

## Onrust aan het rentefront

### *Groei VS blijft hoog*

De economische groei in de VS zet zich krachtig voort, ofschoon het groeitempo licht lijkt af te zwakken. Tegelijkertijd wordt de berichtgeving over het herstel in Europa steeds positiever. In Japan duiden steeds meer tekenen op een aanstaande opleving van de economie.

De Amerikaanse economie groeide volgens voorlopige cijfers in het tweede kwartaal met 3,7% op jaarbasis, ten opzichte van 3,3% in het eerste kwartaal. Voor een belangrijk deel bleek de groei overigens veroorzaakt door een verdubbeling van de voorraden, hetgeen duidt op een afzwakking van de groei. Dit doet de vrees voor oververhitting van de Amerikaanse economie enigszins afnemen.

Toch is de markt gevoelig voor nieuws dat zou kunnen duiden op een verhoogd inflatierisico. Het bericht over de stijging van het aantal banen buiten de agrarische sector in juli met 259.000, lag flink boven de verwachte 200.000 en drukte de aandelenkoersen tijdelijk flink omlaag. Per saldo schommelde de Dow Jones met een marge van circa 90 punten rond het 3700-niveau, waarbij de trend opwaarts gericht was.

### **Japans herstel gloort**

In Japan zijn de orders voor machines in juni voor de tweede maand in successie gestegen. Mede hierdoor neemt de hoop toe dat een periode van vier jaar van dalende investeringen ten einde loopt. De detailhandelsomzetten die nu al meer dan twee jaar dalen in de orde van 3% vertonen – met maandelijkse uitschieters tot 7% – verslechterden in juni met 1,2% ten opzichte van een jaar geleden. De industriële productie steeg in juni met 2% ten opzichte van mei; het produktieniveau was gelijk aan dat van vorig jaar mei. Het MITI dat deze cijfers bekendmaakte, waarschuwde overigens voor teveel opti-

misme: juli zal een daling van 3% te zien geven, zo werd voorspeld. Het proces van afbouwen van voorraden is nog niet beëindigd, terwijl het Japanse bedrijfsleven zich nog niet geheel heeft aangepast aan de waardeswijging van de yen.

Inmiddels is de officiële inflatie in Japan gedaald tot 0,5%, maar velen zijn van mening dat de prijsindex voor een goederen- en dienstenpakket dat meer representatief is voor de modale consumentenbestedingen een daling vertoont. De groothandelsprijzen dalen volgens de officiële statistieken al twee jaar. Voor consumenten is dit uiteraard plezierig. Echter, in een maatschappij die in de jaren tachtig op gigantische schaal leningen heeft opgenomen, gaan steeds meer bedrijven, instellingen en personen wel gebukt onder in reële termen steeds zwaardere schuldenlasten.



**F van Lanschot  
Bankiers nv**

SINDS 1737

Nadat de Nikkei Dow Jones even onder het niveau van 20.000 was gezakt herstelde deze zich weer snel richting 20.800. De betere perspectieven voor de economie en het bedrijfsleven zijn van groter gewicht dan de rentestijging die zich in Japan aftekent. Van tijd tot tijd blijft evenwel de sterke positie van de yen ten opzichte van de dollar de Japanse beurs parten spelen.

### **Krachtig herstel in Europa**

In Duitsland vertoonde de werkloosheid in juni voor de tweede achtereenvolgende maand een daling. De fabrieken in Duitsland zagen hun orderontvangsten in juni met maar liefst 8,5% toenemen ten opzichte van een jaar geleden. De Duitse industriële productie lag in juni 3,2% boven het niveau van een jaar geleden. Ook het mei-cijfer is opwaarts bijgesteld. Voor het hele tweede kwartaal komt de stijging uit op 2,8%. De verwachtingen ten aanzien van de economische

groei worden met enige regelmaat in opwaartse richting bijgesteld. Het IFO-Instituut in München gaat nu uit van 2% groei voor dit jaar (was 1,5%) en 3% voor 1995. Nadat het economisch herstel op gang was geholpen door de stijging van de export, blijkt nu ook de binnenlandse vraag zich te herstellen. Dit ondanks het feit dat het vrij besteedbare inkomen in de westelijke deelstaten naar verwachting daalt met 2,5% dit jaar en 3,5% volgend jaar.

Voorlopige cijfers ten aanzien van de bbp-groei in het Verenigd Koninkrijk wijzen voor het tweede kwartaal op een groei van 3,5% ten opzichte van een jaar geleden. Hiermee wordt de versnelling van de groei, die in het laatste kwartaal van 1992 inzette, doorgezet. Ook in Frankrijk en Denemarken werden de groeiprognoses verhoogd, waarbij Denemarken afstevent op een groei van boven de 4% dit jaar.

#### *Europese aandelenbeurzen*

De Europese aandelenbeurzen werden overwegend blij verrast door de bedrijfsberichten over het tweede kwartaal. Vooruitlopend op de halfjaarresultaten stegen de koersindices in de afgelopen vier weken aanzienlijk, waarmee overigens slechts een deel van de daling in de periode daarvoor werd goedge maakt. De laatste dagen gooiden de onrust aan het rentefront echter roet in het eten.

