weer een gunstig effect heeft op de investeringen.

## Duitsland

De signalen over de Duitse economie worden steeds positiever. In het tweede kwartaal bedroeg de economische groei volgens voorlopige cijfers 2,0% ten opzichte van het tweede kwartaal in 1993. In het eerste kwartaal bedroeg de groei zelfs 2,1% ten opzichte van een jaar eerder. Positief is verder dat de stijging van de werkloosheid ten einde lijkt te zijn gekomen. In juni en juli was zelfs sprake van een lichte daling van het aantal werklozen.

Hoewel de feitelijke economische ontwikkelingen een groeiend optimisme rechtvaardigen zijn er ook minpunten. De koopkracht van de Duitse consument neemt in 1995 verder af als gevolg van lage cao-loonstijgingen en nieuwe belastingverhogingen, hetgeen een rem zet op de particuliere bestedingen. De inmiddels flink opgelopen lange rente en het feit dat er nog slechts weinig ruimte is voor verdere monetaire versoepeling door de Bundesbank werken evenmin positief

op de bestedingen. De groei van de economie blijft daarom voorlopig nog sterk afhankelijk van de export.

## Verenigd Koninkrijk

Ook de Britse economie groeit dit jaar veel sneller dan tot voor kort werd verwacht. De groei in het tweede kwartaal is onlangs opwaarts bijgesteld van 3,3% tot 3,7% op jaarbasis, terwijl het cijfer over het eerste kwartaal is bijgesteld van 2,6% naar 3,3%. Voor het hele jaar wordt nu een groei van 3,25% verwacht. De inflatie is de afgelopen maanden nog iets gedaald tot 2,3% op jaarbasis, maar zal naar verwachting geleidelijk oplopen tot iets boven de 3% in 1995 onder invloed van stijgende invoerprijzen en licht oplopende loonkosten per eenheid produkt. De werkloosheid daalt nu reeds enkele kwartalen achtereenvolgend, maar het aantal nieuwe banen groeit slechts weinig.

Het conjunctuurherstel is tot nu toe in belangrijke mate gebaseerd geweest op de groei van de consumentenbestedingen. Deze zijn de afgelopen twee jaren veel sterker gestegen dan de gemiddelde inkomens, hetgeen terug te voeren is op een toegenomen vertrouwen in de economie en de lage (hypotheek)rente. In het tweede kwartaal zijn de particuliere bestedingen minder snel gegroeid. De in april doorgevoerde belastingverhogingen hebben hier ongetwijfeld een rol in gespeeld. De groei van de investeringen en de export zorgde echter voor meer dan voldoende compensatie. Deze ontwikkeling duidt op een voortgang van het herstel, waarbij tevens sprake is van een meer gebalanceerde en derhalve minder kwetsbare groei.

## Frankrijk

De economische groei, die in Frankrijk aanvankelijk leek achter te blijven, is nu ook in een hogere versnelling gekomen en komt uit op ruim 1,5% in 1994. In 1995 loopt de groei naar verwachting verder op tot boven de 2,5%. De inflatie is de laatste maanden min of meer constant gebleven op een niveau van 1,7% en zal vermoedelijk geleidelijk oplopen richting 2% in de eerste helft van 1995. De industriële produktie toont een

voortgaande stijging en ondernemers verwachten dat deze lijn zich voorlopig voortzet. Als gevolg van een oplopende bezettingsgraad neemt ook de investeringsbereidheid toe. De groei van de consumptieve bestedingen lijkt daarentegen enigszins te stagneren, ofschoon het consumentenvertrouwen de laatste maanden wel is toegenomen. Positief is in dit verband dat de stijging van de werkloosheid inmiddels tot staan lijkt te zijn gebracht.

### Nederland

Evenals in de landen om ons heen is ook in Nederland sprake van een voorspoedig herstel. De groei komt in 1994 naar alle waarschijnlijkheid uit op meer dan 1,5% en in 1995 op ruim 2,5%.

