

Tekenen van herstel

Hoewel het economische nieuws de afgelopen weken voornamelijk op zwakte duidde, kwamen uit de VS de eerste berichten die een naderend economisch herstel indiceren. Wereldwijd lijkt het gevaar voor een stagflatie zoals in het begin van de jaren tachtig, waarbij een economische terugval gepaard ging met een sterke stijging van de inflatie, geweken nu in de meeste landen de inflatie een dalende trend vertoont. Een belangrijke voorwaarde hierbij is een lage olieprijs. Hoewel binnen de OPEC besloten is de olieproductie te beperken, lijkt de kans dat de lidstaten zich hieraan zullen houden gering. Met een seizoenmatige daling van de vraag in het vooruitzicht zal de olieprijs waarschijnlijk onder het door de OPEC gewenste niveau van \$21 per barrel blijven. In de VS daalden de kosten van levensonderhoud op jaarbasis van 2,9% in december tot 2,6% in januari. Ten opzichte van december waren het met name de, over het algemeen sterk fluctuerende, prijzen voor voeding en energie die een daling lieten zien. In Japan zijn de groothandelsprijzen voor de tweede maand in successie gedaald. Deze keer met 2,2% ten opzichte van januari 1991, echter de daling was met name te danken aan de buitenlandse component. In het Verenigd Koninkrijk daalden de consumentenprijzen in januari met 0,1%, waarmee het prijsniveau nu 4,1% boven dat van een jaar geleden ligt na 4,5% in december. Lettend op de lagere loonstijgingen lijkt de inflatie het hoogste punt te hebben bereikt. In Duitsland lagen de prijzen in januari 4,0% boven het niveau van twaalf maanden terug, echter evenals in Japan kwam ook hier de daling met name voor rekening van het buitenland. Vorige maand lag het cijfer nog op 4,2%. Aangezien de kosten per eenheid produkt in het vierde kwartaal van vorig jaar 7,5% hoger lagen dan een jaar eerder en de loonstijgingen relatief fors blijven lijkt de kans op een substantiële daling van de Duitse inflatie niet zo groot.

Greenspan gematigd positief

De Fed-voorzitter Greenspan liet zich recentelijk optimistischer uit over de gezondheid van de Amerikaanse economie dan een aantal maanden geleden. Hij voorziet een snel herstel en een daling van de inflatie. Positief beoordeelde hij het feit dat zowel bedrijven als particulieren de laatste maanden hun financiële positie structureel hebben versterkt, terwijl banken en andere kredietverlenende instellingen voortgang maken met het versterken van hun balansen.

De Fed zelf droeg ook een steentje bij aan de pogingen de economie weer in beweging te krijgen. Hoewel de financiële markten min of meer anticipeerden op een verdere verlaging van het officiële disconto, verruimde de Fed dit keer de aanbodzijde van de financiële markt. Door verlaging van de reserveverplichtingen voor banken op betaalrekeningen van 12% naar 10% per april, beoogde de Fed het totale kredietaanbod in de economie te vergroten.

De eerste tekenen van het lang verwachte herstel lijken zich dan eindelijk aan te kondigen in de bestedingen van de consumenten. In januari stegen de detailhandelsverkopen met 0,6%, terwijl ook de herziene cijfers over de twee voorafgaande maanden een stijging lieten zien. Ook het aantal in aanbouw genomen woningen nam in januari toe met 5,5%. Wel moet hieraan worden toegevoegd dat de stijging zich concentreerde op een klein segment van de bouwmarkt, namelijk appartementen in het Midden-Westen. Echter niet alle cijfers gaven een eenduidig positief beeld van de Amerikaanse conjunctuur. Uit de stijging van het handelsbalans tekort over december tot \$ 5,93 miljard, veroorzaakt door een dalende export en een stijgende import, blijkt dat de VS voornamelijk op eigen kracht uit het economische dal moet komen. Daarnaast vielen de cijfers over de Amerikaanse industriële productie in januari met een daling van 0,9% sterk tegen, na dalingen van respectievelijk 0,3% en 0,4% in de voorgaande maanden. De sterkste terugval deed zich voor in de auto-industrie. Ook daling van de bezettingsgraad tot 78% in januari en een stijging van de bedrijfsvoorraden met 0,4% in december, geven aan dat de Amerikaanse economie slechts moeizaam uit de recessie klimt.

Nederland valt terug

De Nederlandse economie, die zich lang leek te kunnen onttrekken aan de neergang elders in de wereld, vertoont nu in toenemende mate zwakke plekken. De industriële produktie die in 1988 nog met 5% was gestegen en in 1989 en 1990 nog toenam met 4%, steeg vorig jaar met nog slechts 1%. Een stijging die geheel te danken was aan de groei in het eerste kwartaal. In het tweede halfjaar lag de industriële produktie onder het niveau van een jaar daarvoor. Daar staat tegenover dat de consumptieve bestedingen en de buitenlandse handel op een relatief hoog niveau bleven. De detailhandelsverkoop wisten de laatste maand van het vorig jaar af te sluiten met een groei van 2%, waarmee de groei voor het gehele jaar uitkwam op 4,4%, tegenover 6,8% in 1990. Daarnaast liet de handelsbalans over 1991 een recordoverschot zien van f 14,2 miljard. Met name als gevolg van een overschot op de energiebalans lag de groei van de export met 4% tweemaal zo hoog als de importgroei. De daling van de inflatie in januari tot 4,1% op jaarbasis werd met name veroorzaakt door een daling van de aardgasprijzen. Minister Kok heeft aangekondigd, met het beeld van een afzwakkende economie voor ogen, de meevaller van de aardgasbaten van f 500 miljoen aan te wenden voor het versneld in uitvoering nemen van infrastructurele investeringen. Ook voor de jaren na 1993 lijken de aardgasbaten hoger uit te zullen komen dan aanvankelijk groot.

