

Dalende rente

Werkgelegenheid VS gedaald

Waar tot voor kort nog algemeen werd uitgegaan van een 'zachte landing' van de Amerikaanse economie, waarbij de groei geleidelijk vertraagt, is de angst voor een recessie recentelijk sterk toegenomen. De directe aanleiding hiervoor is de plotselinge en forse verslechtering van het economische nieuws uit de VS. De index van leading indicators, die een goede indicator vormt voor de toekomstige economische activiteit, toonde weliswaar al drie maanden een daling, maar het nieuws dat de werkgelegenheid in april met 7.000 banen en in mei zelfs met 101.000 banen is afgenomen kwam als een zeer onaangename verrassing, want voor beide maanden was nog op een stijging gerekend.

De daling van de verkopen van duurzame consumptiegoederen met 4% in april betekende de grootste terugval in meer dan drie jaar. De fabrieksorders vertoonden in april de grootste daling in negen maanden, met een teruggang van 1,9%, terwijl de NAPM-index van inkoopmanagers voor het eerst sinds 21 maanden weer onder het kritische 50%-niveau belandde. De particuliere bestedingen daarentegen namen in april met 0,3% toe en zolang hier de opgaande lijn maar vastgehouden wordt, is er een goede

kans dat de Amerikaanse economie na een periode van groeivertraging onder invloed van afbouw van de eerder flink opgelopen voorraadposities bij het bedrijfsleven, in de tweede helft van het jaar weer iets kan opbloeien.

Japanners zoeken heil in buitenland

De Japanse index of leading indicators kwam in maart uit op 45,5, duidelijk onder de kritische grens van 50. Het cijfer voor februari werd tegelijkertijd neerwaarts herzien van 55 tot 33,3. In Japan blijft het proces van 'hollowing out' veel aandacht krijgen. De dure yen drijft niet alleen de Japanse vakantiegangers de grens over maar ook steeds meer ondernemingen besluiten hun activiteiten naar het buitenland te verplaatsen. De plannen van de staalindustrie, die de investeringen naar de VS verlegt, en van ondernemingen als Ricoh en Sega kregen in de pers veel aandacht. De laatstgenoemde succesvolle fabrikant van computerspelletjes besloot zelfs de gehele productie naar het buitenland over te brengen. Tegelijkertijd is er bij kleinere ondernemingen, die minder mogelijkheden hebben om uit te wijken, een duidelijke afname van de investeringsbereidheid te bespeuren. De vrees neemt hierdoor toe dat het industriële fundament onder de Japanse economie wegvalt. Zolang voldoende nieuwe geavanceerde activiteiten worden gestart behoeft dit echter geen probleem te zijn.

Gezien de groei van de nationale productie met 6% lijkt inderdaad ruim voldoende compensatie gevonden te worden voor de naar het buitenland weglekkende productie. De gestage stijging van de werkloosheid, tot inmiddels 3,2%, vormt echter een voor Japanners ongekend bijverschijnsel. De voorspellingen dat rekening moet worden gehouden met een verdere stijging van de werkloosheid dragen ertoe bij dat de gemiddelde consument zich, ondanks een stijging van zijn koopkracht, uiterst terughoudend opstelt bij zijn bestedingen, hetgeen een rem zet op het economische herstel.

Inmiddels werkt de koersstijging van de yen steeds duidelijker door in de cijfers over de buitenlandse handel. In april steeg de import met bijna 40% tot \$ 26,1 mrd, terwijl de export

met slechts 21% toenam tot \$ 38,6 mrd. Het handelsoverschot daalde hierdoor met 6% tot \$ 12,5 mrd. Het overschot op de lopende rekening van de betalingsbalans nam zelfs met 18,5% af tot \$ 11,4 mrd. Hierbij speelt onder meer de verdere verslechtering van het reisverkeer een rol: hier steeg het tekort met een kwart tot \$ 2,5 mrd, vooral doordat het Japanse toerisme naar het buitenland scherp steeg.

Britse investeringen gedaald

In april daalde de industriële productie in het VK met 0,2% ten opzichte van maart, terwijl ook andere signalen, zoals een tegenvallende banengroei en een daling van de detailhandelsomzet, duiden op een lager groeitempo van de economie. Dit nieuws komt op een moment dat de autoriteiten hun hoop juist hebben gevestigd op een herstel van de investeringen die al jarenlang relatief laag zijn in het Verenigd Koninkrijk. Nu de bezettingsgraad tot een zeer hoog niveau is gestegen, de winstmarges relatief fors zijn en het Britse bedrijfsleven zich in een goede financiële positie bevindt, lijkt niets een scherp herstel van de investeringen meer in de weg te staan. De eerste maanden van dit jaar hebben (voor seizoen gecorrigeerd) echter een 3% lager investeringsniveau opgeleverd dan het laatste kwartaal van 1994.

