

Tekenen voor vertraging groei in VS en Japan

Het macro-economisch nieuws toonde in de afgelopen weken wederom signalen die wijzen op een vertragende groei, vooral in de Verenigde Staten en Japan. Overigens vormde de in maart met 0,6% toegenomen orderontvangst voor duurzame goederen in de Verenigde Staten een positieve verrassing voor de financiële markten die hadden gerekend op een teruggang met 0,5%.

De groei van het Amerikaanse bbp is in het eerste kwartaal uitgekomen op 2,8% op jaarbasis, tegenover 5,1% in het voorgaande kwartaal. Wanneer de investeringen over het hele jaar in hetzelfde tempo blijven toenemen, dan zal de groei van de voorgaande twee jaren, met respectievelijk 18 en 17,6%, in 1995 worden overtroffen. Ook de voorraadvorming met \$ 63 mrd – de grootste in elf jaar – speelde een belangrijke rol in de bbp-groei in het eerste kwartaal. Stagnerende particuliere bestedingen en een negatieve invloed van de buitenlandse handel beperkten de economische groei.

Inmiddels daalde de index of leading indicators in maart voor de tweede maand in successie, en wel met 0,5%. Deze index wordt geacht zes tot acht maanden vooruit te lopen op de feitelijke ontwikkeling van de economie. Drie maanden van teruggang werd in het verleden gezien als voortekenen voor een op handen zijnde recessie. Ook de daling van de werkgelegenheid in april met 9.000 banen in plaats van een verwachte groei van 140.000 werd op de financiële markten gezien als een teken van economische verzwakking in de Verenigde Staten.

Van de federale begroting mag ook geen stimulans worden verwacht. In het kader van het "Contract with Ame-

rica" willen de Republikeinen de overheidstekorten immers wegwerken. De Republikeinen beschikken in beide huizen over een meerderheid en willen toewerken naar een evenwichtige begroting in het jaar 2002. Dit vergt voor de komende zeven jaar besparingen tot een bedrag van \$ 1.049 mrd. Het is daarbij de bedoeling dat de belastingen ook nog worden verlaagd, terwijl de sociale zekerheid van ouderen en de defensie-uitgaven gespaard zullen worden.

Afnemend vertrouwen in Japan

Het Japanse handelsoverschot over maart is toegenomen met 8,9% tot \$ 16,6 mrd, waarmee het overschot over het per 31 maart afgesloten boekjaar uitkwam op \$ 145 mrd, tegen \$ 143 mrd in het voorgaande jaar. Het overschot op de lopende rekening nam af, zowel in maart als – voor het eerst in vier jaar – over het gehele jaar. De procentuele groei van de import is met 18% weliswaar veel hoger dan de 11% exportgroei, maar gezien het niveauverschil (\$ 251,5 mrd ten opzichte van \$ 396,5 mrd) zijn de mutaties uitgedrukt in dollars onvoldoende om het surplus terug te brengen. Uitgedrukt in Japanse yen is overigens wel sprake van een afnemend overschot. Verwacht wordt dat met ingang van het tweede halfjaar 1995 de Japanse export in toenemende mate zal worden getroffen door de scherpe stijging van de yen sedert het begin van dit jaar. Ten opzichte van de dollar bedraagt deze circa 20%. Bestaande exportcontracten lopen dan af en moeten worden heronderhandeld op basis van de veel duurere yen.

Inmiddels is de onenigheid tussen de Verenigde Staten en Japan over de welhaast structurele onevenwichtigheid in het handelsverkeer tussen beide landen zo hoog opgelopen dat de VS handelsmaatregelen hebben aangekondigd. Naar verwachting zal de export van Japanse auto's naar de VS hierdoor worden beperkt. De totale Japanse auto-export daalt al drie jaar, maar daarbij gaat het vooral om de uitvoer naar Europa.

Naast een moeilijker wordende export heeft de Japanse economie ook te lijden van stagnerende consumentenbestedingen. De warenhuisverkoop daalden in maart weer met 2,1%. De industriële productie lag in maart 5,1% hoger dan een jaar geleden,

mede als gevolg van een herstel bij het bedrijfsleven van de gevolgen van de aardbeving begin dit jaar. Voor het fiscale jaar dat op 31 maart werd afgesloten kwam de groei van de industriële produktie uit op 3%. Het bedrijfsleven verwacht echter een vertraagde produktiegroei in april. Naast een stagnerende vraag van consumenten en buitenlandse afnemers speelt het nu al drie maanden stijgende voorraadniveau ook een rol bij de laaggespannen verwachtingen.

