

## Recessie-angst VS neemt af

De angst voor een recessie in de Verenigde Staten is de afgelopen weken weer iets afgenomen. Hoewel de index van leading indicators al vier maanden achtereen een daling vertoont, komen er langzaam weer wat signalen die erop duiden dat het gevaar voor een recessie niet al te groot lijkt. Vooral de werkgelegenheid ontwikkelt zich beter dan verwacht. Het aantal nieuwe banen blijkt in mei niet met 101.000 te zijn gedaald maar met slechts 49.000, en in juni kwamen er zelfs weer 215.000 nieuwe banen bij. De werkloosheid kwam hierdoor in juni uit op 5,6%, tegenover 5,7% een maand eerder. De industriële productie vertoonde in juni weer een bescheiden stijging, na in de voorgaande drie maanden steeds te zijn gedaald. Ook de huizenmarkt geeft aan dat het zo'n vaart niet loopt met de Amerikaanse economie. In mei steeg de huizenverkoop met 20% ten opzichte van april en dit was de grootste stijging in ongeveer drie jaar. De inmiddels flink gedaalde hypotheekrente heeft hier ongetwijfeld aan bijgedragen.

De recessievrees werd mede teruggedrongen door de verlaging van de federal funds rate, het belangrijkste geldmarkttarief, begin juli, waaraan de conclusie werd verbonden dat de Federal Reserve Bank uiterst alert is om het monetaire beleid te verruimen wanneer de Amerikaanse economie hierom vraagt. Het rentebesluit werd gemotiveerd met de verklaring dat het gevaar voor inflatie inmiddels sterk is afgenomen. De daling van de producenten- en consumentenprijzen in juni wijst hier inderdaad op. De voorgaande maanden waren de producentenprijzen steeds gestegen en ook voor de maand juni werd nog rekening gehouden met een lichte stijging, maar uiteindelijk werd het een daling met 0,1%. De consumentenprijsstijging liet eveneens een daling zien in juni: van 3,2% naar 3,0%.

### Pessimisme over Japan

Het economisch planbureau van Japan heeft onlangs verklaard dat de Japanse economie momenteel stagneert. Een gelijkblijvende export, een pauze in de toeneming van de industriële productie en een traag herstel van het ondernemersvertrouwen worden als boosdoeners gezien. Feitelijk is er al enige tijd sprake van een maand-op-maand daling van de industriële productie in Japan, maar ten opzichte van een jaar eerder was de groei nog positief. Voor de komende maanden wordt nu een verdere daling van de productie voorzien. De uitspraak van het planbureau is opmerkelijk omdat deze instantie in het verleden altijd veel optimistischer is geweest over de herstelkansen van de Japanse economie dan particuliere voorspellers en ook bij voorbeeld de Bank of Japan. Deze laatste heeft de rente inmiddels opnieuw verlaagd (het disconto bedraagt nog slechts 1%) in een poging de economie te stimuleren.

De Beurs van Tokyo maakte een scherp herstel door als reactie op de verruiming van de geldmarkt en de dollarinterventies door de Bank of Japan. Aan het begin van de maand bereikte de Nikkei-index aanvankelijk een dieptepunt op 14.485, maar inmiddels is de index gestegen tot 16.842. De aanvankelijke zwakte van de beurs vloeyde mede voort uit te-leurstelling over het stimuleringspakket dat de Japanse overheid eind vorige maand bekend heeft gemaakt. Het tij keerde nadat de dreiging van een handelsoorlog was weggefallen – dankzij een akkoord met de Verenigde Staten – en vooral na de maatregelen van de Bank of Japan.

### Investeringshousse in Europa

Uit een onderzoek van de Europese Commissie blijkt dat het ondernemersvertrouwen in juni voor de zesde maand in successie is gedaald, zij het minder dan in de voorgaande maanden, terwijl de daling hoofdzakelijk was toe te schrijven aan de ontwikkeling in Frankrijk. Dat het met het ondernemersvertrouwen echter nog wel meevalt kan worden geconcludeerd uit de verwachte toeneming van de investeringen in de industrie met 13% in het lopende jaar, waarmee de teruggang sinds 1992 geheel wordt goedge maakt. In Nederland

stijgen de investeringen dit jaar zelfs met 30% volgens een recent gehouden enquête van het CBS. De Europese Commissie meldde verder dat het consumentenvertrouwen in de landen van de Europese Unie nog altijd groot is, hetgeen opmerkelijk is omdat de consument tot op heden nog nauwelijks heeft geprofiteerd van de economische opleving.

