

## Hoogtepunt conjunctuur VS bereikt

In de Verenigde Staten blijft de economische groei krachtig, maar enkele tekenen wijzen er op dat het hoogtepunt van de economische cyclus bereikt is. De vijf achtereenvolgende renteverhogingen van de Federal Reserve Bank lijken daarmee effect te sorteren. De economische groei in het tweede kwartaal is overigens wederom opwaarts bijgesteld, dit keer van 3,8% tot 4,1%, maar voor een belangrijk deel bleek de hogere groei veroorzaakt door een hogere voorraadvorming en niet door een toename van de finale vraag. De index van het consumentenvertrouwen hapert al enkele maanden, zij het op een niveau dat past bij een levendige economie. Daarentegen namen de orders voor duurzame goederen in augustus met 6% toe, terwijl op 3,8% was gerekend. Het Amerikaanse han-

delstekort over juli steeg tot bijna \$ 11 mrd ten gevolge van een terugval in de export. Dit laatste wordt door sommigen toegeschreven aan incidentele factoren, maar wanneer de trend sedert begin 1992 wordt bezien, dan blijkt de Amerikaanse handelsbalans onmiskenbaar te verslechteren.

### *Inflatie-angst*

De publikatie van de 0,6% stijging van de Amerikaanse industriële afzetprijzen in augustus lokte wereldwijd forse koersdalingen op de obligatiemarkten uit. De stijging was de grootste in vier jaar en de vrees bestaat dat de stijging zich zal vertalen in een verdere stijging van de consumentenprijzen (inflatie). Na een dieptepunt van 2,3% te hebben bereikt in mei, is de inflatie in augustus opgelopen tot 2,9% op jaarbasis. Een tweede koersval op de financiële markten werd ingeleid door de publikatie van de cijfers over de Amerikaanse industriële produktie in augustus: plus 0,7% ten opzichte van de voorgaande maand, terwijl gerekend was op plus 0,5%. De bezettingsgraad van de industrie kwam daarenboven met 84,7% op het hoogste niveau sinds 1989, hetgeen het gevaar voor toekomstige inflatie heeft doen toenemen.

De koers van de dollar per saldo nauwelijks op het uitblijven van een renteverhoging door de Fed. Ook het bereiken van een deeloplossing voor de handelspolitieke problemen tussen de Verenigde Staten en Japan, waardoor het gevaar voor Amerikaanse sancties tegen Japan voorlopig is geweken, kon de koers niet wezenlijk positief beïnvloeden.

### **Betere berichten uit Japan**

In Japan stijgt de index of leading indicators gestaag. De laatstbekende stand bedroeg 61,5, fors boven de verwachte 54,5 en ruim boven de 50, het niveau dat de grens aangeeft tussen een verwachte groei, dan wel krimp van de economie. Ook bij de Japanse ondernemer neemt het vertrouwen toe. Voor het eerst in drie jaar is het aantal ondernemers dat een betere toekomst verwacht groter dan het aantal dat een verslechtering in de economische situatie voorziet.

Vooralsnog heeft het tweede kwartaal overigens een krimp van het bbp met 0,4% ten opzichte van het voorgaande kwartaal te zien gegeven. De verzwakking strekte zich uit over het grootste deel van de economie, maar was relatief sterk bij de buitenlandse handel en de investeringen. De be-

drijfsinvesteringen daalden in het tweede kwartaal met 9,1% ten opzichte van vorig jaar. Buiten de sectoren scheepsbouw en elektriciteitsopwekking, lagen de machine-orders in juni 9,5% hoger dan een jaar geleden. Voor producenten van kapitaalgoederen lijken dus betere tijden aan te breken, ook al wordt voor het lopende jaar nog met 9,5% lagere investeringen gerekend. Ook de detailhandelsverkoop toonden in juli een keer ten goede, na 25 maanden van daling. Ten opzichte van een jaar geleden steeg de uitvoer in het tweede kwartaal met 4,2%, terwijl de import toenam met 8,7%. De Japanse exporteurs voelen zich overigens nog verre van gelukkig: 60% van hen stelt pas

Het inflatiebeeld is nog steeds gunstig. De consumentenprijzen lagen medio september op hetzelfde niveau als een maand geleden en ten opzichte van een jaar geleden 2,9% hoger. In juli was dit nog 3%. De laatste cijfers uit Duitsland wijzen op een importprijspeil dat in augustus 0,3% lager lag dan voorgaande maand. Ten opzichte van een jaar geleden is sprake van een lichte stijging met 0,5%.

Voor de Duitse overheid komt het economisch herstel als een geschenk uit de hemel. De Bundesbank verwacht dat het begrotingstekort met DM 100 miljard volgend jaar – vooral dank zij de economische groei – DM 60 miljard lager uitkomt dan eerder werd geraamd. Daarmee zou Duitsland aan de 3%-norm uit het verdrag van Maastricht voldoen.