De Japanse overheid heeft inmiddels een stimuleringsplan van 2.730 mrd yen (circa f 50 mrd) aangekondigd, dat ten dele wordt besteed aan steun voor middelgrote en kleine ondernemingen die getroffen worden door de scherpe koersstijging van de yen. Ook andere maatregelen worden uit deze aanvullende begroting gefinancierd, zoals herstelwerkzaamheden in het door de aardbeving getroffen gebied rond Kobe.

Verenigd Koninkrijk

De Britse economie ontwikkelde zich in het eerste kwartaal voorspoedig. De economische groei met 3,9% ten opzichte van een jaar geleden overtrof zelfs de verwachting, ook al ligt het percentage lager dan de 4,2% waarmee de Britse economie in het laatste kwartaal van 1994 groeide. Positief was ook het inflatiecijfer over april dat uitkwam op 3,3% tegen 3,5% in maart jl. Ondanks de gunstige cijfers gaf de Britse centrale bank te kennen dat zij uiterst bevreesd is voor een oplopende inflatie, mede als gevolg van de negatieve effecten van het sterk in waarde gedaalde Britse pond.

Nederlands bedrijfsleven gedijt uitstekend

De voorlopige schatting van de economische groei in het vierde kwartaal van 1994 werd door het CBS neerwaarts bijgesteld van 3,3% tot 3%. Nadat in de eerste drie kwartalen van vorig jaar de snelle groei van de export een belangrijke bijdrage leverde aan de economische groei, werkte de buitenlandse handel in het slotkwartaal voor 1,4% negatief op de economische groei. De voortrekkersrol werd in het laatste kwartaal overgenomen door voorraadvorming en bedrijfsinvesteringen, vooral in woningen en transportmiddelen. De consumptieve bestedingen namen

slechts in bescheiden mate toe, zodat uit hoofde hiervan 0,9% van de bbp-groei werd gerealiseerd.

Overigens steeg het overschot op de handelsbalans vorig jaar – ondanks de vertraging in de exportgroei in het tweede halfjaar – tot het record van f 28,5 mrd, f 2 mrd meer dan in het voorgaande jaar. De invloed van de overheidsbestedingen op de bbp-groei was beperkt.

Het kabinet heeft de hoofdlijnen van de begroting voor volgend jaar zonder al te grote problemen vastgelegd: het financieringstekort zal f 3 mrd lager uitkomen dan eerder overeengekomen (2,9%), terwijl de lastendruk met f 4,7 mrd eveneens meer omlaag gaat dan in het regeerakkoord was vastgelegd. Naast de overheid die met zijn financiële planning goed op schema ligt, vergaat het het bedrijfsleven bijzonder goed, getuige de uitstekende winstcijfers en de scherpe verbetering van het producentenvertrouwen, die uit de laatste conjunctuurtest van het CBS naar voren komt. Alleen de consumenten blijven zich wat terughoudend opstellen, ook al blijft de index van het consumentenvertrouwen positief.

Obligatiemarkten vriendelijk

Onder invloed van het groeiende aantal signalen dat de Amerikaanse economie afkoelt vertoonde de kapitaalmarktrente in de Verenigde Staten een versnelde daling. De scherpe stijging van de obligatierente die volgde op de serie van zeven renteverhogingen die de Fed in februari 1994 inzet, is inmiddels voor een flink deel teniet gedaan. Van een hoogtepunt van 8,2% is de rente op de kapitaalmarkt voor tienjaars staatsleningen in de Verenigde Staten inmiddels teruggelopen tot onder de 7%. Ook elders in de wereld zette de trend naar lagere obligatierentes krachtig door. In een maand tijd is de kapitaalmarktrente over een breed front met 0,4 procentpunt gedaald. In landen met een relatief hoge rente, zoals Australië en Italië was de rentedaling nog krachtiger.

