

VK trekt aan, Japan verzwakt, Duitsland stabiliseert

Record handelstekort VS

Het Amerikaans handelstekort is in juni aanzienlijk hoger uitgevallen dan was verwacht. Gerekend was op een tekort dat in de buurt van het meicijfer (\$ 8,4 mrd) zou uitkomen. Het tekort bedroeg evenwel \$ 12,1 mrd, het hoogste in de afgelopen 6 jaar. Belangrijkste oorzaak was een scherpe terugval met 3,3% in de export ten opzichte van de voorgaande maand. Aangezien het merendeel van de Amerikaanse handelspartners te kampen heeft met een conjunctuurele neergang, is de buitenlandse vraag gestagneerd. De invoer liet daarentegen een groei zien van 5,1%.

De tegenvallende export stelt de eerder geprognostiseerde groei van 1,6% over het tweede kwartaal in een minder zeker daglicht. Daarentegen is de inflatie-ontwikkeling onverwacht gunstig. In juli is de inflatie op maandbasis met slechts 0,1% gestegen, waardoor het cijfer op jaarbasis (2,8%) voor het eerst dit jaar onder de 3% is uitgekomen.

Dollar verzwakt

De Amerikaanse dollar heeft de afgelopen weken terrein moeten prijsgeven. Belangrijke reden was de berichtgeving over de stand van de Amerikaanse economie. Met de combinatie van een tegenvallende groei en een dalende inflatie is de angst voor een verkrapping van het monetair beleid verdwenen. Daartegenover gaat het proces van renteverlagingen in Europa uiterst traag, hetgeen de belangstelling voor de dollar niet ten goede komt. Tegen-

over de gulden daalde de dollar zelfs tot onder de *f* 1,87, terwijl eind juli nog *f* 1,96 werd genoteerd. Tegenover de yen viel de dollar nog verder terug. Voor het eerst in de geschiedenis kwam de 100 yen in zicht. Interventies door de Japanse centrale bank haalden niets uit.

Een sterkere yen past in het streven van de Amerikaanse regering om het bilaterale handelstekort (in juli \$ 4,3 miljard) te reduceren. Toen de Amerikaanse centrale bank echter besloot de eigen valuta ten opzichte van de yen te steunen, wist de dollar weer iets aan kracht te winnen met een stijging richting de 105 yen.

Contractie Japanse economie

Terwijl de vorige Japanse regering nog optimistisch de verwachting van economisch herstel verkondigde, lijkt met de regeringswisseling tevens het optimisme over de Japanse economie te zijn verdwenen. De verwachting is dat na een negatieve groei van 0,3% in het eerste kwartaal, het tweede kwartaal eveneens een contractie zal vertonen. Dit zou volgens de officiële definitie (twee achtereenvolgende kwartalen een negatieve groei) een recessie voor de Japanse economie betekenen.

Inmiddels wordt gesuggereerd dat de overheid met een nieuw stimuleringspakket moet komen, het vierde in anderhalf jaar tijd. In de pers wordt geschreven over een belastingverlaging tot een bedrag van 18,5 miljard gulden. De eerdere maatregelen, waarmee honderden miljarden gulden gemoeid waren, hebben nog onvoldoende effect gesorteerd. Alle hoop is dan ook gevestigd op een snelle discontoverlaging door de Japanse centrale bank.

Perspectief Duitsland verbetert

Het Duitse bruto binnenlands product (bbp) is in het tweede kwartaal gelijk gebleven aan het voorgaande kwartaal. De hoop dat de recessie ten einde loopt, is hierdoor toegenomen. In het eerste kwartaal was nog sprake van een teruggang met 1,5% ten opzichte van het voorgaande kwartaal. Voor het derde kwartaal wordt nog niet op groei gerekend, alhoewel het vertrouwen van het bedrijfsleven een lichte verbetering laat zien. Voor het hele jaar voorziet het Duitse onderzoeksinstituut DIW nog

een economische krimp met 2%. De taxatie van de Oeso wijkt hiervan weinig af met een verwachte teruggang van 1,9%, gevolgd door een groei van 1,4% in 1994.

