

VS omhoog, VK door dal

Hoewel recente cijfers een overwegend positief beeld schetsen over de Amerikaanse economie, viel de definitieve groei over het laatste kwartaal van 1991 met 0,4% de helft lager uit dan oorspronkelijk was gemeld. Positief teken was dat de neerwaartse bijstelling vooral te wijten was aan een lagere groei van de voorraden. Zowel minister van Financiën Brady als de Fed toonden zich dan ook gematigd optimistisch over het economische herstel. Hierbij bleef de inflatie met 2,8% over februari op een acceptabel niveau terwijl het persoonlijke inkomen in dezelfde maand een recordstijging liet zien van 1,1%. Op grond van een toename met meer dan 9% van het aantal verkochte woningen, zowel nieuwe als bestaande, lijkt de lagere hypotheekrente eindelijk vruchten af te werpen. Ook de ondernemingen zien na de sterke stijging van de detailhandelsverkoop in januari en februari het tweede kwartaal met meer vertrouwen tegemoet. De daling van het handelstekort over januari tot \$ 5,77 miljard, iets lager dan de voorgaande maand en \$ 1,6 miljard beter dan dezelfde maand van vorig jaar, was voor een groot deel te wijten aan lagere olieimporten. Echter op grond van een lagere groei van de belangrijkste handelspartners en een herstel van de eigen economie lijkt deze verbetering van korte duur.

Japanse groei stagneert

In het laatste kwartaal van 1991 heeft de Japanse economie voor het eerst in meer dan twee jaar een stagnatie van de groei laten zien, terwijl in het voorgaande kwartaal nog sprake was van een groei van 0,5%. Op jaarbasis daalde de groei van 4,3% tot 3,2%. Een deel van de groeivertraging zal de Bank of Japan worden aangerekend. Deze heeft namelijk de afgelopen drie jaar, in een poging om de enorme stijging van de grond- en onroerendgoedprijzen een halt toe te roepen, het officiële disconto vijfmaal verhoogd. Hoewel de grond-

prijzen in 1991 inderdaad voor het eerst in zeventien jaar een daling van 4,6% hebben laten zien, is tegelijkertijd de Japanse economie tot stilstand gekomen. Om voor het begrotingsjaar 1991, eindigend op 31 maart, de groei-doelstelling van de overheid van 3,7% te halen, zou de economie in het laatste kwartaal een groei van meer dan 5% moeten behalen. Een groeistagnatie lijkt evenwel waarschijnlijker gegeven een daling van de verkoop in warenhuizen in Tokio met 0,2% en een terugval van de produktiegroei. Hoewel de overheid met een pakket stimuleringsmaatregelen is gekomen, ligt de grootste druk bij de Japanse centrale bank om via een substantiële renteverlaging de binnenlandse vraag aan te wakkeren. De combinatie van geldgroei en inflatie die gedurende de afgelopen twee maanden beide gemiddeld onder de 2% bleven, biedt hiervoor voldoende ruimte.

Bundesbank verruimt niet

Hoewel het westelijk deel van Duitsland in de tweede helft van 1991 een negatieve groei heeft laten zien en ook in de eerste maanden van dit jaar de groei van consumptie en produktie lijkt te stagneren, houdt de Bundesbank de monetaire teugels onverminderd strak. Vanuit verschillende gezichtspunten lijkt de Bundesbank hierin gelijk te hebben. Ten eerste ligt, als gevolg van een ruime kredietverlening van de banken aan de particuliere sector, de groei van de geldhoeveelheid (M3) met 9% in januari en 8,5% in februari ruimschoots boven de limiet van 5,5%. Daarnaast is ook het huidige inflatieniveau te hoog. Nadat de inflatie in februari gestegen was van 4,0% tot 4,3%, lijkt aan deze opwaartse trend nog geen einde te komen. In twee deelstaten lag de inflatie in maart op respectievelijk 4,5% en 4,9%. De combinatie van enerzijds een oplopende inflatie en anderzijds loonrondes die boven de 6% dreigen uit te komen vergroot de kans op een loon/prijsspiraal. Dit brengt de concurrentiepositie van het Duitse bedrijfsleven in gevaar op het moment dat de wereldhandelsgroei afneemt. Tenslotte dreigt de financiering van de eenwording een te groot beslag te leggen op de begroting van de staat. Sinds de eenwording is DM 130 miljard naar de voormalige DDR overgedragen en is de staatsschuld met 30% gestegen tot DM 1300 miljard. Hoewel de Duitse overheid binnen de doelstellingen voor het over-

heidstekort in procenten van het bnp op weg naar de EMU zal blijven, zal met name de Treuhandanstalt een sterke stijging van de overheidsschuld veroorzaken.

