

Wisselend beeld

Optimisme in de VS

In de VS blijven de economische signalen positief. In oktober steeg de orderontvangst voor duurzame goederen met 2% ten opzichte van de voorgaande maand en 8,7% ten opzichte van een jaar geleden. Het aantal in aanbouw genomen woningen ligt nu op 1,4 miljoen op jaarbasis, het hoogste niveau sedert 1990, toen het topje van de laatste hoogconjunctuur werd bereikt. In oktober lag het woningbouwniveau 14% hoger dan een jaar geleden. De industriële produktie steeg in oktober met 0,8% en ligt nu 4,4% hoger dan een jaar eerder. De verwachtingen zijn dan ook dat het lopende kwartaal een economische groei van tegen de 4% kan opleveren. De VS zullen zich ook volgend jaar nog op een positieve manier kunnen onderscheiden van de rest van de westerse wereld. Consequentie van deze relatief bevoorrechte economische positie is wel dat het tekort op de handelsbalans een verdere stijging laat zien. Het handelstekort over september lag met \$ 10,9 mrd weer boven het tekort van de voorgaande maand. Gestimuleerd door een verder aantrekkende binnenlandse vraag nam de import toe met 3,4%. Echter, de groei van de export bleef steken op 2,1%, doordat de buitenlandse vraag naar Amerikaanse produkten beperkt bleef.

Japan in mineur

Het pessimisme over de Japanse economie lijkt zich steeds verder uit te breiden. Voor het lopende jaar wordt weinig hoop op herstel meer gekoesterd, maar ook 1994 lijkt niet het aanvankelijk beloofde sterke herstel te zullen vertonen. De Japanse economie wordt momenteel getroffen door de combinatie van een wegvallende binnenlandse vraag en een sterke yen, waardoor ook de export onder

toenemende druk komt. De flexibiliteit die de Japanse economie de afgelopen jaren heeft weten te bereiken, is op dit moment ver te zoeken. De laatste cijfers tonen dit nog eens aan. De "diffusion index" – een leading indicator voor de totale economie – leverde in september een uitkomst op van 36,4, terwijl een maand eerder nog 50 werd geregistreerd. De consumentenbestedingen vertoonden in september voor de vijfde maand op rij een daling, nu met 1,7% ten opzichte van een jaar eerder. Dit is sinds 1981 niet meer voorgekomen. Reeds nu kan worden gesproken van de langste recessie in twintig jaar. Het overschot op de Japanse handelsbalans blijft zich overigens gemeten in dollars op een hoog niveau bewegen. In oktober was sprake van een stijging tot \$ 11 mrd. Hoewel zowel de inkomende als de uitgaande handelsstroom onder sterke druk stond, was de importdaling tweemaal zo groot als de daling van de export. Uitgedrukt in de Japanse yen lag het handelsoverschot evenwel 11% lager dan vorig jaar.

Duitsland stabiliseert

De vraag of een spoedig herstel van de Duitse economie moet worden verwacht blijft de gemoederen bezighouden. Na een optimistische prognose van zes onderzoeksinstituten en vervolgens een pessimistische visie van de adviseurs van de Duitse regering (Vijf Wijzen) waarschuwt het DIW-instituut voor een 'double dip'. Recentelijk heeft de werkgeversvereniging echter uitgesproken geen verdere economische achteruitgang te verwachten. Voor het Duitse bedrijfsleven zou dit zeer gelegen komen. In de eerste acht maanden van dit jaar zijn 28% meer bedrijven failliet gegaan dan in dezelfde periode vorig jaar. Inmiddels lijken de werknemers en de vakbonden overtuigd van de noodzaak om zich bij de komende loononderhandelingen gematigd op te stellen. Dit zou een positief effect kunnen uitoefenen op het verloop van de inflatie en dus op de mate waarin de Bundesbank bereid is de officiële tarieven te verlagen. Op dit moment al laat de inflatie een duidelijke daling zien. Na een inflatie van 3,9% in oktober is vervolgens de inflatie in november verder gedaald tot 3,7%. Wanneer in januari van het volgend jaar de invloed van de BTW-ver-

hoging uit de inflatiecijfers verdwijnt, zou de Duitse inflatie wel eens snel onder de 3% kunnen uitkomen.

