

Conjunctuur

Krachtige groei wereldhandel

De wereldhandel vormt de motor achter het mondiale economische herstel. Het ziet er naar uit dat de wereldhandel dit jaar toeneemt met 7%, terwijl het IMF uitgaat van een verdere groei met 6% in 1995. Vorig jaar bedroeg de groei slechts 4%, terwijl het gemiddelde van de afgelopen twintig jaar op 5% ligt. De groei van de wereld-economie begroot het IMF voor dit jaar op 3% en voor 1995 op 3,5%. Opmerkelijk is dat voor beide jaren 5,5% groei voor de ontwikkelingslanden wordt voorzien, mede dank zij scherp hogere investeringen. Was de kapitaalstroom naar de ontwikkelingslanden in 1990 vrijwel stilgevallen, in 1993 bereikte deze een omvang van \$ 130 miljard. Een niveau dat in de eerste helft van 1994 overigens niet kon worden vastgehouden.



**F van Lanschot
Bankiers nv**

SINDS 1737

VS: werkloosheid daalt

In de Verenigde Staten werd met spanning uitgekeken naar de werkgelegenheids- en werkloosheidscijfers over de maand september. De publicatie bood voor elk wat wils, maar de interpretatie op de financiële markten was bijzonder positief. Het aantal banen buiten de agrarische sector nam toe met 239.000, minder dan de 250.000 waarop was gerekend. De werkloosheid daalde echter van 6,1% tot 5,9%, het laagste niveau in vier

jaar. Anderzijds werd het voorlopige cijfer ten aanzien van het aantal nieuwe banen over augustus ad 179.000 fors omhoog bijgesteld tot 246.000. De Index of Leading Indicators steeg in augustus met 0,6%, de sterkste stijging in vijf maanden.

Japan: herstel duidelijker

De tekenen dat de Japanse economie uit het dal omhoogkruipt worden voorzichtig sterker. Voor de derde maand in successie werden in augustus meer machines door het bedrijfsleven gekocht. De Japanse economie vertoont geen inflatie, volgens sommige waarnemers is zelfs sprake van een daling van het gemiddelde prijspeil. Inmiddels is wel sprake van economische groei, maar in een voor Japan te verwaarlozen mate. In het eerste halfjaar bedroeg de groei 0,4%, en voor het hele jaar gaan veel analisten uit van 1%, aantrekkend tot 2,5% in 1995. Opmerkelijk was de sterke stijging van de industriële productie in augustus met 3,8% ten opzichte van juli en met 3,6% ten opzichte van een jaar geleden; de grootste stijging in drie jaar.

De buitenlandse handelspartners van Japan waren aangenaam verrast door de daling van het overschot op de lopende rekening van de betalingsbalans van \$7,3 miljard in augustus 1993 tot \$6,2 miljard in dezelfde maand van dit jaar. De invoer vertoonde een scherpe stijging met 20,3%. Een forse stijging van de energie-import samenhangend met de hete zomer speelde daarbij een rol. Meer algemeen was sprake van een flinke toename van de invoer van consumentenproducten. Het tekort op de dienstenbalans nam scherp toe, terwijl meer kapitaal werd geëxporteerd.

Duitsland: aanwakkerende inflatie

In Duitsland werd het septembercijfer voor de stijging van de kosten van levensonderhoud verhoogd van de voorlopige raming van 2,9% naar 3%. Daarmee ligt het inflatieniveau nog steeds op dat van de vier voorafgaande maanden. De IG Metall heeft voor volgend jaar een looneis van 6% gesteld, opgebouwd uit 2,5% inflatiecorrectie en 3,5% produktiviteitsstijging. De uitkomst van de onderhandelingen zal echter, zo wordt algemeen

verwacht, aanzienlijk onder dit percentage liggen.

De orderontvangst bij de Duitse industrie liet in augustus een onverwachte teruggang zien met 2,2% ten opzichte van juli. Gerekend was op een bescheiden toename. Overigens lag de orderontvangst nog altijd 6,2% boven het niveau van een jaar geleden. Het grote aantal vakantiedagen kan van invloed zijn geweest, maar wel opmerkelijk is dat de teruggang vooral te wijten was aan de exportorders. Het lijkt erop dat de binnenlandse vraag in toenemende mate voor de economische groei moet zorgen, nadat de exportorders eerder de keer ten goede van de Duitse economie teweeg hebben gebracht. Dit wordt ook bevestigd door de groei van de detailhandelsverkopen in augustus met 1%, nadat in juli een opmerkelijke terugslag met 6% had plaatsgevonden. In de eerste acht maanden van dit jaar is de detailhandelsomzet in reële termen met 1% gestegen ten opzichte van een jaar geleden. De verdere daling van de werkloosheid in Duitsland met 142.400 in september was daarnaast eveneens goed nieuws.

