

## Na matig 1993: goede vooruitzichten voor 1994

Grote economische contrasten kwamen in 1993 aan het licht. De Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk lieten een economisch herstel zien, al voltrok dit zich aanmerkelijk trager dan na voorgaande recessies. Voor een groot deel was dit terug te voeren op de zwakke economische performance elders in de Westerse wereld. Niet alleen continentaal Europa maar ook Japan zag zich geconfronteerd met een economische teruggang. Continentaal Europa leek in de tweede helft van het jaar evenwel het dieptepunt achter de rug te hebben en de economische cijfers boden het vooruitzicht op een lichte verbetering.

In de Verenigde Staten liet de economie, gesteund door een lage inflatie en rente en een vertrouwensherstel bij zowel consumenten als producenten tegen het eind van 1993 een groeiversnelling zien na een enigszins matig eerste halfjaar. Voor het gehele jaar wordt gerekend op een groei van 3%. In Japan kwam naast de teruglopende binnenlandse bestedingen door de sterke yen ook de export onder druk. De stimuleringsmaatregelen van de overheid bleken onvoldoende sterk om dit te compenseren. Gevolg was dat de Japanse economie in 1993 een pas op de plaats heeft moeten maken.

In Europa ontstond in het tweede halfjaar van 1993 langzaam de indruk dat de bodem van de recessie achter de rug was. Voor duidelijke tekenen van herstel was het echter nog te vroeg. In Duitsland ging een scherpe daling van het bbp met 2 1/4% gepaard met een sterke stijging van de werkloosheid. Wel lag op het eind van het jaar de inflatie ongeveer 1% onder het niveau van januari. Het Verenigd Koninkrijk liet in 1993 een verrassend sterke groei zien van 2%. Het herstel werd gedragen door de binnenlandse vraag. De inflatie daalde daarbij tot historisch lage niveaus. Hiermee kwamen de korte termijn voordelen zichtbaar van een politiek

van groeistimulering door middel van een onafhankelijk monetair beleid en een expansief budgettair fiscaal beleid. Nederland wist als één van de weinige Europese landen in 1993 een daling van het bbp te voorkomen en een nulgroei te realiseren, waarbij de signalen in de tweede helft van het jaar al weer iets beter oogden. Belangrijkste bijdrage kwam van de particuliere consumptie. Ook hier vertoonde evenwel de werkloosheid een sterke stijging. De inflatie liet ten opzichte van het voorgaande jaar een sterke daling zien tot 2 1/4%.

### Hogere groeicijfers in 1994

Voor alle geïndustrialiseerde landen zijn de vooruitzichten voor 1994 positiever dan het afgelopen jaar. Belangrijke stimulansen vormen de sterk gedaalde rente en een herstel van het consumentenvertrouwen. Voor de Angelsaksische landen betekent dit mede een toename van de investeringen een verder aantrekken van de groei. Continentaal Europa en Japan zullen na de recessie in 1993 weer een aarzelende positieve groei laten zien. De groei van de wereldhandel zal rond de 3% blijven steken. Van de overheden zal volgend jaar geen bijdrage aan de groei komen. Nadat in 1993 in bijna alle westerse landen (m.u.v. de VS) de overheden de tekorten zagen oplopen, ontkomt men in 1994 niet aan een verkrapping van het overheidsbeleid.

### Inflatie vormt geen bedreiging

Nadat in 1993 de inflatie sterk is gedaald, waardoor wereldwijd ook de rente kon dalen, wordt voor 1994 gerekend op een laag blijvende inflatie. Wel kunnen overheden via hogere belastingen enige inflatoire druk genereren. Dit geldt eveneens voor een mogelijke lichte prijsstijging van olie- en andere grondstoffen. Belangrijker is echter dat de combinatie van hoge werkloosheid en lage bezettingsgra-

den via de lonen een deflatoire werking zal uitoefenen. Het hersteltempo zal in 1994 te zwak blijven om hierin op korte termijn verandering te brengen. Belangrijkste uitzondering vormt het Verenigd Koninkrijk, waar de inflatie vanaf het huidige dieptepunt in 1994 een lichte stijging zal laten zien.