Naast de export dragen nu ook de consumentenbestedingen flink bij aan het herstel. In het eerste halfjaar zijn deze gestegen met reëel 2,0% ten opzichte van een jaar geleden, waarbij in het tweede kwartaal sprake was van een groeiversneling tot 2,2% op jaarbasis. De industriële produktie, die in het eerste kwartaal nog slechts een bescheiden groei liet zien, is in het tweede kwartaal flink aangetrokken. In de eerste helft van het jaar bedroeg de produktiegroei 2% ten opzichte van de vergelijkbare periode in 1993. De grootste stijgingen vonden plaats in de sectoren chemie en elektrotechniek. De bezettingsgraad in de industrie is dit jaar inmiddels opgelopen van 80,3% tot 83,4%. Ondernemers zien hun orderportefeuilles nog steeds toenemen, waarbij naast een stijgende buitenlandse vraag nu ook de binnenlandse vraag aantrekt. De verbeterde situatie heeft voor veel bedrijven al geleid tot een opmerkelijk winstherstel.

Minder positief is dat de werkgelegenheid in de industrie nog steeds afneemt. Daarentegen is met name in de dienstensector en de bouw sprake van een stijging, waardoor het algehele beeld voor de werkloosheid inmiddels toch iets lijkt verbeterd. Het nieuwe 'paarse' kabinet onder leiding van premier Kok zet het bezuinigingsbeleid van de vorige kabinetten voort. Het begrotingstekort moet verder worden teruggebracht tot 2,9% van het bbp in 1998. Tegelijkertijd moet ook de collectieve lastendruk naar beneden. Volgens CPB-berekeningen neemt de werkgelegenheid als gevolg van de kabinetsplannen toe met 120.000 extra banen. De echte groei moet uiteraard komen van een verder economisch herstel.

### Rente en valuta's

De Amerikaanse dollar is de afgelopen maanden per saldo nauwelijks verder in koers gedaald. Wel waren de koersschommelingen groot en werd tot twee maal toe een dieptepunt van net boven de *f* 1,70 bereikt. Zelfs een renteverhoging in de Verenigde Staten kon in eerste instantie geen einde maken aan de daling van de dollarkoers. Een opmerkelijk snel herstel volgde echter na de bekendmaking van de definitieve cijfers over de groei in het tweede kwartaal. Deze duiden op een iets gematigder groeitempo en dat neemt de vrees voor een oververhitting van de economie weg en daarmee de angst voor een sterk oplopende inflatie. De dollar profiteerde hiervan door een stijging van de vraag naar dollarwaarden.

Binnen het EMS won de mark terrein ten opzichte van de meeste andere valuta's. De gulden moest ook iets inleveren, maar behoudt royaal haar positie als sterkste EMS-munt. De mark noteert op *f* 1,1230 nog royaal beneden de spilkoers. Hierbij moet wel worden aangetekend dat het negatieve verschil in de korte rente tussen Nederland en Duitsland inmiddels is omgeslagen in een klein positief verschil. Naarmate het economische herstel in Duitsland zich sterker toont zal de mark naar verwachting verder aan kracht winnen.

Belangrijk verlies was er voor de lire onder invloed van de aanhoudend negatieve publiciteit rondom premier Berlusconi. Een renteverhoging kon hieraan niets veranderen en had zelfs een averechts effect op de koers. Het Ierse pond volgde de bewegingen van het Britse pond en verloor licht terrein. Buiten het EMS kreeg de Zweedse kroon het zwaar te verduren toen in Zweden de rente werd verhoogd uit angst voor een oplopende inflatie. Later volgde enig koersherstel nadat de Zweedse regering vergaande maatregelen had aangekondigd ter bestrijding van het zeer hoge begrotingstekort en de staatsschuld.

De onrust op de Europese obligatiemarkten kan nog wel enige tijd aanhouden, ofschoon de laatste weken wel sprake is van een lichte verbetering van het sentiment. Na de onverwacht en uit specifiek nationale overwegingen doorgevoerde renteverhogingen in Italië en Zweden is de twijfel bij beleggers ten aanzien van de

richting van de rente toegenomen. Enerzijds lijkt een verdere renteverlaging in Duitsland niet noodzakelijk gelet op het voorspoedige herstel van de economie, anderzijds is het inflatiebeeld nog steeds gunstig. Het feit dat de Bundesbank in haar laatste vergadering heeft besloten de rentetarieven vooralsnog ongewijzigd te laten draagt bij aan deze onzekerheid.

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