Nederland: vertrouwen hoog

In Nederland lag het consumentenprijsniveau in september 2,7% hoger dan een jaar geleden, tegen 2,6% in augustus. In augustus zijn de detailhandelsverkopen ten opzichte van een jaar geleden toegenomen met 2,8%, waarvan 0,5% prijseffect. Bedacht moet echter worden dat augustus dit jaar een woensdag meer telde, hetgeen overeenkomt met circa 3% extra omzet. Hiervoor gecorrigeerd was er dus geen sprake van een omzetstijging. Overigens zet het herstel van het consumentenvertrouwen waarvan sedert begin 1993 sprake is, door. De index bevindt zich inmiddels duidelijk in het positieve gebied. Het producentenprijspeil lag in augustus 0,9% hoger dan een jaar geleden. De periode van dalende producentenprijzen werd twee maanden eerder al afgesloten. Daarna was sprake van stijgingen met 0,1% en 0,2%. Op het niveau van de producentenprijzen lijkt daarmee sprake van een trendbreuk.

De kersverse Nederlandse regering kreeg op voorhand reeds meningsverschillen ten aanzien van de besteding van eventuele financiële meevallers:

gebruiken voor verdere tekortreductie of aanwenden voor lastenverlichting? Minister Zalm van Financiën heeft laten berekenen dat bij een economische groei van 2,7% (in plaats van de 2% per jaar waarvan in de begroting voorzichtigheidshalve wordt uitgegaan) het financieringsstekort in 1998 niet op 2,9% uitkomt maar op 1,5%, en dat de overheidsschuld dan belandt op 75% van het bbp in plaats van de 80,4% die in september nog in de Miljoenennota werd genoemd.

Rente en valuta's

Sterke koersrally op obligatiemarkt

Op de internationale obligatiemarkten is de stemming de afgelopen weken radicaal omgeslagen. Aanvankelijk bleven de markten in mineur verkeren. Opnieuw kwamen namelijk in de Verenigde Staten cijfers beschikbaar die erop wezen dat de Amerikaanse economie nog altijd krachtig groeit. Zowel de orders voor duurzame goederen als de huizenverkoop en de gezinsconsumptie vertoonden in augustus een behoorlijke stijging. Toen vervolgens ook nog de conjunctuurindicator in augustus met 0,6% bleek te zijn gestegen, terwijl de orderontvangst van de industrie in augustus de sterkste toename sinds december 1992 liet zien, doken de obligatiekoersen verder in de min. Met grote spanning werd vervolgens uitgekeken naar de bekendmaking van de Amerikaanse werkgelegenheids cijfers voor september. Deze vormde echter het keerpunt in het marktsentiment. Want hoewel de werkloosheid met 5,9% aanzienlijk lager bleek te zijn uitgekomen dan de verwachte 6,1% (het percentage van augustus), reageerden de obligatiekoersen toch met een stijging omdat de feitelijke banengroei in september lager was dan de meeste marktpartijen hadden gedacht.

Duitse verkiezingen

Dit was het startsein voor een sterke koersrally. Vooral in Europa daalde de lange rente in een rap tempo. Daar speelde namelijk nog een andere factor de omslag in het marktsentiment in de kaart: de opiniepeilingen inzake de Duitse parlementsverkiezingen. Deze duiden steeds meer op een overwinning van de huidige conservatief/liberale regeringscoalitie. Op de financiële markten ziet men dat graag, omdat van een dergelijke

regering een strenger budgettair beleid wordt verwacht.