Duitse werkloosheid daalt

De werkloosheid in het westen van Duitsland is in mei opnieuw gedaald. Aan het begin van dit jaar bedroeg de werkloosheid nog 8,9%, hetgeen inmiddels is teruggebracht tot 8%. Voor heel Duitsland bedroeg het werkloosheidspercentage 9% in mei. Voor een belangrijk deel is de daling van de werkloosheid in mei toe te schrijven aan seizoensinvloeden. Ondanks de economische groei, die dit jaar op een kleine 3% kan uitkomen, neemt de werkgelegenheid namelijk nauwelijks toe. In traditioneel belangrijke sectoren zoals machinebouw, auto-industrie en luchtvaart blijven bedrijven bezuinigen teneinde het naar internationale maatstaven hoge kosteniveau omlaag te brengen. Zelfs in de staalindustrie die momenteel op 100% bezetting draait en dit jaar aanstuurt op een 10% hogere omzet, zal de werkgelegenheid met 12.000 ar-

beidsplaatsen afnemen tot 115.000. Ondanks de gestegen koers van de Duitse mark nam de export in maart ten opzichte van februari toe met 9,6% tot DM 65,2 mrd, terwijl de import met 6,5% groeide. Het handelsoverschot schoot met 50% omhoog tot DM 6,2 mrd. Over de eerste drie maanden is het handelsoverschot inmiddels gestegen met 42% tot DM 21 mrd. Naar verwachting zal de duurde-re mark later in het jaar overigens wel doorwerken in de handelscijfers. De leveringen aan het buitenland in het eerste kwartaal betroffen voor een belangrijk deel reeds in 1994 ge-boekte orders, terwijl het ondertus-sen steeds moeilijker is geworden nieuwe orders binnen te halen.

Inflatie Italië en Spanje neemt toe

In een aantal landen met zwakkere valuta's begint de inflatie nu duidelij-ker de kop op te steken. Zo ook in Italië. Antonio Fazio, president van de Italiaanse centrale bank, waar-schuwde recentelijk dat de inflatoire druk het krachtige economisch her-stel in gevaar dreigt te brengen. De voorlopige cijfers over mei wezen op een inflatie van 5,5%, het hoogste cij-fer sinds 1992. De stijging van de pro-ductenprijzen kwam in het eerste kwartaal zelfs uit op 7%. De Italiaan-se centrale bank zag zich eind mei hierdoor gedwongen het disconto met een half procent te verhogen tot 9% om de inflatoire druk het hoofd te bieden. Ook de Spaanse centrale bank verhoogde om deze reden de rentetarieven. De inflatie in Spanje is inmiddels opgelopen tot 5,2%.

Rente en valuta's

Kapitaalmarktrente mondiaal scherp omlaag

In de afgelopen periode is de kapi-taalmarktrente vrijwel overal op-nieuw fors gedaald, al moesten de meeste markten afgelopen vrijdag een behoorlijke stap terugdoen. In de VS reageerde de obligatiemarkt opge-togen op de nieuwste economische cijfers die zonder uitzondering wijzen op een sterke vertraging van het groeitempo. Het groeiende vertrou-wen in een zachte landing van de economie heeft daarbij geleidelijk plaats gemaakt voor angst voor een recessie. Met name de forse daling van de werkgelegenheid in mei met

101.000 banen sloeg in als een bom en zorgde voor enorme koersstijgin-gen op de obligatiemarkt. Het rende-ment op de tienjarige benchmarkobli-gatie is hierdoor inmiddels gedaald tot 6,40%, na een hoogste punt van iets onder de 8% in januari. Ook in Japan daalde de lange rente flink, als gevolg van de steeds somber worden-de geluiden over het economische herstel; de tienjaarsrente bedraagt mo-menteel nog slechts 2,90%. Op de Eu-ropeese obligatiemarkten daalden de rendementen eveneens sterk. Voor een belangrijk deel was dit te danken aan de vaste stemming op de Ameri-kaanse obligatiemarkt, maar ook de gunstige inflatieontwikkeling en de lage geldgroei in Duitsland speelden hierbij een rol. De Bundesbank kon hierdoor eerder al het disconto verla-gen en in de markt leeft de overtuig-ing dat verdere renteverlagingen in het vat zitten. De Duitse tienjaarsren-te staat thans op 6,77% en in Neder-land is de tienjaarsrente inmiddels ge-daald tot 6,87%.

Nederlandse obligaties presteren goed

Over de eerste vijf maanden van het jaar heeft de Japanse obligatiemarkt het, gemeten in lokale valuta, het be-ste gedaan, op de voet gevolgd door de Amerikaanse, Australische en Ne-derlandse markten. In dollartermen springt Japan eruit met een totale op-bbrengst van 31,3%. Nederland volgt op een tweede plaats met een op-bbrengst van 20,4%, net voor België, Denemarken en Duitsland. Veruit de slechtste performance werd behaald door Australië, Italië en Zweden, hoe-wel deze markten zich de laatste tijd wel enigszins wisten te herstellen van de enorme verliezen die in het begin van het jaar waren opgelopen.

DNB verrast opnieuw

De Nederlandsche Bank heeft haar rentetarieven wederom verlaagd. De Nederlandse beleningsrente, het be-langrijkste geldmarkttarief, werd in twee stappen van 0,1%-punt verlaagd van 4,3% tot 4,1%, terwijl de voor-schotrente van 4% op 3,75% werd ge-bracht. In de afgelopen tijd heeft DNB de rente nu vier keer onafhan-kelijk van de Bundesbank verlaagd, hetgeen werd mogelijk gemaakt door de aanhoudend sterke positie van de gulden. Ook na de laatste renteverla-ging noteert de Duitse mark nog steeds onder de *f* 1,12. De Nederland-

se geldmarkttarieven, waarop ook de depositotarieven zijn gebaseerd, lig-gen inmiddels ruim 25 basispunten onder de vergelijkbare Duitse tarie-ven.

Deze bijdrage is ontleend aan de twee-wekelijkse publicatie *Beleggen met Van Lanschot*