Stagnatie VK

Vanuit Groot-Brittannië blijven de slechte berichten aanhouden op het moment dat de laatste verkiezingsweek is aangebroken. Terwijl de industriële produktie in januari een teleurstellende daling vertoonde van 1,1%, lijken de consumenten gezien een marginale 0,4% stijging van de detailhandelsverkoop in februari nauwelijks enig vertrouwen te hebben in een economisch herstel. De stijging van de lonen ligt met 7,3% nog op een te hoog niveau, waardoor de vraag naar arbeid achterblijft en de werkloosheid verder oploopt tot 9,4%. De handelsbalans vertoonde met een tekort van £ 1,05 miljard over februari een weinig verrassende verbetering ten opzichte van januari. Het laatste inflatiecijfer leverde echter wel een onaangename verrassing op. Terwijl gerekend was op een verdergaande daling van de inflatie tot 3,8%, bleef de inflatie in februari steken op 4,1%. Hoewel hiermee de Britse inflatie op het eerste oog onder de Duitse inflatie komt, blijkt de inflatie gecorrigeerd voor de hypotheektarieven op 5,6% te liggen.

Rente en valuta

Het sentiment op de kapitaalmarkten is de afgelopen weken verder verslechterd. Nadat de Amerikaanse kapitaalmarkt in de eerste helft van maart te sterk vooruit was gelopen op een combinatie van een snel economisch herstel en een oplopende inflatie, bleef de kapitaalmarkt vervolgens rond het niveau van 8% voor de langstlopende staatsobligaties fluctueren op wisselend economisch nieuws. Tegenvallend nieuws zoals de neerwaartse bijstelling van de economische groei vormde een tijdelijke stimulans voor de obligatiekoersen. Berichten echter die het economische herstel bevestigden, zoals de woningverkoop en de stijging van het inkomen en de consumptie, zorgden weer voor een verslechtering van het sentiment. Voor de Europese markten zette het onveranderde monetaire beleid van de Bundesbank de toon. Het rendement op de langlopende Duitse staatsobligaties kwam voor het eerst sinds meer dan twee maanden boven de 8,1% te liggen. De Franse en

Britse markten hadden naast de hoge Duitse rente tevens te lijden van de verkiezingsperikelen. Deze twee markten hebben dan ook de koerswinst van de eerste twee maanden van het jaar in moeten leveren. De Nederlandse kapitaalmarktrente liep in lijn met de Duitse tarieven verder op. De Nederlandse staat ondervond dit aan den lijve op het moment dat de laatste 15-jarige 8,25% staatslening weer werd opengesteld tegen een uitgifteprijs van 100,15 (rendement 8,23%). Echter na een teleurstellende plaatsing op de eerste dagen is de uitgifteprijs uiteindelijk met een heel punt naar beneden bijgesteld om de gewenste f 5 miljard te kunnen plaatsen. Door het grote aanbod aan nieuw lang papier en de sombere inflatieverwachting van het CPB liep het écart met de Duitse markt eind maart weer iets op, terwijl ook het geldmarkttarief over de maand een stijging vertoonde.



**F van Lanschot
Bankiers nv**

SINDS 1737

Aan het valutafront bleef de dollar de afgelopen maand bewegen tussen f 1,85 en f 1,90. Internationaal politieke onrust droeg van tijd tot tijd bij tot een aantrekkende dollar-koers. Te denken valt aan de onrust in de voormalige Sovjetunie en Libië. Daartegenover leek de dollar minder gevoelig voor economisch nieuws. Meevallende consumptie- en inkomenscijfers hadden nauwelijks enig koersherstel van de dollar tot gevolg. De dollar kwam zelfs even onder de DM 1,65 grens. Hier speelt echter ook mee dat het Duitse valutablok aan kracht won doordat een monetaire verruiming door de Bundesbank in de komende maanden onwaarschijnlijk is geworden. De overige Europese valuta konden de stijging van de Duitse mark nauwelijks bijhouden, met uitzondering van de Franse frank die al vanaf het begin van het jaar een gestage stijging vertoont. De koers van de yen stond verder onder druk en kwam weer onder de f 1,40 terecht. Naast de actuele vertrouwenscrises speelt hierbij ook de verwachting dat de rente zal worden verlaagd.