

## Lagere dollar ondanks Duitse renteverlaging

### Amerikaan blijft optimistisch

De Amerikaanse groei in het vierde kwartaal van 1994 is fors naar boven bijgesteld van 4,6% naar 5,1%. De meest recente berichten uit de Verenigde Staten wijzen er op dat in het eerste kwartaal van dit jaar de groei lager zal uitkomen. Maar zoals altijd als de conjunctuur in een andere fase overgaat, wisselen positieve en minder gunstige berichten elkaar af. Vooral de rentegevoelige sectoren hebben het de laatste tijd wat moeilijker in de VS. Zo daalde in februari het aantal verkochte woningen met 14% ten opzichte van januari. Ook de orderontvangst voor duurzame goederen liet in februari een daling zien met 0,8% ten opzichte van de voorgaande maand.

De Amerikaanse index voor het consumentenvertrouwen vertoonde in maart echter juist een herstel van 99,4 tot 101,0, hetgeen bij sommige analisten de verwachting heeft doen postvatten dat in het voorjaar sprake zal zijn van flink hogere consumentenbestedingen en dat het met de voorspelde terugval in de economische groei wel zal meevallen. Eerder wezen de cijfers over de werkgelegenheid en de industriële productie er ook al op dat de economische groei nog steeds aan de hoge kant blijft.

Het handelstekort van de Verenigde Staten is in januari fors toegenomen tot \$ 12,2 mrd. In december 1994 bedroeg het tekort \$ 7,3 mrd en voor januari hadden analisten gerekend met een tekort van ongeveer \$ 8,5 mrd. De scherpe stijging werd vooral veroorzaakt door een daling van de export, onder meer naar Mexico, hetgeen een direct gevolg is van de enorme waardedaling van de

Mexicaanse peso. Het politiek gevoelige tekort met Japan liet in januari een beperkte daling zien. Hierbij speelde overigens een rol dat de belangrijke Japanse havenstad Kobe als gevolg van de aardbeving tijdelijk niet kon worden gebruikt. Naar verwachting zullen de lagere groei van de Amerikaanse economie en de koersdaling van de dollar in de loop van het jaar leiden tot een lichte verbetering van de Amerikaanse handelsbalanspositie. De invloed van de enorme koersval van de dollar ten opzichte van de Japanse yen en de sterke Europese valuta's op de handelsbalans moet overigens niet worden overschat. Ten opzichte van de valuta's van Amerika's belangrijkste handelspartners, Mexico en Canada, is de dollar sinds vorig jaar namelijk in waarde gestegen. De meeste Amerikanen liggen dan ook zeker niet wakker van de recente gebeurtenissen. Dit neemt niet weg dat de koersontwikkeling van de dollar ten opzichte van de munten van de grote crediteurenlanden als Japan en Duitsland wel degelijk zeer belangrijk is gelet op de grote buitenlandse schuld van de VS, die inmiddels ongeveer \$ 700 mrd dollar groot is. Als de internationale financiële wereld blijk zou geven van minder interesse om de Amerikaanse tekorten te financieren, hebben de Verenigde Staten immers een groot probleem.

### Japans herstel moeizaam

De Japanse economie vertoonde in het vierde kwartaal van 1994 een onverwacht forse krimp met 0,9% ten opzichte van het derde kwartaal. De consumptieve uitgaven daalden met 0,6% en particuliere bestedingen in de bouw daalden met 5,9%. De bedrijfsinvesteringen behaalden een nipte plus van 0,4%, terwijl de export met 2,3% toenam. Duidelijk is dat het economisch herstel in Japan nog uiterst pril is. De hernieuwde appreciatie van de yen (ten opzichte van de Amerikaanse dollar is de munt dit jaar al ruim 10% in waarde gestegen) komt daarom uiterst ongelegen. Het is overigens frappant dat de Japanse minister van Financiën, Takemura, een beschuldigende vinger wijst naar het Japanse bedrijfsleven dat, met het oog op het afsluiten van het boekjaar per 31 maart, een belangrijk deel van zijn tegoeden in de VS heeft gerepatriëerd en daarmee zelf medeverantwoordelijk is aan de recente koersstij-

ging van de yen. Takemura pleit er voor dat de Japanse centrale bank haar rentetarieven verder verlaagt om daarmee de opwaartse druk op de yen af te remmen. De Japanse regering zou daarnaast snel met een aanvullende begroting moeten komen, waarin, naast maatregelen ter ondersteuning van bedrijven die hebben geleden onder de aardbeving van januari, ook maatregelen moeten worden opgenomen om de gevolgen van de dure yen op te vangen.

