

Conjunctuur

Kwakkelende conjunctuur

Beter nieuws uit de VS

In de Verenigde Staten was het macro-economische nieuws over nagevoel de gehele linie positief. Hiermee lijken de VS definitief koers te zetten naar een economisch herstel. De belangrijkste aanwijzing hiervoor is de groei van de consumptieve bestedingen, die de grootste component van de Amerikaanse economie vormen. De detailhandelsverkopen lieten over januari en februari een verrassende groei zien van respectievelijk 2,1% en 1,3%. Hoewel februari in verband met schrikkeljaar een dag extra telde, betekent dit dat consumenten de afgelopen maanden hun uitgaven sterk hebben verhoogd. Tevens liet het aantal woningverkopen in januari een toename van bijna 13% zien. Een flinke meevaller vormde de index of leading indicators die in januari voor het eerst in drie maanden weer toenam met 0,9%, terwijl gerekend was op een stijging van slechts 0,5%. Wel moet worden bedacht dat de stijging van de aandelenkoersen, als één van de componenten van de index, een sterk positieve invloed heeft gehad. Ook in het bedrijfsleven verbeterde het sentiment. Terwijl de orders voor kapitaalgoederen in januari met een groei van 1,5% herstelden van de slechte cijfers in december, liet ook de index van de inkoop managers een verbetering zien. In februari steeg deze index van 47,4% tot 52,4%, waarmee de index weer boven de magische grens van 50 uitkomt. In het algemeen wordt deze index als een van de betere toekomst voorspellers gezien. De werkgelegenheidscijfers vertoonden in februari een verrassende stijging van 164.000 banen, na een neerwaartse bijstelling van de daling in januari tot 149.000. Dit grote maandelijkse verschil kwam grotendeels voor rekening van sterke fluctuaties in de detailhandel. Desalniettemin is de werkloosheid in februari verder gestegen van 7,1% tot 7,3% door een toenemend aantal arbeidskrachten.

Dollar en rente

In de VS daalde de kapitaalmarktrente aanvankelijk naar aanleiding van een sterk tegenvallend consumentenvertrouwen. Naarmate echter de berichten over de Amerikaanse economie steun gaven aan de verwachting van een herstel van de groei liep ook de rente weer op. De werkgelegenheidscijfers over februari wisten slechts tijdelijk deze opwaartse tendens te doorbreken. Per saldo is de Amerikaanse kapitaalmarktrente de afgelopen weken met ongeveer 20 basispunten gestegen, waarbij het rendement voor dertigjarig papier boven de 8,0% is uitgekomen. Een discontoverlaging om het herstel van de economie te bespoedigen lijkt in de VS dan ook niet meer relevant. De markt lijkt eerder bevreesd dat een economisch herstel gepaard zal gaan met een sterk oplopende inflatie.

De dollar wist zich in maart gesteund door een sterk optimisme over het herstel van de Amerikaanse economie. Na een lichte daling op het eind van februari wist de dollar in de eerste week van maart de *f* 1,89 te bereiken, door op elk positief economisch nieuws te stijgen. Het toenemend vertrouwen in een economisch herstel drukte de verwachting van een nieuwe renteverlaging naar de achtergrond. Ten slotte moest de dollar weer enig terrein prijsgeven. Behalve dat sprake was van winstnemingen, zorgden ook gezamenlijke interventies van de centrale banken van Japan, Zwitserland en Canada voor enige druk op de dollar.

Japan

De berichten over de Japanse economie blijven wijzen op een voor Japan ongekende groeivertraging. De industriële productie vertoonde in januari voor de vierde achtereenvolgende maand een daling met 4,0%. Hoewel ondanks deze produktiedaling de werkloosheid vooralsnog met 2,1% laag blijft, daalde het aantal overuren van de beroepsbevolking in januari met 12% ten opzichte van het vorig jaar. Het laatste kwartaalrapport ('Tankan') van de centrale bank wijst inmiddels op een voortgaande stagnatie van de Japanse bedrijfsinvesteringen. Ook andere instellingen voorspellen dat na een daling van meer dan 10% van de investeringen in het begrotingsjaar 1991 in het volgende jaar sprake zal zijn van een verdere stagnatie. Het bedrijfsleven is dan ook sinds 1987 niet