### VK over hoogtepunt heen

De berichten over de Britse economie worden geleidelijk iets minder positief. De producentenprijzen zijn opnieuw gestegen en lagen in mei 4,2% boven het niveau van een jaar eerder, terwijl ook de consumentenprijzen verder zijn gestegen. De onderliggende inflatie, waarin de hypotheekrentebetalingen niet worden meegenomen, is van mei op juni gestegen van 2,7% tot 2,8%. De Britse economie vertoont dus duidelijke afkoelingsverschijnselen, maar van een echt zorgwekkende ontwikkeling overigens geen sprake. Het Britse Ministerie van Financiën heeft inmiddels zijn groeiprojectie voor 1995 bijgesteld van 3,25% tot 3%. Voor 1996 wordt gerekend op 2,75%.

### Nederlandse inflatie blijft laag

In Nederland lag het consumentenprijsniveau in juni 2,1% hoger dan een jaar geleden, waarmede de inflatie op het laagste niveau in vijf jaar blijft steken. De stijging van de producentenprijzen vlakt inmiddels af. Begin van het jaar lag deze op meer dan 4%, maar in mei lagen de producentenprijzen nog maar 3,3% hoger dan een jaar geleden. Voor een belangrijk deel is deze gunstige ontwikkeling toe te schrijven aan de sterke positie van de Nederlandse gulden, die de import aanzienlijker goedkoper heeft gemaakt.

Het Centraal Planbureau heeft zijn inflatieverwachting voor dit jaar inmiddels verlaagd van 2,5% naar 2,25%. Dit betekent dat de inflatie naar verwachting in de komende maanden onder de 2% duikt. De conjunctuur-indicator van De Nederlandse Bank geeft voor het eerst sedert vorig jaar een daling aan, hetgeen wijst op een groeivertraging voor de Nederlandse economie in het derde kwartaal van dit jaar, die zich vooralsnog overigens niet al te ernstig laat aanzien.

## Centrale banken verrassen de markten

In de afgelopen weken werd de financiële wereld verrast door een reeks officiële renteverlagingen. Denemarken deed de aftrap met een aanpassing van het disconto tot 5,75%, gevolgd door Frankrijk, waar de Banque de France de beleningsrente met 0,25%-punt verlaagde tot 7,25%. Op 6 juli verraste de Amerikaanse Federal Reserve Bank met een verlaging van het tarief voor de federal funds met 0,25%-punt tot 5,75%. Het was de eerste verlaging sinds 1992. Vanaf februari vorig jaar werd de rente vanaf een niveau van 3% in zeven stappen verhoogd tot 6%. Daags na de Amerikaanse renteverlaging deelde de Japanse centrale bank mede een verdere verlaging van de geldmarktrente na te streven, al bleef het officiële discontotarief tot op heden gehandhaafd op 1%. Op de Amerikaanse obligatiemarkt leidde de renteverlaging tot groot enthousiasme, al werd een belangrijk deel van de koerswinsten teniet gedaan na de publikatie van onder meer een (veel) beter dan verwacht werkgelegenheidscijfer voor juni. Positieve cijfers over de detailhandelsverkoop zorgden vervolgens voor een verdere afbrokkeling van de obligatiekoersen. Per saldo veranderde het rendement op de tienjarige benchmarklening over de afgelopen periode dan ook niet veel: het rendement bedraagt momenteel 6,16%. De dollar hield goed stand na de Amerikaanse renteverlaging en liep zelfs even op tot boven de *f* 1,58 na de aankondiging van de Zwitserse centrale bank van een discontoverlaging. Na het uitblijven van een Duitse renteverlaging moest de munt echter weer terug naar het "oude" niveau van even boven de *f* 1,55. De Japanse yen daalde ruim een stuiver naar *f* 1,76 (per 100), terwijl de Japanse tienjaarsrente iets is opgelopen tot 2,86%.