### Duitsers vrezen lagere groei

In Duitsland werden de verwachtingen ten aanzien van de economische groei van verschillende kanten neerwaarts bijgesteld. De vrees bestaat dat Duitsland terrein zal verliezen op de exportmarkten ten gevolge van de stijging van de koers van de Duitse mark en de forse stijging van de loonkosten in enkele belangrijke sectoren, zoals de metaal en de chemie. Zo rekent het onderzoeksinstituut



F van Lanschot  
Bankiers nv

SINDS 1737

HWVA in plaats van 10% exportgroei nu op 8%. En in sommige werkgeverskringen gaat men ervan uit dat de economische groei dit jaar in plaats van de eerder geraamde 3% slechts op 2% zal uitkomen.

Ook minister van Economische Zaken Rexrodt wees op de gevaren voor de Duitse economie. Deze sombere voorspellingen lijken overigens deels politiek ingegeven, omdat nog niet alle loononderhandelingen zijn afgerond. Voorbij wordt bij voorbeeld gegaan aan de positieve bestedings-effecten van de loonsverhogingen, terwijl de consumentenbestedingen ongeveer tweederde deel uitmaken van het bbp en daarmee veruit de belangrijkste bestedingscategorie vormen. De kapitaalgoederenindustrie meldt daarnaast nog steeds een krachtige groei. In februari nam de orderontvangst bij de machine-

bouwers uit het buitenland met 17% toe, terwijl de orders van Duitse cliënten met 18% toenamen. De totale orderontvangst lag de afgelopen drie maanden 19% hoger dan een jaar eerder.

Een voordeel van de sterke Duitse mark is dat de importprijzen onder druk staan, waardoor de inflatie afneemt. Naar verwachting zal deze vanaf het huidige niveau van 2,4% nog verder dalen richting 2%. Dit gegeven vormde, naast andere overwegingen, een belangrijk argument voor de Bundesbank om onlangs de rente opnieuw te verlagen, hetgeen uiteraard ook een positief effect heeft op de economie.

#### *Vertrouwen in Nederlandse economie groeit*

In Nederland stabiliseerde de index van het consumentenvertrouwen in maart op het niveau dat was bereikt na het herstel van de voorgaande twee maanden. Nadat Nederland het lange tijd zonder moest doen, publiceert het CBS voortaan ook een index van het producentenvertrouwen. Het CBS stelt deze samen op basis van antwoorden op drie vragen uit de maandelijkse conjunctuurenquête. In de meeste westerse landen wordt een index van het producentenvertrouwen bijgehouden. Deze blijkt een waardevolle indicator van het na vier à vijf maanden te verwachten verloop van de produktie. De Nederlandse index heeft tussen medio 1993 en eind 1994 een indrukwekkende stijging te zien gegeven tot een niveau dat de laatste tien jaar niet werd bereikt. De eerste maanden van dit jaar heeft de stijging van de index doorgezet.

#### *Investerings in buitenland omhoog*

De gunstige ontwikkeling van de Nederlandse export resulteert in een fors overschot op de handelsbalans. Voor zover dit niet nodig is om reizen en andere uitgaven in het buitenland te betalen kan dit overschot in het buitenland worden geïnvesteerd. Vorig jaar gebeurde dat op grote schaal. De Nederlandse directe investeringen in het buitenland stegen met f 2,7 mrd tot f 21,4 mrd, waarbij vooral in Oost-Europa en het Verre Oosten flink meer aan de weg werd getimmerd. De buitenlandse investeringen in Nederland daalden daartegenover met f 3,6 mrd tot f 6,9 mrd. Naast de directe investeringen staan

de effectentransacties die door de jaren heen scherpe uitslagen te zien geven. In 1993 kocht het buitenland nog op grote schaal (f 24 mrd) Nederlandse effecten, maar begin 1994 sloeg deze stroom geheel om. Hoewel het buitenland in het tweede halfjaar 1994 weer voor f 5,3 mrd aan Nederlandse effecten kocht, was over het hele jaar toch sprake van een kapitaaluitstroom van f 24,9 mrd.

