

# Wisselend beeld

## Verenigde Staten

In de Verenigde Staten krijgt het terugdringen van het begrotingstekort steeds meer aandacht. In de State of the Union deed president Clinton al voorstellen om het tekort terug te brengen van \$ 300 mrd op dit moment tot \$ 206,5 mrd in 1997. Echter omdat anders deze tekortnorm niet zou worden bereikt, is met het Huis van Afgevaardigden overeengekomen nog eens \$ 63 mrd extra te besparen op overheidsuitgaven. De besparingen zullen via de 'kaas-schaaf-methode' vrijwel over het gehele uitgavenscala worden gerealiseerd, behalve bij de sociale zekerheid. Daarnaast zal er bespaard worden op het eerder voorgestelde investeringsprogramma van \$ 153 mrd.

Het ziet er naar uit dat het hoge tempo van economische groei van het afgelopen kwartaal niet kan worden vastgehouden. De orderontvangst liep in januari wat terug, terwijl in dezelfde maand ook het consumentenvertrouwen is gedaald. De ondertoon in het economische nieuws blijft overigens goed. De index of leading indicators vertoonde in januari weer een lichte stijging en wel met 0,1%. De werkgelegenheid (buiten de agrarische sector) steeg in februari met 365.900, terwijl de werkloosheid daalde van 7,1% tot 7,0%. Een tegenvaller vormden evenwel de producentenprijzen, die in februari een stijging van 0,4% op maandbasis lieten zien, de sterkste toename sinds november 1990. In januari hadden tevens de consumentenprijzen met een toename van 0,5% al de vrees voor een oplopende inflatie aangewakkerd.

Op de Amerikaanse obligatiemarkt verdween de al geruime tijd voortdurende Clinton-euforie over de tekortreductieplannen naar de achtergrond. Door de sterker dan verwachte stijging van de producentenprijzen

vreesden beleggers oplopende inflatie in de nabije toekomst. Hierdoor liet het rendement op de laatste dertigjarige treasury weer een lichte stijging zien.

Op de valutamarkten wist de dollar weer aan kracht te winnen. De verkleining van het rente-ecart met Europa speelde hierbij een rol. Daarnaast heeft de spanning rond Rusland de belangstelling voor de dollar gestimuleerd.

De Dow Jones werd keer op keer scherper gesteld, ook nadat de obligatiemarkt tekenen van zwakte vertoonde na de eerdere soms forse stijgingen. De onrust in Rusland en de onzekerheid over de positie van Jeltsin zorgden echter voor sterke neerwaartse koersfluctuaties.

## Japanse recessie

In 1992 groeide het bbp van Japan slechts met 1,3%. Na een daling van het bbp in het tweede en derde kwartaal is ook het laatste kwartaal negatief afgesloten met een daling van 0,1%. Voor het eerst in de geschiedenis zijn ook de binnenlandse bestedingen gedurende drie achtereenvolgende kwartalen gedaald. De investeringen in kapitaal laten zelfs al vijf achtereenvolgende kwartalen een afname zien. De terughoudendheid op het gebied van investeringen vertaalde zich in personeelsreducties. Minder zichtbaar is echter het invoeren van personeelsstops, waardoor minder nieuwe banen beschikbaar komen. Beide factoren bevestigen het gebrek aan vertrouwen bij het Japanse bedrijfsleven.

Het ondernemersvertrouwen bleek medio februari verder verslechterd tot een niveau dat sedert de eerste helft van de jaren zeventig (eerste oliecrisis) niet zo slecht is geweest. De vooruitzichten voor een herstel zijn voorlopig afwezig. Voor het volgende boekjaar wordt gerekend op een verdere terugval van de investeringen met 4,1%. Het MITI, het invloedrijke ministerie van internationale handel en industrie, pleit voor een herstructurering van de Japanse industrie, die de laatste jaren haar concurrentievoordeel heeft verspeeld. Daarnaast dringt het MITI bij de overheid aan op meer dan een traditioneel economisch stimuleringsprogramma. Het ministerie lijkt op haar wenken te worden bediend, aangezien het Japanse Lagerhuis juist

de begroting voor het volgend begrotingsjaar heeft goedgekeurd, waarin met name uitgaven voor openbare werken worden verhoogd.