### Positief effect handelsakkoorden

Het NAFTA-akkoord dat recent is afgesloten heeft weer schot gebracht in de lang slepende GATT-onderhandelingen. Liberalisatie van de wereldhandel biedt op langere termijn belangrijke voordelen. Door de afschaffing van getarifeerde prijsopslagen kan de inflatie in de wereld structureel op een lager niveau uitkomen. Daarbij kan het GATT-akkoord een stimulans voor de wereldhandel en de groei van de wereldeconomie betekenen, doordat de productie zich zal verplaatsen naar de meest efficiënte lokaties. Wel vereist dit een heroriëntatie van het industriebeleid in de geïndustrialiseerde landen, aangezien zij een deel van de productie zullen zien wegvloeien naar de lage loonlanden.

### Groeiprognozes

In de Verenigde Staten wordt met name steunend op de binnenlandse vraag maar tevens geholpen door een toename van de wereldhandel, een licht hogere groei van 3 1/4% voorzien. Door een toename van de industriële productie en dus de werkgelegenheid kan de consumptiegroei op peil blijven. Gestimuleerd door de lage rente zullen tevens de investeringen stijgen. De groei zal enigszins beperkt worden door een hogere lastendruk door de overheid. Hoewel de inflatie ook in 1994 relatief laag kan blijven op gemiddeld 3 1/4%, zal de inflatie in de tweede helft van 1994 door hogere lonen en grondstofprijzen eind 1994 weer wat oplopen. De Amerikaanse Fed zal hierop anticiperen met een lichte verhoging van de officiële tarieven. Japan zal pas tegen het tweede halfjaar de opgaande lijn weer kunnen oppakken, zodat over het gehele jaar een groei van 1% wordt verwacht. De inflatie zal door de sterke yen, minimale loonstijgingen en belastingverlagingen met eveneens 1% laag blijven. Bij een nog verder stijgende werkloosheid zullen consumenten slechts aarzelend hun vertrouwen terugwinnen. Door de

Tabel 1. Economische kerngegevens, %

	Groei bbp		Inflatie	
	1993	1994	1993	1994
VS	3	3,25	3	3,25
Japan	0	1	1	1
West-Duitsland	-2,25	0,75	4	3
VK	2	2,75	1,75	3
Frankrijk	-1	1	2,25	2

sterke yen zal het handelsoverschot een beperkte daling vertonen.

Hoewel in Duitsland voor 1994 een kentering in de economie wordt voorzien, is met een groei van 3/4% sprake van een uiterst zwak herstel. Wel zal de inflatie door de sterke D-mark en loonmatigingen in 1994 dalen tot gemiddeld 3% in 1994, hetgeen de Bundesbank de ruimte voor verdere renteverlagingen biedt. De loonmatiging en de oplopende werkloosheid zorgen wel voor een druk op de consumptie. De investeringen kunnen mede dankzij een sterk gedaalde rente weer een lichte toename laten zien. Een groot deel van de economische groei in 1994 komt voor rekening van de export. Doordat de groei van de import achterblijft zal het handelsoverschot verder stijgen. In het Verenigd Koninkrijk zijn de economische vooruitzichten voor 1994 gunstig met een verwachte groei van 2 3/4%. Wel wordt door hogere looneisen en een lichte stijging van de rente een oplopen van de inflatie voorzien tot 3%. Het handelsbalans tekort kan een lichte daling laten zien doordat het VK kan profiteren van een aantrekkelijke vraag vanuit continentaal Europa.

