

Conjunctuur

Lange rente schiet wereldwijd omhoog

In een maand tijd is de rente in veel landen met driekwart procentpunt gestegen. In de Zuidoepese landen zoals Italië en Spanje, waar de renteniveaus nog steeds relatief hoog zijn, werden de grootste stijgingen genoteerd. Een hoofdrol hierbij was weggelegd voor de VS. Nauwelijks waren de markten bekomen van de schrikten gevolge van de verhoging van de federal fund rate met 0,25%, of nieuw macro-economisch nieuws veroorzaakte onrust. Enerzijds was er de scherpe groei van de Amerikaanse economie met 7,5% in het laatste kwartaal, hetgeen de vrees voor oververhitting deed toenemen. Anderzijds kwam het bericht over de stijging van de prijsindex van de National Association of Purchasing Managers van 59,8 tot 67. Het rendement op dertigjarige Amerikaanse treasuries steeg tot bijna 6,90%.

Tegenover de opwaartse druk vanuit de VS stond van de kant van de Bundesbank aanvankelijk weinig tending. Een verdere verlaging van de Duitse geldmarkttarieven bleef uit. Daarentegen werd de markt onaangenaam verrast door de 6,25% coupon voor de tienjarige lening van de Treuhand. Daaroverheen kwam een onverwacht hoge geldgroei (M3) in januari met 20,6% op jaarbasis. Alle deskundigen zijn het erover eens dat hier een statistische vertekening in schuilgaat, maar voor de Europese obligatiemarkten was dit cijfer desastreus. In enkele uren vielen de obligatiekoersen met punten tegelijk alvorens een gedeeltelijk herstel intrad. Hierdoor steeg de Nederlandse kapitaalmarktrente over een breed front met een vol procent ten opzichte van het dieptepunt dat in januari werd geregistreerd. Het rendement op de dertigjarige staatslening steeg zelfs even tot boven de 7%.

Reeds geruime tijd verbazen waarnemers zich over de stijging van de kapitaalmarktrente in Europa die in het geheel niet past bij het macro-economische beeld. Dit wordt immers gekenmerkt door stagnerende groei en relatief lage inflatie die in sommige landen, waaronder Duitsland, zelfs nog verder daalt. Speculatieve kapitaalstromen blijken van tijd tot tijd echter van overheersende invloed op de bewegingen op financiële markten.

Duits loonakkoord

Van Duitse zijde kwam enige verlichting voor de Europese rentemarkten. De onderhandelingen in de Duitse metaal zijn, nadat regelmatig stakingsdreigingen de kop op staken, uiteindelijk succesvol afgesloten. De werkgevers en werknemers zijn een 2% loonstijging overeengekomen, ingaande op 1 juni. Daarnaast is de mogelijkheid geschapen voor werktijdverkortings met behoud van loon en zijn de bonussen bevroren. De Europese rentemarkten reageerden enthousiast, aangezien hiermee voldaan is aan een belangrijke voorwaarde van de Bundesbank voor een verdere versoepeling van het monetaire beleid. Het loonakkoord betekent namelijk dat de werknemers in de metaal akkoord gaan met een reële loondaling, zodat een inflatoire druk vanuit deze hoek afwezig zal blijven.

Aandelen reageren negatief

Nadat de aandelenkoersen op de meeste effectenbeurzen zich aanvankelijk herstelden van de schrikreactie op de renteverhoging in de Verenigde Staten, werd begin maart een nieuwe klap toegebracht door de scherpe inzinking op de obligatiemarkten die werd ingegeven door goed macro-economisch nieuws uit de Verenigde Staten en de extreem hoge Duitse geldgroei cijfers. De markten waren uiterst nerveus en in verschillende landen moest de handel (bijna) worden stil gelegd omdat maximaal toegelaten koersdalingen werden bereikt.

