

## Conjunctuur

# Meevallende groei cijfers

Afgezien van, over het algemeen sterk fluctuerende, tegenvallende cijfers uit de bouw, was de onderliggende toon van het nieuws uit de VS overwegend positief. Zo liet de index van het consumentenvertrouwen een verdere toename zien van 65,1% in april tot 71,6% in mei, terwijl ook de orders voor duurzame goederen voor de vierde achtereenvolgende maand in april een stijging vertoonden, ditmaal van 1,4%. Beide verbeteringen overtroffen de verwachtingen. Tenslotte is de groei van het BBP over het eerste kwartaal naar boven bijgesteld. Terwijl aanvankelijk nog werd uitgegaan van een groei van 2%, is vervolgens de groei herzien tot 2,4%.

Opmerkelijk is de ontwikkeling van de handelsbalans. Na een daling van het tekort in februari tot \$ 3,3 miljard, het laagste in de afgelopen negen jaren, werd vervolgens in maart een onverwacht groot tekort geboekt van \$ 5,8 miljard, waarvan het merendeel voor rekening kwam van de handel met Japan.

De Amerikaanse aandelenmarkt heeft het moeilijk met het doorbreken van het 3400-niveau waar de Dow Jones al eerder naar toe steeg. Positief is overigens dat de forse stroom emissies goed wordt opgevangen. De uitgifte van 50 miljoen aandelen door General Motors kon op het laatste moment met 5 miljoen stuks worden verhoogd dank zij de grote vraag. Indachtig het gezegde dat "wat goed is voor General Motors goed is voor de beurs", geeft dit aanleiding tot enig optimisme. Een tweede ronde van negatief nieuws rond Olympia & York kon de beurs deze keer niet van slag brengen.

### Japan zakt verder weg

De economische indicatoren in Japan blijven nog steeds negatief. De detailhandelsverkoop daalden in april ten opzichte van dezelfde periode vorig jaar met 0,2%, doordat Japanse consumenten met name bij de aankoop van luxe artikelen voorzichtig worden. De terugvallende

vraag vindt zijn weerslag in de industriële productie. Voor de zevende maand in successie liep deze in april terug, nu met 5,5% ten opzichte van een jaar geleden. Desalniettemin blijft de produktiereterval achter bij de vraaguitval, waardoor de voorraden met 6,2% gestegen. Dit impliceert tevens dat bij een herstel van de consumptieve vraag de productie pas met enige vertraging zal volgen. April was de zestiende achtereenvolgende maand waarin Japan ten opzichte van dezelfde periode een jaar eerder een groter handelsoverschot realiseerde. Na een recordoverschot in maart werd in april ondanks een importstijging een surplus van \$ 7,16 miljard behaald, 13% meer dan in april 1991. De sterke stijging van het overschot met de VS tot \$ 3,3 miljard biedt evenwel voor de, altijd veel later te publiceren, Amerikaanse handelscijfers weinig positieve vooruitzichten. Hierdoor neemt het risico van protectionistische stappen door de VS verder toe.

Het herstel op de beurs van Tokio lijkt niet door te zetten. Nadat de Nikkei Dow Jones enige weken bleef hangen tussen 18.000 en 19.000, zakte deze uiteindelijk onder de 18.000-grens. Vanuit het bedrijfsleven kwam een reeks van teleurstellende winstcijfers, onder meer uit belangrijke sectoren zoals het bankwezen, de computerindustrie, de consumentenelektronica en de cameraproducten. Negatief voor het marktsentiment was ook een nieuw geval van effectenfraude, terwijl ook de stijgende olieprijs een negatieve factor vormde.

### Groei Europa valt mee

Naast Nederland, met een verrassend hoge groei van 3,4%, lieten ook Duitsland en Frankrijk voor het eerste kwartaal boven verwachting gunstige groei cijfers zien. Daarnaast vertoont het handelsoverschot in beide landen eveneens een positieve ontwikkeling.

Nadat in Duitsland enkele weken geleden de groei over het eerste kwartaal ten opzichte van het eerste kwartaal in 1991 officieel op 1,2% werd geraamd, bedroeg volgens het onderzoeksinstituut DIW de groei zelfs 1,5%. Vervolgens heeft het Ministerie van Economische Zaken als gevolg van het zachte winterweer het groeipercentage verhoogd tot 2,5% à 3%, al wordt voor het lopende kwartaal een afvlakking van de groei voorzien. De inflatie en de geldgroei lijken evenwel te dalen. Terwijl de in-

flatie in mei met 4,5% fractioneel onder de 4,6% van april uitkwam, is ook de geldgroei in april met 8,8% lager dan de herziene 9,4% in de voorgaande maand. Daar staat echter tegenover dat het vertrouwen van de consumenten op het laagste peil staat sinds het begin van de jaren tachtig.

In Duitsland was in de tweede helft van mei sprake van een vaste stemming op de aandelenmarkt. Binnen een week steeg het DAX koersgemiddelde met ruim 4,5%. Het 1800-niveau, dat sedert augustus 1990 niet meer was geregistreerd, werd in opwaartse richting doorbroken. Het wegebben van de vrees voor renteverhoging speelde hierbij een rol.