Groevertraging in Japan

In Japan steeg de industriële produktie vorig jaar met 2,1%, de laagste toename in vijf jaren. In december was sprake van een teruggang met 1,9%. De voorraden stegen in die maand doordat de binnenlandse vraag stagneerde. Als gevolg van de sombere vooruitzichten hebben ondernemingen hun orders voor machines in december verlaagd met 14%, waarmee deze weer terug zijn op het niveau van februari 1988. In januari daalden de detailhandelsverkoop in Tokyo met 0,9%. Voor het komend boekjaar dat op 1 april aanstaande aanvangt wordt gerekend op een daling van de investeringen met 4,5%. Met name voor een land als Japan waar de investeringen als percentage van het bnp met 22% bijna tweemaal zo hoog zijn als in de VS, komt een scherpe terugval in het

investeringsniveau hard aan. Op basis van de daling van de inflatie en de marginale groei van de geldhoeveelheid wordt de druk op de overheid dan ook steeds groter om hetzij via monetaire hetzij via fiscale maatregelen de Japanse economie te stimuleren. Met de export blijft het echter goed gaan. In januari verdriedoude het handelsoverschot tot \$ 3,8 miljard ten opzichte van vorig jaar.

Rente

Nadat aanvankelijk de Amerikaanse kapitaalmarktrente nog iets kon dalen op tegenvallende werkgelegenheidscijfers, heeft vervolgens het optimisme over het naderende economische herstel de rente weer omhoog gedrukt. Deze stemmingsomslag werd veroorzaakt door de stijging van de detailhandelsverkoop in januari en bemoeilijkte de driemaandelijke herplaatsing van overheidspapier. Vervolgens liep de



rente verder omhoog als gevolg van de monetaire verruiming van de Fed via de verlaging van de reserveverplichtingen. De kapitaalmarkt zag deze verruiming bij een aantrekkende economie als inflatoir. Greenspan wist tenslotte de inflatie-angst met sussende woorden weg te nemen, waardoor de obligatiemarkt zich weer enigszins herstelde.

In Duitsland zorgde de combinatie van een loonakkoord in de Duitse metaal, waarmee een staking werd voorkomen, en een stijging van de werkloosheid aanvankelijk voor een lichte daling van de lange rente. De stemming veranderde echter toen duidelijk werd dat de overeengekomen loonstijging van 6,4% het tijdstip van een eventuele monetaire verruiming naar de toekomst verschuift. Ook de negatieve stemming op de Amerikaanse markt droeg, zij het in beperkte mate, bij aan de stijging van de rente.

De Nederlandse obligatiemarkt wist in eerste instantie te profiteren van het meevallend inflatiecijfer over januari van 4,1%. Omdat hiermee het

Nederlandse prijspeil weer in de buurt komt van de Duitse inflatie, verwachtte de markt dat het renteververschil tussen deze twee landen in de toekomst zal kunnen dalen. De rente op de Nederlandse geldmarkt kon dalen onder invloed van een verlaging van de beleningsrente met 10 basispunten tot 9,3% door de Nederlandsche Bank. Hiervoor was ruimte ontstaan door de stijging van de gulden ten opzichte van de Duitse mark.

Valutamarkten

Op de valutamarkten was sprake van een vaste stemming voor de Amerikaanse dollar. Ten opzichte van de gulden is de dollar binnen twee weken tijd met meer dan 4% gestegen tot f 1,86. Het sentiment is wezenlijk verbeterd. De vrees voor escalatie van conflicten in de voormalige Sovjetunie, maar ook in Irak en het Midden-Oosten werden genoemd als factoren die de dollarkoers opdreven. Vooral vanuit Japan werd met tegenzin kennis genomen van de kracht van de dollar die vertaald kan worden in zwakte voor de Japanse yen. Hoewel de centrale banken van beide grootmachten intervernieerden tegen de dollar, resulteerde dit maar ten dele in het gewenste effect. De Japanse centrale bank wordt hierbij voor een dilemma geplaatst: aan de ene kant wordt de druk vanuit het binnenland sterker om via een verlaging van de rente de afzwakkende economie te stimuleren, terwijl vanuit het buitenland gewezen wordt op verder oplopende handelsfricties wanneer de Japanse yen te veel achterblijft bij de Amerikaanse dollar.

De toenemende kracht van de Amerikaanse dollar ging gepaard met een afnemende spanning binnen het EMS, doordat de Duitse markterrein moest prijsgeven ten opzichte van de overige EMS-valuta. De verschillen blijven uiteraard beperkt, maar toch zakte de Duitse mark naar een dieptepunt voor een jaar. Het pond heeft sedert begin januari duidelijk aan kracht gewonnen en is in iets meer dan een maand gestegen van f 3,19 tot f 3,25. De belangrijkste steun kwam vanuit de politieke hoek. Een verkiezingszege van de Tories, wat op dit moment volgens de opiniepeilingen het meest waarschijnlijk is, wordt op lange termijn beter voor het pond geacht.

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