De meeste Europese beurzen hebben sinds januari een behoorlijke reactie laten zien en staan nu 10 tot 15% onder de eerdere hoogtepunten van dit jaar. In Hong Kong is de terugslag nog forser: de Hang Seng-index zakte tegenover een eerder record van 12.200 per saldo met bijna 19%. Ook de andere Aziatische tijgers heb-

ben de afgelopen weken aanzienlijke koersdalingen moeten incasseren. De Noord Amerikaanse beurzen hebben beperkt terrein moeten prijsgeven, terwijl Japan nog vrij dicht bij het eerdere hoogtepunt van 20.400 voor de Nikkei Dow Jones is gebleven. Opvallend is dat aan het emissiefront de activiteit zienderogen toeneemt. Steeds meer ondernemingen lijken snel gebruik te willen maken van de hoge koersen om het eigen vermogen te versterken.

Valutamarkten relatief rustig

Opvallend was dat in deze turbulente weken voor de obligatiemarkten en in iets mindere mate voor de aandelenmarkten de valutaverhoudingen relatief stabiel bleven. De vlucht van met name Amerikaanse beleggers uit Europese obligaties bleek weinig gevolgen te hebben voor de koers van de dollar, die ten opzichte van de gulden rond de f 1,93 bleef fluctueren. Alhoewel de vrees voor verdere renteverhogingen zich normaal gesproken zou moeten vertalen in een stijging van de dollar, waren er twee factoren die enige tegenstand boden. Ten eerste resulteerde de dreiging van Japans/Amerikaanse handelsoorlog via de instelling van een Super 301 procedure van de Amerikanen tegen Japan in een neerwaartse druk op yen/dollar verhouding. Ten opzichte van de gulden liep de yen op tot bijna ¥ 185 (per 100 yen). Daarnaast veroorzaakte de extreem hoge Duitse geldgroei een hernieuwd pessimisme omtrent de snelheid waarmee de korte rente in Europa zal worden verlaagd. De Bundesbank verlaagde de reporente marginaal van 6% tot 5,97%. Alhoewel zoals gezegd de valutamarkten zich relatief rustig hielden, is wel weer kenmerkend dat in dit soort turbulente tijden de gulden ten opzichte van de overige Europese valuta's iets aan kracht weet te winnen.

Nieuwe groei in de VS

Het cijfer voor de Amerikaanse economische groei in het laatste kwartaal van 1993 is verder opwaarts bijgesteld: van 5,9% tot 7,5%, het hoogste cijfer in de afgelopen tien jaar. Voor heel 1993 komt de economische groei uit op 3%.

Voor het lopende kwartaal wordt, weinig verrassend overigens, rekening gehouden met een lagere groei.

Aan exacte voorspellingen durven weinig waarnemers zich te wagen, daar de aardbeving in Los Angeles en de extreme koude in het Oosten een verstorende invloed hebben uitgeoefend op de economische activiteit. Op de huizenmarkt heeft het koude weer in januari een daling in de verkopen veroorzaakt van maar liefst 20% ten opzichte van het niveau van december. De werkloosheid blijft zich evenwel positief ontwikkelen. In februari is dankzij een groei van het aantal banen met 217.000 de werkloosheid gedaald tot 6,5%, tegenover 6,7% in januari. Ondertussen is wel de vrees voor een oplopende inflatie verder aangewakkerd. Het onderliggende inflatiecijfer over het vierde kwartaal ligt met 2,3% nog steeds op een relatief laag niveau, maar de laatste peiling bij inkoopmanagers toont dat prijzen in februari relatief sterk zijn gestegen. Prijsveranderingen door de producenten neigen met een vertraging van zes tot negen maanden door te werken in de consumentenprijzen, hetgeen betekent dat in de tweede helft van dit jaar de inflatie een stijging zou kunnen laten zien.