De inflatie die de laatste maanden rond 4,2% lag, moet eind 1994 zijn gedaald tot 3%. De eerste voorzichtige stappen in die richting lijken te zijn gemaakt. De prijzen in augustus zijn op maandbasis onveranderd gebleven, na stijgingen in de voorgaande maanden van 0,3% en 0,2%. Dit resulteerde in een inflatie op jaarbasis van 4,2%, na 4,3% in de voorgaande maand.

Britse groei verrast

De Britse economie ontwikkelt zich dit jaar sterker dan de regering aanvankelijk had voorzien. Terwijl in maart nog werd uitgegaan van een groei van slechts 1,25%, heeft de regering haar groeitaxatie verhoogd naar 1,7%. Voor het volgende jaar wordt zelfs een groei van 3% haalbaar geacht. Het sterke hersteltempo maakt het onwaarschijnlijk dat het werkloosheidsrecord van 3,1 miljoen uit 1986 zal worden gebroken. De werkloosheid bedroeg in juli 2,91 miljoen, 10,4% van de beroepsbevolking.

Zorgwekkend is wel de ontwikkeling van de overheidsfinanciën. Het tekort dreigt dit begrotingsjaar de £ 50 miljard te overschrijden. De overheid ziet zich daarbij voor een dilemma gesteld. Op 30 november worden de nieuwe begrotingsplannen ingediend. Hoewel belastingverhogingen onontkoombaar lijken om het tekort te reduceren, zal de overheid ervoor moeten waken het vertrouwen en de bestedingen niet zo sterk te beschadigen, dat het herstel in de kiem wordt gesmoord.

Daarnaast dreigt de inflatie een lichte stijging te laten zien. In juli is de inflatie uitgekomen op 1,4%, ten opzichte van 1,3% in juni. Wanneer het effect van de lagere hypotheekrente hieraan wordt onttrokken, resteert een inflatiecijfer van 3,1%, tegenover 2,9% in juni. Verwacht moet worden dat de inflatiecijfers zullen stijgen naarmate het effect van de rentedaling uit de cijfers verdwijnt.

CPB raamt nulgroei

Het Centraal Planbureau heeft zijn verwachtingen in neerwaartse rich-

ting bijgesteld. De nulgroei die voor dit jaar wordt voorzien, ligt overigens aan de bovenkant van de marktverwachtingen. Voor volgend jaar wordt door het CPB een groei van 1% voorzien, tegenover aanvankelijk 1,5%. Vooral de stagnerende investeringen zijn debet aan de neerwaartse bijstelling.

Tegenover een voor dit jaar verwachte inflatie van 2% wordt voor 1994 op 2,9% gerekend. Behalve dat dit jaar de btw-verlaging van een jaar geleden uit de cijfers loopt, lijkt de overheid volgend jaar door bij voorbeeld hogere benzineaccijnzen enig prijsopdrijvend effect te gaan sorteren.



**F van Lanschot
Bankiers nv**

SINDS 1737

Rente en valuta's

Duits disconto onveranderd

Tegen alle marktverwachtingen in hield de Bundesbank het disconto voor de tweede maal in successie onveranderd. Eind juli vormde deze beslissing nog de aanzet tot een verruiming van de bandbreedtes in het EMS. Een van de factoren die de Bundesbank ondersteunde in haar starre houding, is de ontwikkeling van de geldgroei. In juli is deze uitgekomen op 7,5%, aanzienlijk boven het gewenste maximum van 6,5%. Daarnaast moeten de geldmarktverruimende interventies van eind juli nog in de geldgroei cijfers van augustus worden verwerkt.

Daar staat tegenover dat de inflatie een lichte verbetering vertoont. In augustus is het prijspeil voor het eerst dit jaar onveranderd gebleven ten opzichte van de voorgaande maand. Hierdoor is het jaar-op-jaar cijfer uitgekomen op 4,2%, tegenover 4,3% in juli.