## Aantrekkelijke valuta's

In het tweede kwartaal konden de meeste van de valutas die in het eerste kwartaal nog zwaar onder druk waren komen te staan ten opzichte van de munten uit het DM-blok, zich enigszins herstellen. Uitzondering daarop vormde het Britse pond, dat nog iets verder in waarde terugzakte als gevolg van de niet aflatende pro-

blemen van premier Major met de achterban van zijn conservatieve partij. Deze problemen bereikten een voorlopig hoogtepunt toen Major in juni zijn partijleiderschap tot onderwerp van stemming maakte. Hoewel dit in voor hem gunstige zin uitpakte – hij werd met ruime meerderheid herkozen – lijkt de financiële wereld er niet gerust op dat de perikelen binnen de conservatieve partij nu voorbij zijn. De partij blijft immers ernstig verdeeld over de door het Verenigd Koninkrijk te volgen politieke koers ten aanzien van de Europese integratie, en dit noodzaakt Major tot een voortdurend spitsroeden lopen. De politieke problemen sloegen ook terug op de Britse obligatiemarkt die van de Europese landen de minst goede performance liet zien, al toonden ook hier de obligatiekoersen per saldo een (beperkte) verdere stijging.

Glansrollen waren in het tweede kwartaal weggelegd voor de eerder nog zo slecht presterende Italiaanse en Spaanse markten. Een gedeeltelijk herstel van de valutakoersen ging daar gepaard met een zeer vriendelijk stemming aan het obligatiefront. Italië profiteerde van de relatieve rust op politiek gebied, waar premier Dini in staat was enige vordering te maken met de broodnodige sanering van de overheidsfinanciën. De lire, die in het eerste kwartaal in neerwaartse zin was doorgeschoten naar een niveau dat weinig meer met koopkrachtpariteiten te maken had (waar de Italiaanse exportindustrie overigens met volle teugen van profiteert) liep daardoor weer wat op en trok de obligatiemarkt mee. Een zorgwekkend punt in Italië vormt het feit dat de inflatie fors aan het oplopen is als uitvloeisel van accijnsverhogingen en de eerder opgetreden depreciatie van de lire. In juni bedroeg het tempo van de prijsstijgingen inmiddels 5,8%. Dit was voor de Italiaanse centrale bank aanleiding de rentetarieven te verhogen. Ook in Spanje is de inflatie opgelopen tot boven de 5% (juni: 5,2%), en ook hier reageerde de centrale bank met een renteverhoging. De Spaanse politiek werd wel getroffen door schandalen, resulterend in aftredende ministers, maar zowel de peseta als de obligatiekoersen reageerden hierop zeer gematigd. Inmiddels heeft premier Gonzalez aangekondigd dat hij volgend jaar vervroegde verkiezingen wil uitschrijven, maar over het tijdstip (voor- of

najaar) laat hij zich nog niet uit. Om de top drie van zeer volatiele, risicovolle Europese markten te completeren: ook de Zweedse markt, vorig kwartaal nog een groot verliezer, deed het ditmaal bovengemiddeld goed en ook hier speelde het valuta-koersverloop de markt in de kaart. De Zweedse centrale bank heeft eveneens de rente verhoogd teneinde de opwaartse tendentie in de inflatie tegen te gaan, al is het absolute niveau van 3,0% in juni nog aanmerkelijk lager dan in de Zuideuropese landen.

In het tweede kwartaal kwam de tegenstelling tussen de landen uit het DM-blok en de perifere landen zeer duidelijk naar voren bij het monetaire beleid. Terwijl zoals gezegd in Italië, Spanje en Zweden de centrale-banktarieven werden verhoogd, wisten in het DM-blok de centrale banken van Nederland, België, Frankrijk en Denemarken de tarieven juist te verlagen. Voor Nederland was dit geheel terug te voeren op de ijzersterke positie van de gulden, die het mogelijk maakte dat de korte rente in Nederland zelfs belangrijk lager kwam te liggen dan in Duitsland. Voor de overige drie landen, waarvoor de harde kern-status ofwel de indeling bij het DM-blok duidelijk minder vanzelfsprekend is dan voor de gulden (en de Oostenrijkse schilling), dienen de renteverlagingen te worden gezien als voorzichtige pogingen om de rentetarieven weer meer in de richting van de Duitse niveaus te brengen. Duitsland zelf schitterde aan het rentefront overigens door afwezigheid: nadat de Bundesbank eind maart het disconto had verlaagd, heeft zij de reporente sedertdien zonder uitzondering vastgesteld op 4,50/4,51 procent.

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