Bodem Japanse recessie in zicht

De Bank of Japan signaleert in haar laatste kwartaalbericht tekenen van een bodem in de langdurige recessie, die vooral de industrie zwaar heeft getroffen. Na de val van de industriële productie met 6,1% in 1992 was vorig jaar sprake van een verdere daling met 4,5%. De vertrouwensindex bij industrie stagneerde het afgelopen kwartaal op minus 56. Vooral het nog steeds te hoge voorraadniveau baart Japanse ondernemers zorgen, waardoor de investeringen ook in 1994 verder zullen afnemen. Overigens wijzen waarnemers erop dat de enquête van de Bank of Japan plaatsvond voorafgaande aan de hernieuwde koersstijging van de yen en de publicatie van het laatste economische stimuleringsprogramma, dat velen tegenviel. Inmiddels is bij het G7-overleg van eind februari druk uitgeoefend op Japan om de economie verder te stimuleren. Vooral vanuit de Verenigde Staten wordt geklaagd dat Japan op dit gebied nog niet voldoende heeft gedaan. Na het mislukken van het bilaterale handelsoverleg dreigen de Verenigde Staten een handelsboycot via het Super 301 wetsartikel af te kondigen.

Duitse bedrijven hopen op export

De Duitse inflatiecijfers zijn in februari weer wat lager uitgekomen dan in januari: 3,3% tegenover 3,5%. De bekendmaking van een geldgroei van 20,6% over januari verjaagde echter alle hoop op een versoepeling van het monetaire beleid. Het grootste deel van deze stijging kwam voor rekening van incidentele factoren, zoals het verdwijnen van een gunstige belastingmaatregel voor huizenkopers. Uit de recente berichten blijkt



SINDS 1737

eens te meer dat dit jaar het herstel voor de Duitse economie vanuit de export moet komen. De detailhandelsverkopen in december 1993 liggen aanzienlijk lager dan een jaar eerder. Daarnaast kwam de stijging van de fabrieksorders in januari met reëel 2% volledig voor rekening van het buitenland. Ook het onderzoeksinstituut in Kiel, als één van de 'Vijf Wijzen', is optimistischer gestemd over met name de ontwikkeling van de export. De regering wordt in het huidige verkiezingsjaar bestookt door de oppositie, als zou zij uitgaan van te optimistische groeiprognozes. Waar de consensusverwachting zich namelijk onder de 1% bevindt, hanteert de regering een groeiprognoze van maximaal 1,5%.

Gunstige perspectieven Frankrijk

In Frankrijk was in het vierde kwartaal van vorig jaar sprake van een bbp-groei met 0,2%. De daling over het gehele jaar kon daardoor worden beperkt tot 0,7% (reëel). Voor het lopende jaar wordt uitgegaan van 1,4% groei, gelijk aan het over 1992 gerealiseerde cijfer. De gunstiger perspectieven zijn vooral te danken aan verbeterde exportverwachtingen. Vorig jaar wist Frankrijk het overschot op de handelsbalans te verdrievoudigen tot FF 87,3 mrd. Deze, hoger dan verwachtte, vooruitgang was overigens

niet alleen te danken aan een hogere export, maar ook aan een gedaalde invoer onder invloed van de stagnerende binnenlandse economie.

Nederlandse groei 0,3%

De Nederlandse economie is vorig jaar met 0,3% gegroeid, het laagste niveau sedert 1982 (toen sprake was van een krimp met 1,4%), maar een prestatie die gunstig afsteekt bij de gang van zaken in de meeste omliggende landen. In het vierde kwartaal kwam de economische groei uit op 0,5%. Er zijn tekenen die wijzen op een ombuiging van de trend van afnemende economische groei waarvan sedert 1989 in ons land sprake is. Met de orderpositie bij producenten van consumenten- en investeringsgoederen wil het nog niet zo vlotten, zo blijkt uit de laatste conjunctuurtest. Bij de producenten van halffabrikaten is echter sprake van een verbetering. Deze sector loopt gewoonlijk het verst vooruit op een conjunctuuromslag. Het CBS spreekt van het eerste sterkere signaal dat de conjunctuur weer aantrekt. Naar verwachting zal de industriële productie binnen enkele maanden weer aantrekken. Ook het consumentenvertrouwen herstelt zich langzaam, zo blijkt uit de laatste cijfers over februari.

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