Nederland groeit door

De Nederlandse economie blijft zich in positieve zin onderscheiden van de meeste buurlanden. Nadat het bruto binnenlands product (bbp) in het eerste kwartaal een daling met 0,5% vertoonde en in het tweede kwartaal een klein plusje (0,2%) liet zien, kwam het bbp in het derde kwartaal toch enigszins verrassend 0,5% hoger uit dan een jaar geleden. Het CBS tekent hierbij overigens aan dat de grotere aardgasproduktie van wezenlijke invloed is geweest. Het oordeel van ondernemers over de orderpositie is iets verslechterd, maar vooralsnog niet zodanig dat de opgaande trend hierdoor wordt doorbroken. Vooralsnog lijkt de economie een licht groeiende trend te kunnen handhaven. De Nederlandse consument blijft goed besteden: in september lagen de detailhandelsverkopen gecorrigeerd voor prijsstijgingen 2,1% hoger dan een jaar geleden. De belangrijkste dissonant in dit over het algemeen redelijk positieve plaatje vormt de werkgelegenheid. Voor het eerst sinds 1984 is het aantal banen op jaarbasis gedaald. Eind juni waren er 6.000 minder banen dan op hetzelfde moment een jaar eerder. Bij de arbeidsbureaus staan nu 405.000 werklozen ingeschreven, tegenover slechts 274.000 in juli 1992. Het aantal werkloosheidsuitkeringen is inmiddels opgelopen tot 655.000 in september. Echter het CBS verwacht dat de werkloosheid nog verder zal stijgen tot 715.000 volgend jaar.

Rente en valuta

VS
De nervositeit op de Amerikaanse rentemarkt neemt toe en ook de Europese rentemarkten kunnen zich niet geheel distantiëren van de opkomende inflatie-angst in de VS. De inflatiecijfers zelf geven nog geen zichtbare aanleiding tot zorg, maar toch wordt van verschillende kanten gewaarschuwd voor een opleving, die zou nopen tot een opwaartse bijstelling van de rente door de FED. De Amerikaanse geldmarktrente ligt op een historisch laag niveau de verwachting is dat de eerstvolgende renteverandering door de FED een verhoging zal

zijn. De vrees hiervoor wordt versterkt doordat de tekenen sterker worden dat de Amerikaanse economie zich verder herstelt. Op de Amerikaanse obligatiemarkt werd hierop al sterk vooruitgelopen. Het rendement op de tienjarige Amerikaanse treasury ligt daarmee voor het eerst sinds lange tijd weer in de buurt van het Nederlandse rendement.

Duitsland

De Duitse Bundesbank heeft het beleningstarief in twee stappen verlaagd van 6,38% tot 6,25%, waarmee dit tarief precies tussen het Lombardtarief (6,75%) en het officiële disconto (5,75%) is komen te liggen. De Nederlandsche Bank volgde met een verlaging van het beleningstarief van 6,1% tot 6,0%. De verwachting van een snelle verdere renteverlaging op het Europese continent nam tijdelijk even af nadat de Duitse geldgroei cijfers bekend werden. Met 6,8% lag het groei cijfer wederom boven de doelstelling van de Bundesbank. De bekendmaking van de inflatie over november leidde vervolgens echter tot een aanzienlijke verbetering van het sentiment. Met 3,7%, na 3,9% in oktober, zijn de vooruitzichten op een verdere monetaire verruiming door de Bundesbank weer nieuw leven ingeblazen. Van de Bundesbank zelf komen eveneens geluiden dat zowel inflatie als geldgroei de komende maanden verder zullen kunnen dalen.

Hoewel de Nederlandse obligatiemarkt de positieve draad weer wist op te pakken, is het rendement de afgelopen twee weken per saldo nauwelijks veranderd. Behalve dat het internationale renteklimaat met name vanuit de VS op dit moment weinig positief is, wachten de grote beleggers op de aankondiging van de Agent van het Ministerie van Financiën inzake een nieuwe staatslening ter dekking van het financieringsstekort in 1994. Echter met een verdere daling van de Duitse inflatie en geldgroei kan ook in Nederland het sentiment op de obligatiemarkt positief blijven.