Het terugkeren van de arbeidsrust, niettegenstaande de in het algemeen forse loonsverhogingen, werd per saldo als positief ervaren. Daarnaast maakten analisten melding van positieve verwachtingen ten aanzien van de ontwikkeling van bedrijfswinsten in belangrijke sectoren zoals banken, machinebouw en staal. Het Franse bureau voor de statistiek, INSEE, berichtte dat het Franse BBP in het eerste kwartaal 1,9% hoger lag dan een jaar geleden. Ten opzichte van het laatste kwartaal van 1991 bedroeg de groei 1,1%, terwijl gerekend was op 0,1%. De export en daarbinnen vooral de transportsector speelde een belangrijke rol in de meevallende groei. Deze sterke bijdrage van de export aan de groei van de economie komt duidelijk tot uitdrukking in de handelsbalans. Terwijl over de eerste vier maanden van 1991 nog een tekort van FF 16,5 miljard werd gerealiseerd, is dit tekort in dezelfde periode voor dit jaar omgeslagen in een overschot van FF 12,8 miljard. Zorgkind blijft echter de werkloosheid, die in april de grens van 10% bereikte. Voor het Verenigd Koninkrijk zijn de economische data vooralsnog minder positief. Het bbp daalde het eerste kwartaal met een tegenvallende

1,6%, waarbij het VK als olieproducerend land juist de nadelen ondervond van de zachte winter. Daarnaast lieten de winkelverkoppen in april slechts een toename zien van 0,8%, terwijl het handelstekort in die zelfde maand een stijging liet zien van 53% tot £ 1,36 miljard. Toch verwacht de Confederation of British Industry (CBI) een herstel van de productie in de tweede helft van het jaar en bevinden de orderportefeuilles zich op het hoogste niveau sinds 1990.

**Rente en valuta**

Aanvankelijk hadden speculaties in de VS en in Duitsland over een vergroting van het korte rente-ecart tussen de beide landen hun weerslag op de obligatiemarkten. Hieraan ten grondslag lagen verwachtingen omtrent sterk divergerende geldgroei cijfers voor beide landen.

Op de Amerikaanse obligatiemarkt werd aanvankelijk met koerswinsten vooruitgelopen op een renteverlaging van de Fed. Toen evenwel bleek dat de Fed, gesteund door een geldgroei die met 2,8% binnen de gewenste doelzone van 2,5% tot 6,5% lag, de korte rente onveranderd liet, moest de Amerikaanse obligatiemarkt weer terrein prijsgeven.

Op de Duitse obligatiemarkt werd in eerste instantie optimistisch gereageerd op het loonakkoord in de Duitse metaal. Vervolgens werd er echter rekening mee gehouden dat de Bundesbank, op grond van de angst voor een loonprijsdijspiraal en in verband met nog steeds veel te hoge geldgroei cijfers, wellicht zou kunnen besluiten de rente te verhogen. Toen bleek dat de geldgroei met 8,8% in april een verdere daling heeft vertoond en de inflatie met 4,5% tevens over het hoogste punt heen is, zag de Bundesbank echter geen reden de rente te verhogen. De obligatiemarkt pakte hierna de positieve stemming weer op. De obligatiekoersen kwamen evenwel enigszins onder druk na de opmerking van de Bundesbank dat een renteverlaging voor de komende maanden niet op het programma staat.

Ook de Franse obligatiemarkt heeft op het eind van de maand weer een deel van de winst moeten prijsgeven, nadat een meevallende groei over het eerste kwartaal een volgende eenzijdige monetaire verruiming minder noodzakelijk maakte. Op de Britse obligatiemarkt hield het optimisme stand, nadat cijfers aantoon-

den dat het herstel van de Britse economie zich in een langzaam tempo voltrekt.

*D-mark en frank sterk t.o.v. dollar*  
 Speculaties over de richting van het monetaire beleid in de VS hadden niet alleen een daling van de obligatiekoersen tot gevolg maar gaven tevens aanleiding voor een druk op de dollar. De vrees voor een verdere vergroting van het ecart met de officiële rentetarieven in Duitsland drukte de dollar tot onder de DM 1,60. Ten opzichte van de gulden werd de f 1,80 doorbroken. De dollar wist weer aan kracht te winnen na het uitblijven van een monetaire verruiming en nadat bleek dat positieve economische cijfers een renteverlaging ook voor de nabije toekomst minder noodzakelijk maken. Ook de hogere olieprijs gaf enige steun aan de dollar. Ten slotte moest de dollar echter terrein prijsgeven na tegenvallende wekelijkse geldgroei cijfers en door de interventies van de Japanse centrale bank. De Japanse centrale bank trachtte de yen te versterken ten opzichte van de dollar om op deze manier het groeiende bilaterale handelsoverschot een halt toe te roepen. De twee valuta's die het meeste wisten te profiteren van de zwakkere dollar, waren de Duitse mark en de Franse frank. Nadat de Duitse mark aanvankelijk nog gedrukt werd door de problemen bij de loononderhandelingen, zorgden na de loonakkoorden speculaties over een renteverhoging voor een herstel van de Duitse valuta. Hierbij verkozen de financiële markten de Duitse mark boven de dollar als 'safe haven'. Hoewel de Bundesbank de rente vervolgens ongewijzigd liet, zorgde de opmerking dat ook voor de komende maanden ruimte voor een renteverlaging ontbreekt, voor een krachtigere Duitse mark, waarbij het hoogste niveau sinds maart werd bereikt. De zwakte van de dollar kwam ook tot uitdrukking in de Franse frank. Alhoewel de Franse centrale bank al heeft laten zien het huidige krappe monetaire beleid van de Bundesbank niet blindelings te zullen volgen, zijn de financiële markten vol vertrouwen in de kracht van de Franse economie. De Franse frank noteerde dan ook eind mei het hoogste niveau in dit jaar.

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