meer zo pessimistisch geweest. Doordat de bedrijfsvoorraden blijven stijgen worden uitbreidingsplannen uitgesteld en neemt de groei van nieuwe kredieten verder af. Hoewel in februari de bankleningen nog met 4,1% toenamen zakt dit cijfer iedere maand verder weg, waarbij de particuliere sector tevens anticipeert op een lagere rente. De binnenlandse stagnatie werd ook bevestigd door de daling van de import in februari met 10% tot \$ 17,9 miljard. De gedaalde olieprijs is overigens mede verantwoordelijk voor de lagere importwaarde en drukt eveneens het inflatiecijfer over januari. Tegenover de daling van de import vertoont de export gedurende bijna twee jaar een maandelijks stijging. In februari steeg de export met 12% tot \$ 28,1 miljard, waardoor het handelsoverschot in één maand tijd verdubbelde tot \$ 10,2 miljard. Dit komt vanuit politiek oogpunt slecht uit, vooral gezien de toenemende weerstand in de VS over de Japanse exportprestaties, een onderwerp dat mogelijk stevig wordt aangegrepen in de komende verkiezingen. Enig positief nieuws wordt gevormd door de ontwikkeling van de inflatie, die in januari een verdere daling toonde tot 1,8% op jaarbasis.

Yen

De Japanse yen had niet alleen te lijden van een verslechterend economisch klimaat maar ook van onrust op politiek vlak. Een renteverlaging wordt van vele kanten bepleit maar de centrale bank houdt vol de noodzaak hiervan nog niet in te zien. Een belangrijke factor in dit verband vormt ongetwijfeld het streven om de koers van de Japanse yen ten opzichte van de Amerikaanse dollar omhoog te brengen, ten einde de concurrentiekracht van het Japanse bedrijfsleven niet extra te versterken. Gezien de reeds omvangrijke en stijgende handelsbalansoverschotten gaat hier een niet mis te verstaan internationaal politieke gevaar in schuil. Dat het voor de Japanse centrale bank moeilijk is om de yen zelfstandig tegen de richting van de markt via interventies te versterken, blijkt uit de stijging van yen/dollar koers tot 134. Met de verkiezingen in juli in het vooruitzicht zal het voor de regerende LDP moeilijk worden, nu ze geconfronteerd wordt met hardnekkige politieke schandalen, om in het Hogerhuis een meerderheid te krijgen. Ook het recente schandaal bij

het op één na grootste effectenhuis Daiwa vormt een nieuwe aanslag op de toch al zwakke reputatie van het financiële systeem.

Britse begroting teleurstellend

In Engeland leverde de ingediende begroting niet die stimulansen op waarop was gehoopt. Uit het feit dat in het komende begrotingsjaar met £ 28 miljard tweemaal zoveel moet worden geleend dan in het begrotingsjaar dat nu wordt afgesloten, mag worden afgeleid dat weliswaar wordt gestimuleerd, maar de mate waarin valt tegen, zeker tegen de achtergrond van de neerwaartse bijstelling van de groei tot 1% voor het komende begrotingsjaar. Hoewel gerekend was op een stimuleringspakket van £ 4 miljard, resulteerde slechts een bedrag van £ 1,5 miljard aan belastingvoordelen, met als belangrijkste punt een verlaging van het belastingtarief voor de eerste in-



**F van Lanschot
Bankiers nv**

SINDS 1737

komenschaal. De nieuwe begroting lijkt zeer teleurstellend voor de Conservatieven uit te pakken. Met het vooruitzicht van verkiezingen op 9 april, was verwacht dat de Conservatieven met behulp van een 'verkiezingsbegroting' hun positie in de opiniepeilingen zouden verstevigen. Vooral nog heeft de Labour echter een geringe voorsprong op de regerende conservatieve partij.

Pond

De koers van het Britse pond heeft de afgelopen weken in het teken gestaan van de nieuwe begroting. Een tegenvallend stimuleringspakket van de regerende Conservatieven in combinatie met een lichte voorsprong van Labour in de laatste opiniepeilingen heeft het pond onder druk gezet. Hierdoor is de spanning binnen het EMS met de Spaanse peseta verder toegenomen. Na een stijging van de Spaanse inflatie in februari van 5,9% tot 6,8% is de kans op een Spaanse renteverlaging, gevolgd door een zelfde maatregel in het Verenigd Koninkrijk, op korte termijn verkeken.