De tweede kwartaalcijfers van het Europese bedrijfsleven lagen over een breed front ruim boven de verwachtingen. In verschillende bedrijfssectoren komt het herstel nu ook duidelijk aan de winst tot uitdrukking. De vooruitgang in de staalindustrie is opmerkelijk. De grootste staalproducent van Europa, Usinor Sacilor verwacht dit jaar quitte te draaien, tegenover een verlies van FF 5,7 miljard over 1993. De luchtvaartmaatschappijen meldden een fors hoger vervoersvolume, terwijl de kostenbesparende maatregelen hun invloed doen gelden. Ook de automobielsector draait weer op volle toeren terwijl de chemie dankzij een snelle spurt een vier jaar lange verzwakking ten goede heeft gekeerd. Het herstel blijkt ook uit de verwachte winstcijfers voor beursfondsen. Voor het jaar 1994 wordt voor de Franse beursfondsen een winststijging voorzien van gemiddeld 39%. Voor Duitsland ligt dit percentage zelfs op 51%. In Engeland,

waar het herstel eerder op gang is gekomen, neemt de winst naar verwachting met gemiddeld 16% toe in 1994.

#### *Nederland*

In Nederland vertoont de woningbouw een krachtige opleving. Het aantal verleende bouwvergunningen steeg in het eerste halfjaar met 25% tot 51.000. De industriële productie vertoonde in mei een versnelling tot 2,6%. Ondernemers die vorig jaar nog een daling van de investeringen in 1994 met 7% voorspelden, gaan inmiddels uit van een gelijkblijvend niveau. De bezettingsgraad van de industrie lag in juni op 83,4%, drie procentpunt hoger dan een jaar geleden. Het CPB berichtte de laatste officiële raming voor de economische groei van 1,5% in opwaartse richting te zullen bijstellen tot 2%. Kort daarvoor had het CBS het cijfer voor de economische groei in 1993 verdubbeld tot 0,4% en de groei in het eerste kwartaal bijgesteld van 1,3% ten opzichte van het zelfde kwartaal in 1993 naar 1,9%.

#### **Rente en valuta's**

##### *Rente weer omhoog, onrust terug*

Enkele weken geleden leek het er op dat de rust aan het rentefront was teruggekeerd. In Nederland daalde het rendement op de jongste tienjarige staatslening tot bijna 6,8%. Inmiddels echter is het rendement in snel tempo weer opgelopen tot rond 7,25%. Tijdelijk werd zelfs een rendement genoteerd van boven de 7,3%. Voor de dertigjarige lening kwam het rendement op 7,75%. De tarieven zijn nu vrijwel gelijk aan de vergelijkbare Duitse tarieven, die de afgelopen week nog wat sneller zijn gestegen. Ook in de Verenigde Staten en Japan is de rente flink gestegen.

Er zijn verschillende oorzaken aan te wijzen voor de plotselinge rentestijgingen. Een reeks van positieve berichten over het herstel van de economieën in Europa en met name ook in Duitsland zelf heeft beleggers aan het twifelen gebracht of de Bundesbank haar officiële tarieven nog wel verder zal verlagen. De grootste pessimisten onder hen voorzien zelfs een verhoging van die tarieven, maar dat lijkt in dit stadium erg onwaarschijnlijk. De Bundesbank zal zich immers niet laten leiden door marktstemmen en haar beleid blijven afstemmen op de fundamentele economische ont-

wikkelingen. En die zijn de afgelopen weken niet wezenlijk veranderd. Inmiddels overigens hebben de vakbonden in de Duitse metaalsector te kennen gegeven dat de factor arbeid in 1995 zal moeten delen in de gestegen winsten van het Duitse bedrijfsleven. Hoewel dit niet direct behoeft te leiden tot hogere prijzen wordt de inflatieverwachting door dit soort uitspraken wel aangewakkerd. Ook de stijging van grondstoffenprijzen (vooral olie) speelt hierbij een rol.

##### *Kroon en lire*

Meer slecht nieuws voor de obligatiemarkten kwam eind vorige week. Zweden en Italië verhoogden geheel onverwacht hun geldmarkttarieven en dit resulteerde in een ware schokgolf door de Europese rentemarkten. Italië verhoogde onder meer het disconto, met een half procentpunt tot 7,5%, ter ondersteuning van de lire. De lire staat al enige tijd zwaar onder druk als gevolg van de steeds grotere politieke problemen van premier Berlusconi. Zweden verhoogde haar lening rate met een half procentpunt tot 8% in verband met een toegenomen inflatie en ter verdediging van de Zweedse kroon. Beide landen kampen met slechte overheidsfinanciën. Het feit dat specifiek binnenlandse overwegingen aan de renteverhogingen ten grondslag lagen maakte weinig indruk op de Europese markten. Obligatierendementen stegen in een klap met veelal 20 tot 50 basispunten.

De Italiaanse lire en ook de Zweedse kroon moesten de afgelopen week flink terrein prijsgeven. Renteverhogingen konden aan de daling van de koersen geen einde maken en werkten zelfs averechts. De lire noteert thans nog slechts *f* 10,96 per 10.000 lire, ten opzichte van *f* 11,31 op 22 juli 1994, een koersdaling van ruim 3% in drie weken tijd.

Binnen het EMS wist de Duitse mark haar positie ten opzichte van de overige valuta's te versterken. Ook de gulden moest licht terug ten opzichte van de mark, maar wist haar positie van sterkste munt te behouden. In onrustige rentemarkten gaven beleggers duidelijk de voorkeur aan de traditioneel sterke munten.

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