In Nederland zal de particuliere consumptie alleen onvoldoende sterk blijken om de groei te trekken, wel zal Nederland kunnen profiteren van een aantrekken van de wereldhandel, zodat in 1994 een beperkte groei van 1% wordt verwacht. Hogere lasten van de overheid en door de gestegen dollar wat hogere invoerprijzen zorgen ervoor dat de inflatie van 2 1/4% in 1993 heel licht zal oplopen tot 2 1/2% in 1994. De werkloosheid zal een verdere stijging laten zien. Investeringen kunnen weer een lichte toename laten zien. Na een stijging van het handelsoverschot in 1993 wordt vervolgens een stabilisatie voorzien in 1994.

## Sterke yen en EMS-onrust

In 1993 fluctueerde de Amerikaanse dollar binnen een relatief nauwe bandbreedte van *f* 1,76 tot *f* 1,96. Oplopende spanningen in het EMS zorgden ervoor dat de dollar halverwege het jaar zijn hoogste niveau bereikte. Tegen het eind van het jaar profiteerde de dollar van, aanmerkelijk betere economische cijfers. De Japanse yen won in 1993 tegenover alle andere valuta's aan kracht. Hieraan lagen niet zozeer economische als wel politieke redenen ten grondslag. Met name in het eerste halfjaar trachtte de Amerikaanse regering bij Japan een hogere yenkoers af te dwingen teneinde het bilaterale handelsoverschot van Japan terug te dringen.

### EMS-valuta's zwak in 1994

In Europa moesten alle EMS-valuta's ten opzichte van de gulden en de Duitse mark terrein prijsgeven. Weliswaar ging Denemarken in een tweede referendum alsnog akkoord met het Verdrag van Maastricht, maar het nauwe keurslijf van het EMS en vooral het anti-inflatiebeleid van de Duitse Bundesbank drukte zwaar op de zwakkere valuta's in het EMS.

Frankrijk probeerde Duitsland min of meer te dwingen het tempo van renteverlagingen te versnellen, waardoor de Franse frank sterk onder druk kwam te staan. Toen bleek dat de Franse frank niet meer binnen de nauwe bandbreedtes van het EMS kon worden gehouden, besloot de EG-ministerraad op 1 augustus de EMS-bandbreedtes te vergroten tot 15%. Alleen de nauwe band tussen de gulden en de Duitse mark bleef gehandhaafd. De meeste centrale banken waren in eerste instantie terughoudend om de verkregen vrijheid via renteverlagingen volledig te benutten. Geleidelijk, en geholpen door nieuwe Duitse tariefsverlagingen, keerde de rust in het EMS weer enigszins terug en wisten de meeste valuta's een deel van de verliezen weer in te lopen. Het Britse pond heeft na de devaluatie in 1992 weer aan kracht gewonnen. Gesteund door een aantrekkelijke economie en doordat de daling van de Britse officiële tarieven, na sterke dalingen eerder, achterbleef bij die in de rest van Europa is het Britse pond gestegen van een dieptepunt van *f* 2,62 begin 1993 tot rond de *f* 2,85 op het eind van het jaar.

## Valuta's in 1994

In 1994 zal de Amerikaanse dollar verder stijgen tot boven de *f* 2,00. De Verenigde Staten lopen voorop in de conjunctuurcyclus en van de westerse centrale banken zal alleen bij de Fed de behoefte ontstaan de korte rente te verhogen. Hoewel een sterke opleving van inflatieangst onterecht is, kan de Fed voortijdig al een eerste signaal geven. De Japanse yen zal in 1994 een vlak tot licht stijgende beweging laten zien. Met een dalend handelsoverschot worden handelspolitieke overwegingen minder relevant, maar de grotere ruimte voor renteverlagingen in Europa maken een terugkeer van de yen naar *f* 1,85 mogelijk.