## Tokio flink hoger

De beurs van Tokio vertoonde aanvankelijk weer weinig beweging. Een plotselinge stijging, onder grote omzetten, aan het begin van de tweede week van maart werd ingegeven door een aankoopgolf die samenhang met de opdracht van de overheid aan het ambtenarenpensioenfonds om aandelen te kopen. Met de afsluiting van het boekjaar per 31 maart trachten namelijk veel ondernemingen door verkoop van de aandelenportefeuilles slechte resultaten te camoufleren. De overheid wil voorkomen dat hierdoor de Japanse aandelenmarkt verder onder druk komt. Het door de overheidsactie scherp gestegen koerspeil werd goed vastgehouden, terwijl de beursomzet steeg tot het viervoudige van wat de laatste maanden gebruikelijk is. Vijf achtereenvolgende dagen van hogere koersen brachten de Nikkei Dow Jones boven het 18.000 niveau. Opvallend was ook de koersstijging van het telecommunicatieconcern NTT dat in korte tijd met 30% steeg op de verwachting van een tariefsverhoging voor haar telefoondiensten. Daarnaast profiteert NTT sterk mee van de overheidsinvesteringen in de telecommunicatiesector.

## Duitsland

Voor continentaal Europa is de scherpe terugslag in Duitsland bepalend voor de conjunctuur. In het laatste kwartaal van 1992 daalde het Duitse bbp voor de derde achtereenvolgende maal en wel met 1%. De investeringen daalden met 4,8%, de scherpste teruggang sedert 1984. De overheid wist in dit sombere economische klimaat relatief snel overeenstemming te bereiken over het Solidariteitspact, dat bedoeld is voor de opbouw van Oost-Duitsland en herstel van de Westduitse economie. Het Solidariteitspact behelst onder meer een belastingverhoging van 7,5% met ingang van 1995 voor alle inkomens, waarbij de deelstaten ter compensatie een groter aandeel in de BTW-inkomsten krijgen. De totstandkoming van een Solidariteitspact vormde één van de voorwaarden van de Bundesbank voor een

verlaging van de officiële tarieven. De noodzaak hiervoor blijkt duidelijk uit de laatste groeitaxaties, waarbij voor het lopende jaar wordt uitgegaan van een negatieve economische groei van 1,3%, terwijl de industriële productie zelfs met 5,9% verwacht wordt te dalen (januari 6,8%). Dit pessimisme wordt bevestigd door de laatstbekende economische cijfers. De werkloosheid in West-Duitsland is in februari opgelopen tot 8,4% en is de 3,5 miljoen mensen angstvallig dicht genaderd. Men houdt zelfs rekening met een verdere stijging binnen een jaar tot meer dan vier miljoen.

Op de Duitse beurs waren het in eerste instantie de rentegevoelige waarden die op grote schaal werden gekocht: bank- en verzekeringsaandelen. De automobielwaarden hadden het moeilijkst.

### Het VK

In het algemeen wordt verwacht dat groei van de Westeuropese economie niet voor 1994 zal aantrekken. De enige uitzondering lijkt het Verenigd Koninkrijk te worden, waar de recessie al veel langer en dieper zijn sporen heeft getrokken en waar de tekenen van herstel zich aandienen. Vorig jaar is de Britse bbp met 0,5% gekrompen, echter het laatste kwartaal liet al een klein plusje zien van 0,2% ten opzichte van het voorgaande kwartaal. Voor dit jaar wordt gerekend op een economische groei van 1%. De export lijkt te profiteren van de koersval van het pond sterling. Uit een onderzoek van de werkgeversorganisatie CBI blijkt dat de exportorders in januari met 15% zijn toegenomen. Daarnaast heeft de consumptieve kredietverlening in januari de grootste stijging van de laatste 18 maanden laten zien. Over februari meldden detailhandelaren voor de tweede maand in successie goede verkoopcijfers. Inmiddels is de investeringsbereidheid in de detailhandel op het hoogste punt van de afgelopen tien jaar beland. De keerzijde van de koersval van het pond sterling is overigens dat de importprijzen stijgen. Zo liggen de producentenprijzen in Engeland in februari 3,7% boven het niveau van een jaar eerder. Met name de invoerprijzen voorspellen met een stijging van 6,9% op jaarbasis weinig goeds. Verwacht wordt dat dit met enige ver-

traging zal doorwerken in de consumentenprijzen.