### Krachtige groei VK

In Engeland bereikte de economische groei in het tweede kwartaal het hoogste niveau in de afgelopen zes jaren. Ten opzichte van een jaar geleden lag het bbp 3,8% hoger. Dankzij een stabilisatie van de invoer en groei van de export daalde het tekort op de lopende rekening tot 700 mln pond. De particuliere bestedingen stegen met slechts 0,2%. Wanneer wordt bedacht dat - onder meer tengevolge van de belastingverhoging per 1 april jl. - het vrij besteedbaar inkomen 1,8% lager was dan in het eerste kwartaal, zal het duidelijk zijn dat de particuliere besparingen onder druk stonden: de spaarquote daalde van 11% tot 9,3%.

In Engeland werd de base rate op 12 september vrij onverwacht met een half procentpunt verhoogd tot 5,75%. Afgezien van de perikelen tijdens de EMS-crisis van 1992, was dit de eerste verhoging in vijf jaar tijd. Vooral het feit dat de verhoging voor de verkiezingen heeft plaatsgehad werd positief beoordeeld. Het Britse pond profiteerde hiervan en is inmiddels gestegen tot f 2,75.

### Valuta's en rente

Op de Europese obligatiemarkten werd aanvankelijk met opluchting gereageerd op het uitblijven van een renteverhoging in de Verenigde Staten. In korte tijd daalden de rendementen flink. Dit was verrassend omdat iedereen ervan uitgaat dat het

besluit van de Fed slechts een tijdelijk uitstel betekent en dat verdere renteverhogingen onvermijdelijk zijn. Beleggers hadden desalniettemin weer iets meer hoop gekregen op een verlaging van de rente in Duitsland. Zeker nu, kort na de bekendmaking van een gunstig geldgroei-cijfer, ook de inflatie in Duitsland de dalende lijn weer lijkt te hebben opgepakt: in september bedroeg de Duitse inflatie 2,9%, tegen 3,0% in augustus.

### Nederland

In Nederland daalde het rendement op de 30-jarige staatslening per 2023 in enkele dagen tijd van 8,1% naar 7,8% en het rendement op de 10-jarige 5,75% staatslening liep terug van 7,63% tot 7,43%. De opmerkelijke buitenlandse belangstelling voor de tiende tranche van de heropende 30-jarige lening droeg bij aan de verbetering van het algehele sentiment op de Nederlandse obligatiemarkt. Van de f 1,2 miljard werd 95% door het buitenland opgenomen. Ten opzichte van de Duitse markt ontwikkelde de Nederlandse kapitaalmarktrente zich tijdelijk gunstig als gevolg van onzekerheid over het voortbestaan van de huidige regeringscoalitie in Duitsland na de verkiezingen op 16 oktober, maar het negatieve renteverval van 10 basispunten kon niet geheel worden vastgehouden.

Op de Nederlandse geldmarkt stegen de tarieven tijdelijk tot licht boven de 5%. Inmiddels ligt het eenmaands interbancair tarief weer onder de 5%, zodat per saldo weinig is veranderd. Gezien de kracht van de gulden, die ten opzichte van de Duitse mark en de overige EMS-valuta's verder is toegenomen, is het risico van een onafhankelijke stijging van de Nederlandse geldmarktrente klein. Of de tarieven echter nog zullen dalen hangt af van de vraag of in Duitsland de reporente en eventueel het disconto nog verder worden verlaagd of niet. Economisch gezien bestaat hier echter geen noodzaak meer voor en voorlopig zal de Bundesbank daarom naar alle waarschijnlijkheid pas op de plaats maken.



**F van Lanschot  
Bankiers nv**

SINDS 1737

winst te kunnen maken bij een dollarcoers van yen 110 of hoger. Hier steekt de huidige dollarcoers van nog geen yen 100 schril bij af.

### Duitse groei boven verwachting

In het voormalige West-Duitsland nam het bbp in het tweede kwartaal met 2,3% toe ten opzichte van het tweede kwartaal van 1993, hetgeen aanzienlijk meer was dan verwacht. De groei voor Duitsland als geheel bedroeg in het eerste halfjaar 2,8%. De werkloosheid is in augustus verder gedaald tot 8,2% van de beroepsbevolking. Aan het begin van het jaar was dit nog 8,9%. De export is tot nog toe de grote trekker van de Duitse economie. Daarentegen ontwikkelen de detailhandelsverkoop zich maar matig. In juli lagen de winkerverkoop zelfs 6% lager dan een jaar eerder, nadat ook juni en april al een terugval te zien hadden gegeven. Hogere pensioenpremies en benzineaccijnzen, in combinatie met een gematigde loonontwikkeling vragen duidelijk hun tol.

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