De valuta's in het EMS zullen in 1994 enig terrein moeten prijsgeven tegenover de dollar, het pond en de Japanse yen. De verwachting is dat de ruimere bandbreedtes in het EMS gehandhaafd blijven. Daarnaast zal, ondanks de oprichting van het Europees Monetair Instituut waarmee de tweede fase van EMU is ingegaan, het zwaartepunt van de zeggenschap in monetair beleid bij de lidstaten en dus bij de Bundesbank blijven. De verwachte sterke daling van de Duitse inflatie en geldgroei biedt de Bundesbank de ruimte om voortgang te maken met renteverlagingen. De rente op de geldmarkt, die eind 1993 op 6% stond, kan in de loop van 1994 een daling laten zien tot rond de 4,5%. De Nederlandsche Bank, met de gulden als enige EMS-valuta via de nauwe 2,25%-band verbonden aan de Duitse mark, wordt in staat gebracht het Duitse proces van renteverlagingen bij te houden. Echter door een naar elkaar toe bewegende inflatie zullen tevens de renteversillen afnemen en zal de Duitse mark weer richting spilkoers bewegen. Ook in de overige EMS-landen zal de rente verder omlaag gaan, al kan dat hier tot sterkere fluctuaties in de valuta-koersen leiden. Voor het Britse pond wordt een verdere stijging voorzien, als de rente in de loop van 1994 licht gaat stijgen.

### Lange rente daalt sterk in 1993

In de Verenigde Staten liet de obligatiemarkt tot aan het vierde kwartaal sterke koersstijgingen zien, waardoor de 10-jaars rente daalde tot een dieptepunt van 5,20%. Belangrijkste factoren hiervoor waren het slechts aarze-

lende hersteltempo van de Amerikaanse economie en de overtuiging dat Clinton er met zijn tekortreductieplan eindelijk in zou slagen de overheidsfinanciën te verbeteren. Vervolgens liep de rente weer op omdat met de gunstigere economische cijfers tevens de angst voor inflatie opleefde.

De rentedalings op de obligatiemarkten in Europa zetten zich in 1993 voort. Tegen het eind van het jaar stakte de daling van de lange rente even. Behalve dat de markten al sterk vooruit waren gelopen op verdere tariefsverlagingen, zorgden ook de omslag op de Amerikaanse rentemarkt en de stroom van nieuwe emissies voor een druk op het positieve sentiment. Het Duitse rendement daalde tot rond de 5,70%, tegenover 7,20% in het begin van het jaar. De voorsprong van de Nederlandse rente op de Duitse rente, dank zij een aanzienlijk lagere inflatie in 1993, fluctueerde lange tijd rond de 20 basispunten, om tegen het eind van het jaar met naar elkaar toe bewegende inflatieniveaus nagenoeg geheel te verdwijnen.

### Rentes Europa lager in 1994

Een sterke verkrapping van het monetair beleid in de Verenigde Staten is, gezien het zwakke groeitempo en de laag blijvende inflatie, niet noodzakelijk. Voor de rente op de obligatiemarkt betekent dit een verdere stijging, met name richting het tweede halfjaar. In Japan kan in 1994 de lange rente aanvankelijk nog een lichte daling laten zien. In de tweede helft van 1994 zal bij een iets beter economisch klimaat de lange rente weer licht kunnen stijgen.

De Duitse inflatie zal gedurende het jaar een sterke daling laten zien. Als dieptepunt van de Duitse lange rente wordt voor halverwege het jaar een niveau van 5,5% gezien. Dit betekent dat de korte geldmarkttarieven gedurende het jaar verder onder de lange rente zullen komen te liggen. Alhoewel in de tweede helft van het jaar het economisch klimaat een verbetering zal laten zien, wordt een sterke inflatoire druk noch vanuit de lonen noch vanuit de grondstofprijzen voorzien. De lange rente zal per saldo dan ook een meer zijwaartse beweging gaan vertonen. Voor Nederland geldt een vergelijkbaar rentebeeld. Doordat in Nederland de infla-

tie op een dieptepunt ligt en voor 1994 slechts een marginale stijging wordt voorzien zal het rente-ecart met Duitsland in de loop van 1994 weer oplopen tot rond de 10 basispunten. In het Verenigd Koninkrijk kan in de loop van 1994 de rente weer een stijging laten zien, aangezien de inflatiedreiging bij een verder aantrekkende economie weer opleeft.