Door marktpartijen wordt inmiddels weer gesproken over mogelijke renteverlagingen door de Fed en de Bundesbank, hetgeen de omslag in het sentiment duidelijk illustreert. Daarbij mag echter niet over het hoofd gezien worden dat in verschillende landen de stijging van grondstoffen- en industrieprijzen in het af-

gelopen jaar heeft geleid tot een opwaartse druk op het consumentenprijsniveau, die echter nog niet in de eindprijzen tot uiting is gekomen. Mogelijk zal deze opwaartse druk wegvallen naarmate grondstoffenprijzen als gevolg van een vertragende economische groei weer wegzakken, maar mogelijk zal toch nog het een en ander worden doorberekend in de consumentenprijzen. Daardoor kan de inflatie-angst de kop weer opsteken en de vriendelijke stemming op de obligatiemarkt omslaan. De stijging van de Amerikaanse producentenprijzen met 0,5% in april was in dit verband niet geheel geruststellend.



F van Lanschot
Bankiers nv

SINDS 1737

Geen Britse renteverhoging

Heel anders is het sentiment in het Verenigd Koninkrijk, waar enige teleurstelling ontstond over het achterwege blijven van een verhoging van de base rate die algemeen werd verwacht. De koers van het Engelse pond zakte naar een nieuw dieptepunt van f 2,44. De Bank of England heeft inmiddels laten doorschemeren te vrezen dat de inflatie niet volgens planning onder de 2,5% zal uitkomen, hetgeen een renteverhoging noodzakelijk maakt. Het recentelijk achterwege blijven van de alom verwachte renteverhoging wordt daarom gezien als een overruling van de Bank of England door minister Clarke van Financiën, die in verband moet worden gebracht met de voor de Britse conservatieven uiterst beroerde recente verkiezingsuitslagen.

In Nederland beliep de daling van de tienjaars rente de afgelopen maand 0,4 procentpunt. De tienjaars rente die begin van dit jaar rond 7,8% piekte, ligt nu iets onder de 7%. Een verdere daling richting de niveaus die we begin 1994 hebben gezien mogen we echter absoluut niet verwachten, ook al lag de inflatie toen

net onder de 3%, terwijl de geldontwaarding in april jl. op 2,3% uitkwam, waarbij het CPB voor dit jaar een verdere daling voorziet tot een niveau van 2% voor heel 1995. Voor 1996 verwacht het CPB weer een lichte stijging tot 2,5%. De gemiddelde inflatie in de EU is sedert het dieptepunt van 2,9% eind vorig jaar inmiddels gestegen tot 3,3% in maart jl.

Dollar weer boven f 1,60

De Amerikaanse dollar bewoog zich geruime tijd met een marge van anderhalve cent rond f 1,53. Tijdelijk ontstond koersdruk naarmate het macro-economisch nieuws wees op een afkoeling van de economie. Op 11 mei vertoonde de dollar plots een opmerkelijk herstel, dat vermoedelijk mede door dekking van shortposities op een dag meer dan 5 cent bedroeg. Daarna zette het herstel door, waarmee de munt weer ruim boven de f 1,60 belandde.

Na de eerdere verzwakking van de Franse frank tot onder de f 0,3150 reageerde de koers met een stijging tot bijna f 0,32 positief op de verkiezing van Jacques Chirac tot opvolger van president Mitterand. Nadat al eerder duidelijk was geworden dat de favoriet van de financiële markten, Eduard Balladur, in de eerste verkiezingsronde uit de boot was gevallen, had Chirac de voorkeur boven rivaal Jospin. Toch is Chirac geen overtuigd voorvechter van een 'Franc fort'-politiek, en evenmin van de toetreding tot de EMU. De nieuwe president concentreert zich primair op de nationale problemen en heeft het bestrijden van de zeer hoge Franse werkloosheid bovenaan zijn prioriteitenlijst staan. Verlaging van de sociale lasten moet hiertoe uitkomst bieden. De financiering hiervan moet komen uit kostenbesparing bij de overheid, verhoging van btw en voortzetting van de privatiseringspolitiek. Gezien het forse begrotingstekort is de bewegingsruimte voor de nieuwe president niet zo bijster groot en de aanvankelijke euforie op de financiële markten verdween snel als gevolg van het ontbreken van een duidelijk perspectief van het door Chirac te voeren beleid.

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