Niets kon vervolgens de positieve marktstemming doorbreken. Noch de opwaartse bijstelling van het Duitse inflatiecijfer voor september van 2,9% naar 3,0%, noch de looneis van de belangrijke IG Metall voor volgend jaar van 6% (verwacht wordt dat het daarmee niet zo'n vaart zal lopen), noch in eigen land de bekendmaking van het inflatiecijfer voor september, dat met 2,7% hoger uitkwam dan de 2,6% van augustus. Een nieuwe sterke impuls kregen de obligatiekoersen toen bekend werd dat de Amerikaanse producentenprijsindex in september met 0,5% was gedaald. De stijging van de Amerikaanse consumentenprijsindex in september, die de daarop volgende dag werd gepubliceerd, was met 0,2% conform de verwachtingen. Inmiddels is de tienjaarsrente in ons land, na aanvankelijk te zijn gestegen tot 7,73% (rendement jongste staatslening), gedaald tot 7,45%. In de Verenigde Staten staat de tienjaarsrente nu op 7,60%. De Japanse obligatiemarkt vormde, zoals wel vaker, overigens een uitzondering op de trend. Daar steeg de lange rente gedurende de afgelopen twee weken met ongeveer twintig basispunten tot 4,71% onder invloed van signalen dat de Japanse economie eindelijk wat uit het dal begint te klimmen.

Dollar blijft zwak

In tegenstelling tot de obligatiekoersen was voor de Amerikaanse dollar zeker geen sprake van een koersrally. Integendeel, handelaren beginnen steeds meer te wanhopen of het ooit nog wel goed komt met de dollar. Het bereiken van een deelakkoord inzake het Japans-Amerikaanse handelsdispuut kon de dollar niet wezenlijk opkrikken. Kortstondig ondervond de munt enige steun van het feit dat de spanning met Irak sterk opliep, maar met het verdwijnen van een directe dreiging ebdé ook het positieve effect op de dollar weer weg. Vooral teleurgesteld was de markt toen ook de sentimentsverbetering op de Amerikaanse obligatiemarkt na de bekendmaking van het gunstige cijfer voor de producentenprijsindex de dollar niet omhoog hielp; het dollaraanbod dat vervolgens loskwam duwde de koers van de Amerikaanse munt richting *f* 1,70. De verkiezingsoverwinning van de Duitse regeringscoalitie,

die gunstig werkte op de positie van de Duitse mark, leidde er toe dat dit niveau zelfs in neerwaartse zin werd doorbroken.

Het Britse pond, dat eerder mede onder invloed van de verhoging van de Britse basisrente was gestegen tot *f* 2,75, verloor eveneens enig terrein en noteert nu *f* 2,71. Naast de zwakke dollar speelde hierbij de bekendmaking van het zeer gunstige inflatiecijfer voor september een rol: 2,2%, tegen 2,4% in augustus. Dit verkleint de kans op een spoedige verdere verhoging van de basisrente in het Verenigd Koninkrijk.

De Duitse mark profiteerde, vooruitlopend op de parlementsverkiezingen, al van de voor het CDU/CSU gunstige opiniepeilingen en versterkte zijn positie binnen het EMS. Ten opzichte van de gulden boekte de munt echter pas na de verkiezingen een bescheiden koerswinst. De Duitse mark noteert momenteel rond de *f* 1,1205, nog steeds belangrijk lager dan de EMS-spilkoers van *f* 1,1267.

Bundesbank- en DNB-tarieven onveranderd

Op de geldmarkt viel de afgelopen weken nog steeds weinig te beleven. Al sinds juli hebben alle tarieven van zowel de Bundesbank als de Nederlandsche Bank geen enkele wijziging ondergaan. De eenmaands interbancaire tarieven schommelen daardoor al maanden rond de 5%. Wel verloopt de yieldcurve op de geldmarkt inmiddels aanmerkelijk steiler dan in de zomer, omdat het optimisme over verdere discontoverlagingen is afgenomen onder invloed van de gunstige Europese economische ontwikkeling en enkele renteverhogingen elders in Europa. De laatste week zijn de Duitse en Nederlandse eenmaands interbancaire tarieven overigens licht gedaald tot ongeveer 4,9%. Daarbij werd door marktpartijen geanticipeerd op een verkiezingsoverwinning van bondskanselier Kohl en de zijnen. Daarvan verwacht de markt zoals gezegd een strenger budgettair beleid dan van de oppositiepartijen, en dit zou ertoe kunnen leiden dat de Bundesbank zich minder snel genoodzaakt voelt om bij een opgeleefde conjunctuur een restrictief monetair beleid te gaan voeren.

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