### Beursrecords in 1993

Voor het derde achtereenvolgende jaar liet de aandelenmarkt in de Verenigde Staten een stijging van meer dan 10% zien. Behalve dat de bedrijfs-



winsten in 1993 een sterke stijging vertoonden werkte tevens de dalende rente gunstig. Als enige kwam de aandelenmarkt van Japan eind 1993 op ongeveer hetzelfde niveau uit als waarop het jaar is gestart. Stimuleringspakketten van de overheid en renteverlagingen waren onvoldoende om de malaise bij het Japanse bedrijfsleven te compenseren. De aandelenmarkten van het overige Verre Oosten konden, steunend op een sterke groei van de eigen regio en op een verder aantrekken van de Amerikaanse economie, koersstijgingen van gemiddeld zo'n 50% laten zien.

De aandelenbeurzen van continentaal Europa wisten in 1993 zonder uitzondering nieuwe recordniveaus te behalen. Belangrijkste stimulans vormde de dalende rente op de kapitaalmarkt. Slechte bedrijfsresultaten werden voor kennisgeving aangenomen en in sommige gevallen werd al een voorschot genomen op het verwachte economisch herstel in 1994.

Ook de Nederlandse aandelenbeurs heeft in 1993 een zeer sterke ontwikkeling laten zien. Met een stijging van de EOE-index van een kleine 40% behoort Amsterdam bij de koplopers in Europa.

### Gunstig beursklimaat in 1994

Voor 1994 wordt een voortzetting van het vriendelijke klimaat op de aandelenbeurzen verwacht. De Amerikaanse beurs kan profiteren van een aanhoudend gunstig economisch klimaat. Alhoewel het renteklimaat per saldo negatief zal uitwerken, biedt de verbetering in de bedrijfswinsten voldoende steun voor de markt. De Japanse aandelenmarkt oogt op fundamentele gronden aan het begin van 1994 weinig aantrekkelijk. De sterke yen ondergraaft de concurrentiepositie van het Japanse bedrijfsleven en het vertrouwen van de Japanse bevolking is uiterst laag. Alhoewel de vooruitzichten iets rooskleuriger zijn, is de verwachting dat het geruime tijd zal kosten voordat beleggers weer vertrouwen tonen in de Japanse aandelenmarkt. Voor de aandelenmarkten van het overige Verre Oosten zijn de vooruitzichten aanmerkelijk beter. Ondanks het feit dat al behoorlijk vooruit is gelopen op toekomstige groei en deze markten relatief volatiel zijn, zijn de aandelen nog niet te duur gegeven dat Azië tot de sterkste groeiregio in de wereld behoort.

Voor de aandelenmarkten van continentaal Europa blijft de ondertoon positief. Het renteklimaat blijft gunstig. Met name de korte rente kan vanaf het huidige niveau nog een verdere daling laten zien in 1994. Dit betekent dat de financiële lasten van het bedrijfsleven in 1994 verder kunnen dalen. Nadat in 1993 voor het merendeel van de bedrijven de winsten onder druk stonden, wordt voor 1994 een herstel van de winstgevendheid voorzien. De bedrijven in de basisindustrieën, waar sprake is van een sterke overcapaciteit, zullen hiervoor het meeste tijd nodig hebben.

De Amsterdamse beurs kan in 1994 nog profiteren van een verdere rentedaling. Daarnaast zal van de ontwikkeling van de bedrijfswinsten, met name door een verwacht winstherstel in cyclische sectoren, steun uitgaan. In 1993 dempen de aantrekkende vraag vanuit de Angelsaksische landen en het defensieve exportpakket de winstdaling van het Nederlandse bedrijfsleven.

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