#### **Dollar onderuit, Duitse rente lager**

Op de internationale valutamarkten was opnieuw een hoofdrol weggelegd voor de Amerikaanse dollar. Aanvankelijk leek de munt zich te kunnen stabiliseren op een niveau van rond de f 1,57, maar toen de Federal Reserve Bank na haar laatste vergadering de rente ongewijzigd liet daalde de munt in korte tijd tot f 1,54. Een even snel herstel tot f 1,58 volgde toen de Bundesbank de financiële markten afgelopen donderdag verraste met een Duitse renteverlaging. Niemand had hierop gerekend na eerdere opmerkingen van de bank over de zorgelijke ontwikkeling van de producentenprijzen en de hoge loonstijgingen in Duitsland. Na de aanvankelijk positieve reactie concludeerde de markt dan ook dat de renteverlaging vooral lijkt te zijn ingegeven door wisselkoersoverwegingen en niet door de binnenlandse omstandigheden. Het gevolg was dat de dollar alle winst weer moest inleveren en momenteel zelfs nog lager noteert op f 1,53.

Ook de zwakkere Europese valuta's kwamen hierdoor opnieuw onder druk te staan, al kon een deel van de aanvankelijke koerswinst in de meeste gevallen worden behouden. De Zweedse kroon echter daalde tot een nieuw dieptepunt ten opzichte van de Duitse mark en de gulden, maar dat had te maken met uitspraken van de minister van financiën, Persson, die vindt dat er op dit moment geen extra bezuinigingen meer nodig zijn om de overheidsfinanciën verder gezond te maken. De Bank of Japan kocht de afgelopen weken regelmatig dollars aan, maar hiermee kon niet worden voorkomen dat de koers van de dollar onder de 87 yen zakte, opnieuw een naoorlogs dieptepunt. Tot een Japanse renteverlaging, waarop door menigeen wordt gerekend, kwam het vooralsnog niet.

#### *DNB volgt Bundesbank*

De kracht van de Nederlandse gulden maakte het De Nederlandsche Bank mogelijk om de Duitse renteverlaging geheel te volgen. De voorschotrente werd verlaagd van 4,5% tot 4%, terwijl de beleningsrente werd verlaagd van 4,8% tot 4,5%. De geldmarkttarieven in ons land gingen hierop uiteraard flink omlaag. Het éénmaands interbancair tarief, dat al geruime tijd schommelde rond de 4,98%, daalde tot 4,70%. Behalve in Nederland werden ook in België, Zwitserland en Oostenrijk de rentetarieven verlaagd. Frankrijk, waar onlangs juist een verhoging van de rente had plaatsgehad, heeft nog geen renteverlaging aangekondigd, vermoedelijk omdat men zo vlak voor de presidentsverkiezingen geen enkel risico wil nemen met betrekking tot de positie van de Franse franc.

#### *Obligatiemarkten profiteren niet*

Op de Amerikaanse obligatiemarkt veranderde de afgelopen twee weken aanvankelijk niet zoveel. De obligatiekoersen waren in de voorgaande weken zeer sterk opgelopen doordat beleggers meer en meer gingen geloven dat het inflatiegevaar is verminderd nu de groei van de Amerikaanse economie langzaam afzwakt. De stabilisatie van de obligatiekoersen in de afgelopen weken was daarom niet zo verwonderlijk. De hernieuwde koersdaling van de dollar vormde de reden dat de obligatiemarkt uiteindelijk in de verliezen terecht kwam.

Op de Europese obligatiemarkten bleven de koersen per saldo eveneens dicht bij huis. Aanvankelijk konden de meeste markten enige winst laten zien in navolging van de eerdere daling van de kapitaalmarktrente in de VS en de eerste reactie op de Duitse renteverlaging was eveneens positief. Toen echter twijfels begonnen te rijzen over de werkelijke beweegredenen van de Bundesbank moesten de obligatiekoersen weer terug. Alleen in Frankrijk en Italië konden de rendementen per saldo enige daling van betekenis laten zien als gevolg van de enigszins afgenomen druk op hun valuta's. In Duitsland en Nederland steeg de rente daarentegen zelfs licht.

---

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