Britse tariefsverlaging

Niet zozeer het feit zelf als wel het tijdstip van de Britse renteverlaging van 6% tot 5,5% was verrassend. Verwacht was dat de Britse centrale bank zou wachten tot de regering haar nieuwe begroting kenbaar zou hebben gemaakt. De Britse regering

ontkomt namelijk niet aan bezuinigingen c.q. lastenverzwaringen en een tariefsverlaging zou deze pijn voor de bevolking moeten verzachten. Wellicht dat de Britse centrale bank de bekendmaking van het inflatiecijfer (1,4% in oktober) heeft aangegrepen voor de rentemaatregel. Met name de overtuiging in de markt dat de inflatie geen reden tot zorg geeft, leidde tot een lichte daling van de lange rente. Het Britse pond profiteerde van de – lager dan verwachte – tariefsverlaging met een stijging tot *f* 2,85.

Japanse yen

De Japanse yen heeft weer aan waarde moeten inboeten. Ten opzichte van de gulden was sprake van een lichte daling. Daarnaast is de dollar weer iets gestegen (tot boven de *f* 1,90) op grond van het vooruitzicht



**F van Lanschot
Bankiers nv**

SINDS 1737

van een verdere afname van het rentverschil tussen Duitsland en de VS, zodat de daling van de Japanse yen ten opzichte van de dollar nog iets groter was. Aangezien het overleg tussen president Clinton en de Japanse premier zonder noemenswaardig resultaat is afgesloten, is de politieke druk op de Japanse yen tijdelijk naar de achtergrond verdwenen. Dit zou voor het exporterende Japanse bedrijfsleven uiterst welkom zijn, aangezien een lagere yen de concurrentiepositie weer iets kan opkrikken.

Beurzen

Afgelopen weken was er sprake van een grote beweeglijkheid op de Europese beurzen. Twijfels over het Duitse inflatieniveau, en dus over het doorzetten van een politiek van renteverlagingen, lagen hieraan mede ten grondslag. Daarnaast speelde de combinatie van vrees voor een rentestijging in de VS met de aanhoudende zwakte op de beurs van Tokyo tevens een belangrijke rol. Verder gaven de verkiezingsuitslag in Italië en begrotingsperikelen in het Verenigd Koninkrijk aanleiding tot zorg.

De onderliggende positieve trend blijft ons inziens echter gehandhaafd. Toen de inflatiecijfers in Duitsland werden gepubliceerd bleek inderdaad dat de dalende trend doorzet, hetgeen ook in het monetair beleid van de Bundesbank tot uitdrukking zal komen. Daarmee blijven de aandelen een aantrekkelijk alternatief voor deposito's en obligatiebeleggingen.

Wall Street

De Dow Jones index bereikte een nieuw hoogtepunt van 3711. Bij de daaropvolgende reactie ging slechts een klein deel van dit niveau verloren. Goede economische cijfers, bij voorbeeld ten aanzien van industriële productie en detailhandelsverkoop, en het tot stand komen van het NAFTA-akkoord lagen aan het record ten grondslag. Niet alleen de grote fondsen kunnen zich verheugen in grote belangstelling. Ook voor beursintroducties lopen beleggers te hoop en vervolgens schieten de koersen van nieuwkomers dikwijls scherp weg tot soms astronomische koersniveaus.

Japanse beer

De Japanse aandelenmarkt gaat in rechte lijn naar beneden. Nadat de beurs enige maanden rond een niveau van 20.000 heeft bewogen, is het vertrouwen van beleggers nu helemaal verdwenen. Ook het niveau van 16.000, waar aanvankelijk gedacht werd dat de beurs steun zou vinden, is inmiddels doorbroken. Sinds oktober is de Nikkei Dow Jones index met bijna 20% gekelderd. Over een breed front worden winstverwachtingen in neerwaartse richting bijgesteld. Met name de banken, die de spil vormen in het netwerk van het Japanse bedrijfsleven, moesten aanzienlijke koersverliezen incasseren. Voor volgend jaar wordt in toenemende mate gerekend op een aanhoudende economische stagnatie waarbij het uiteindelijke groei cijfer dicht bij de nul zal uitkomen. Daarnaast hebben bedrijven last van de hoge yen, die de exportinkomsten en concurrentiepositie onder druk zet. Zo zag Pionier in de eerste zes maanden van het lopende boekjaar de winst voor belastingen teruglopen tot ¥ 7,9 mrd, een daling van 55%!

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