Het Britse pond bleef aanvankelijk redelijk stabiel net onder de f 2,70 noteren, in afwachting van de begrotingsplannen van minister Lamont. Nu de economie lijkt aan te trekken neemt de druk op de regering toe om iets aan het uit de hand lopende begrotingstekort te doen.

De aandelenmarkt van Londen registreerde een nieuw record voor de FTSE-index. In eerste instantie deden de rentegevoelige waarden het goed, maar geleidelijk aan durven beleggers ook de meer cyclische aandelen aan. De toenemende hoop op een definitief herstel van de Britse economie ligt hieraan ten grondslag.



### Nederland

Het CPB geeft in het concept Centraal Economisch Plan 1993 aan dat het niveau van de bezuinigingen niet aangetast hoeft te worden uit vrees voor negatieve effecten op de werkgelegenheid. Dit als reactie op een recente opmerking van minister Kok dat het in het regeerakkoord afgesproken tijdpad voor de tekortreductie mogelijk tijdelijk zou worden verlaten. Het CPB stelt dat ombuigingen zodanig kunnen worden vastgesteld dat tekortreductie wordt gecombineerd met lastenverlichting. Op middellange termijn kunnen de werkgelegenheidsperspectieven zelfs verbeteren, aldus het CPB. Bezuinigingen zullen daartoe vooral moeten worden gezocht bij de inkomensoverdrachten en subsidies. Hierdoor kan het financieringstekort van de overheid van 3,9% van het bbp in de twee daaropvolgende jaren dalen tot 3,75%. Voor het lopende jaar gaat het CPB uit van een groei van het bbp met 0,5% en voor 1994 met 1,75%. Het overschot op de lopende rekening van de betalingsbalans stijgt van

f 12,8 miljard in 1992 via f 13,5 miljard in het lopende jaar tot f 16,5 miljard in 1994, zo verwacht het CPB.

De Nederlandsche Bank besloot op 10 maart de officiële tarieven en het speciale beleningstarief te verlagen. Aanleiding vormde de verlaging van de beleningstarieven door de Bundesbank. Hoewel de Bundesbank in haar tweewekelijkse bijeenkomst op 4 maart de officiële tarieven onveranderd liet, werd wel daags daarna het tarief voor de 14-daagse speciale belening verlaagd van 8,49% tot 8,25%. Ook het tarief voor de 28-daagse belening werd vervolgens tot 8,25% verlaagd. Gebruik makend van de kracht van de gulden ten opzichte van de Duitse mark besloot De Nederlandsche Bank op 10 maart niet alleen het beleningstarief met twintig basispunten tot 8,1% te verlagen, maar tevens de officiële tarieven met 25 basispunten te verlagen tot 7,25% voor het disconto en 7,75% voor de voorschotrente. Hiermee creëert DNB de mogelijkheid voor een nieuwe verlaging van het beleningstarief zonder dat hiervoor de officiële tarieven moeten worden aangepast.

Slechts een paar dagen na de officiële tariefsverlaging stond de aankondiging van een nieuwe staatslening op de agenda. Gekozen werd voor een tienjarige staatslening met een coupon van 6,5% en storting op 15 april. Via de grijze markt bleek deze lening relatief eenvoudig haar weg naar de markt te vinden.

De rally op de Nederlandse obligatiemarkt heeft zich aanvankelijk in een gestaag tempo voortgezet, gestimuleerd door de tariefsverlagingen door de centrale bank. In de tweede week van maart vond overigens een afvlakking van de rentedaling plaats. Aanleiding vormde de onrust in Rusland waar de positie van Jeltsin onder druk is komen te staan. Met name de Duitse, maar uiteraard dan ook de Nederlandse obligatiemarkt moesten hierdoor tijdelijk een stapje terug doen. Maar met een Duitse tariefsverlaging in het vooruitzicht bleef het sentiment positief.

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