Lagere geldmarkttarieven in EMS

In de meeste overige EMS-landen is overigens wel gebruik gemaakt van de grotere fluctuatiemarges. Alle centrale banken buiten de "hard core" (Duitsland en Nederland) met uitzondering van de Belgische hebben de afgelopen weken de aanvankelijk sterk verhoogde geldmarkttarieven teruggebracht. Daarbij werd wel getracht de afstand tot de Duitse mark niet al te groot te laten worden. Zelfs Denemarken, waarvan de valuta ongeveer de helft van de maximaal toegestane bandbreedte van 15% benut, heeft het 2-weeks depositotarief verlaagd tot 10,50%. De Franse centrale bank is het verst gegaan met de tariefsverlagingen. Het daggeldtarief is inmiddels in vijf achtereenvolgende stappen verlaagd tot 7,75%. De meeste EMS-valuta's, waarvoor op dit moment de ruimere marge geldt, kwamen na de beslissing van de Bundesbank om het disconto niet te wijzigen enigszins onder druk te staan.

Gulden even onder druk

Zelfs de Nederlandse gulden is de afgelopen weken even onder druk gekomen, doordat speculatieve druk van de Oostenrijkse schilling oversloeg naar de gulden. Beide valuta's bezitten namelijk als enige nog een nauwe band met de Duitse mark. Tijdelijk moest de gulden de positie van sterkste EMS-valuta afstaan aan de Duitse mark. De Duitse mark bereikte zelfs even de f 1,1280 en de Nederlandse geldmarkttarieven kwamen voor het eerst dit jaar weer even boven de Duitse te liggen. De gulden herstelde zich echter snel en de oude situatie werd weer hersteld. Ten opzichte van de Duitse mark beweegt de gulden comfortabel rond de f 1,1240 met een geldmarktrente die rond de 20 basispunten onder het Duitse niveau noteert.

Wereldwijd hogere obligatiekoersen

Wereldwijd hebben de obligatiekoersen de afgelopen weken sterke stijgingen laten zien. In de Verenigde Staten kwam het rendement van de 30-jarige treasury dicht in de buurt van de 6,10%. De 30-jarige treasuries bezitten een schaarstepremie, aangezien de overheid bij de financiering van de staatsschuld meer gebruik zal maken van kortlopende leningen. Echter ook de daling van de groei en de inflatieverwachting werkt gunstig door in de obligatiekoersen.

In Europa lieten de obligatiemarkten flinke koersstijgingen zien op grond van de verwachting dat de ruimere EMS-bandbreedtes de centrale banken buiten de "hard core" landen in staat zouden stellen de rente in snel tempo te verlagen. De Franse obligatierente is inmiddels ruimschoots onder het Duitse niveau gedaald, een positie die recent alleen aan Nederland (en Zwitserland) was voorbehouden. Sterke koersstijgingen deden zich ook voor in Spanje, waar vooruitgelopen werd op verdere renteverlagingen.

Voor de Nederlandse en Duitse obligatiemarkt pakte de beslissing van de Bundesbank om het disconto onveranderd te houden, opmerkelijk genoeg positief uit. Met de gedachte dat de Bundesbank zo niet deze keer dan toch de volgende keer de tarieven zal verlagen, was met name het lange segment gevraagd. Bundesbankdirecteur Issing wakkerde deze gedachte nog eens aan door zich optimistisch uit te laten over het verloop van de inflatie. Het rendement op de laatste Nederlandse 10-jarige staatslening daalde tot 6,10%, bijna 15 basispunten onder het vergelijkbare Duitse tarief.

Rentedaling stuwt beurzen omhoog

Onder invloed van een voortgaande rentedaling vestigden veel aandelenmarkten nieuwe records. Alleen Tokio blijft binnen vrij nauwe marges schommelen rond het niveau van 20500 voor de Nikkei index. Verschillende Japanse ondernemingen klaagden over de dure yen, die hun winstgevendheid zichtbaar aantast.

Ook de Amsterdamse aandelenmarkt wist record na record te breken. De hoop op nieuwe renteverlagingen in Duitsland gaf de beurs vleugels, terwijl de vaste stemming op buitenlandse beurzen meehielp. Met name buitenlandse gelden stromen naar de Nederlandse beurs. Men anticipeert tevens op een economisch herstel in Europa, en kiest daarbij voor de zekerheid van de harde gulden.

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