Europa door moeilijke fase

Het westelijk deel van Duitsland heeft over de laatste twee kwartalen van vorig jaar achtereenvolgens een negatieve groei van 0,5% op kwartaalbasis laten zien, met name als gevolg van een stagnatie van de investeringen. Voor geheel 1991 komt hiermee de groei uit op 3,1%. In voormalig West-Duitsland laten de laatste inflatiecijfers weer een versnelling zien. Voor februari komt het cijfer uit op 4,3% tegenover 4,0% in januari. Deze cijfers zullen, tegen de achtergrond van de moeizame loononderhandelingen, voornamelijk weinig bijdragen tot enige bereidheid van de Bundesbank om de monetaire teugels te laten vieren. Ook het bedrijfsleven wordt geconfronteerd met tegenvallers. De industriële productie in januari en februari daalde gemiddeld met 1,2% op jaarbasis. De nieuwe orders in de verwerkende industrie lagen 4,6% lager dan een jaar eerder. Opvallend was de daling van de werkloosheid in februari. Zowel in voormalig Oost- als West-Duitsland daalde de werkloosheid tot respectievelijk 16,4% en 6,8%. Echter het vooruitzicht van slechts 100.000 nieuwe banen in 1992 na het vijfvoudige in 1991 biedt voornamelijk weinig perspectief.

Een Duits onderzoeksinstituut publiceerde een rapport waarin de verwachting werd uitgesproken dat de inflatie aan het einde van het jaar op 2,5% zal uitkomen. Tevens werd gesteld dat een economisch herstel in de westelijke staten zich pas in 1993 zal aftekenen en dan nog beperkt zal blijven tot een groei van 2%. De bescheiden groei van slechts 1% voor het lopende jaar zal met name worden veroorzaakt door een groter aantal werkdagen en doordat in juli de tijdelijke solidariteitsheffing op de inkomstenbelasting zal vervallen. Voor de oostelijke staten wordt in 1992 een groei van 10% verwacht. Volgens het instituut komt hiermee voor het herenigde Duitsland in het lopende jaar de groei op 1,5% en voor het volgend jaar op 2,5%.

CPB stelt prognoses bij

In Nederland bevestigen de cijfers over 1991 de richting van de economische conjunctuur. Hoewel in 1991 de consumptieve bestedingen met 3,2% toenamen, werden deze deels gefinancierd via een daling van de besparingen en een stijging van het consumptief krediet. Ondanks een groei van de industriële productie met 2% in 1991, vertoonde de werk-

gelegenheid bij industriële bedrijven met meer dan 10 werknemers voor het eerst sinds 1985 een daling. Het CPB heeft dan ook haar groeiverwachting voor dit jaar gehalveerd tot 0,5%, hetgeen wellicht te pessimistisch is. De inflatie zal dit jaar onder het niveau van 4,9% van ultimo 1991 uitkomen, hoewel de inflatie in februari met 4,4% boven de 4,1% van januari lag. Geschoond voor medische kosten (plan-Simons) en indirecte belastingen bedroeg de inflatie echter maar 3,3%, tegenover 3,0% in januari. De loononderhandelingen voor de nieuwe CAO's liggen hier met gemiddeld 4% duidelijk boven.

Rente

In eigen land zette de kapitaalmarktrente aanvankelijk de dalende tendens voort na de sombere voorspelling voor dit jaar van het CPB. Deze stemming sloeg om toen de inflatie over februari van 4,4% werd bekendgemaakt. Hoewel de markt na een meer nauwkeurige beschouwing van het cijfer zich enigszins wist te herstellen, moest deze winst vervolgens weer worden prijsgegeven en trad een consolidatie op. Ten opzichte van Duitsland nam het rente ecart per saldo af tot rond de 35 basispunten. De tienjaars rente schommelt rond de 8,25%. De staat stelde de inschrijving op de laatste vijftienjarige lening opnieuw open. De korte guldensrente bleef onveranderd hoog, rond 9,5%. Het gerucht dat Nederland samen met België de korte rente, los van Duitsland, zou verlagen werd door DNB tegengesproken. Vanuit België werd minder negatief gereageerd. Volgens de gouverneur van de Belgische centrale bank mag de Belgische korte rente gezien de inflatie best iets lager zijn dan de Duitse. Bedacht moet echter worden dat eenzijdige rentemaatregelen van bij voorbeeld Frankrijk en Denemarken in het verleden kwalijke gevolgen voor de betreffende valuta hebben gehad.

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