

E

Amerikaanse recessie van korte duur

De Amerikaanse economie draait op dit moment wat minder slecht dan verwacht. De detailhandelsverkopen daalden in januari weliswaar met 0,9%, maar de financiële analisten hadden op een forsere daling gerekend. Voorts lieten de producentenprijzen met -0,1% een onverwachte daling zien. De stijging op jaarbasis komt daarmee op 3,7%. Daarnaast vielen ook enkele cijfers met betrekking tot de gang van zaken in de industrie niet tegen. De industriële productie liep met 'slechts' 0,4% terug en de capaciteitsbezetting kwam uit op 79,9% waar respectievelijk -0,7% en 79,6% verwacht werden. De werkelijke meevaller zat in het handelstekort over december, dat uitkwam op 6,25 miljard dollar, ruimschoots onder de verwachting van de markt. Hiermee is het totale tekort over 1990 uitgekomen op \$ 101 miljard toch nog ruim \$ 8 miljard lager dan het jaar daarvoor.

Begrotingstekort blijft hoog

President Bush heeft het Congres voor volgend jaar een ontwerp-begroting voorgesteld, waarvan het tekort zal dalen met ruim 10%. De komende vijf jaar wordt voor \$ 23 miljard bezuinigd op onder meer defensie (exclusief de kosten voor de Golfoorlog) en de gezondheidszorg voor ouderen. Dit bedrag komt bovenop de \$ 32 miljard die reeds eerder werd overeengekomen. Voorts verwacht de regering dat de omvangrijke uitgaven voor de redding van spaarbanken de komende jaren afnemen. Het voor volgend begrotingsjaar geraamde tekort van ruim \$ 281 miljard vertoont weliswaar een daling ten opzichte van de voor het lopende jaar geraamde \$ 318 miljard, maar het overtreft het voorgaande recordtekort van \$ 221 miljard van 1986 nog ruimschoots. De staatschuld zal eind dit jaar \$ 3,6 biljoen bedragen, de rentelast ruim \$ 200 miljard.

De begroting is gebaseerd op een geprojecteerde economische groei van 0,9% dit jaar, gevolgd door een groei volgend jaar van 3,6%. Voor de consumentenprijzen verwacht het Witte Huis dat deze dit jaar zullen stijgen met naar schatting 5,2% en in 1992 met 4%. Het afgelopen jaar bedroeg de inflatie 5,3%.

Hectische valutamarkten

De valuta- en rentemarkten kenden hectische weken. Na de vrijwel gelijktijdige verlaging van de officiële rentetarieven in de VS en verhoging in Duitsland kwam de dollar onder druk te staan. Door het verder oplopende renteverskil ten nadele van de dollar registreerde deze vooral ten opzichte van de Europese valuta's een nieuw dieptepunt. In gulden werd rond f 1,64 gehandeld. Maar liefst 13 centrale banken onder leiding van de Bundesbank ondersteunden de dollar door die munt



aan te kopen en Duitse markten te verkopen. Volgens waarnemers behoorde deze interventie-actie op de valutamarkten tot de grootste aller tijden. Daarbij moet echter wel worden bedacht dat dagelijks voor meer dan \$ 600 miljard dollar omgaat op de valutamarkten. Er is nog al wat voor nodig om bij deze geldstromen de dollar meer dan incidenteel de gewenste richting te geven. Bevindt de markt zich op een keerpunt dan kunnen interventies er toe bijdragen dat de draai ook inderdaad wordt genomen. Zo niet dan stimuleren de interventies handelaren dikwijls slechts om extra tegengestelde posities in te nemen.

Rente scherp lager

Op de kapitaalmarkten had de renteverlaging door de Fed duidelijk de meeste invloed en werd de recente discontoverhoging door de Bundesbank inderdaad afgedaan als een technische maatregel. Financiële kringen gaan er daarbij van uit dat de Fed de officiële tarieven nog verder zal moeten verlagen. De veiling van Amerikaans staatspapier heeft de dalende trend in de rentetarieven bevestigd. Het drie-jarig

Beursindices

	1991 hoogste koers	1991 laagste koers	Koers per 1/2	Koers per 15/2
VS (Dow Jones)	2.915	2.470	2.731	2.915
Engeland (FT-100)	2.297	2.055	2.166	2.297
Duitsland (DAX)	1.531	1.323	1.427	1.531
Nederland (CBS)	178	162	166	178
Japan (Nikkei)	25.356	22.443	23.157	25.344
Australië (All Ord)	1.385	1.205	1.303	1.377

papier werd geplaatst op een rendement van 6,98%, het laagste tarief in 4 jaar. Door de rentedaling ligt de Amerikaanse rente flink lager dan de Duitse. Vooral op de geldmarkt heeft een enorme omslag plaatsgevonden. In maart 1989 lag de Duitse rente circa 3% lager dan de Amerikaanse. Inmiddels is dit omgeslagen in een rente die nu andersom juist voor dollars 3% lager ligt dan voor Duitse markten.

Ook in het VK, waar de economie zich eveneens in een recessie bevindt, werden de officiële tarieven verlaagd. Gesteund door een geleidelijke daling van de inflatie verlaagde de Bank of England de base rate met 1/2%. In de twaalf maanden tot en met januari stegen de prijzen met 9% tegenover nog 9,3% een maand eerder.

De Franse regering moest deze renteverlagingen met lede ogen aanschouwen. De koppeling van de frank aan de Duitse mark blijkt zeer succesvol voor de inflatiebestrijding. Op dit moment maakt echter ook de Franse economie een forse groeivertraging door, die vraagt om een lagere rente. Maar de onderste positie die de frank thans inneemt in het EMS laat geen ruimte voor een zelfstandig beleid.

Op de Nederlandse obligatiemarkt is de rente inmiddels gedaald tot onder 8,5%, het laagste peil sedert de aankondiging van de Duitse monetaire eenwording in februari 1990, en meer dan 3/4% lager dan medio januari bij het uitbreken van de Golfoorlog. De eerste benedenwaartse bijstelling van hypotheektarieven heeft inmiddels plaatsgevonden.

Voor de minister van Financiën betekent dit een meevaller. De nieuwe 10-jarige staatslening kreeg hierdoor een coupon van 8,5% mee. De geldmarktrente kon de scherpe daling op de kapitaalmarkt niet volgen, en de tarieven schommelen rond 9%. De omgekeerde rentestructuur, waarbij de korte rente boven de lange ligt, blijft vooralsnog dan ook bestaan.

Aandelen volgen obligaties

Op de aandelenbeurzen gingen de koersen over een breed front omhoog. De Amerikaanse beurs nam het voortouw. In anderhalve maand tijd is de Dow Jones Industrials index met bijna 19% gestegen. Het hoogtepunt van juli vorig jaar, net onder de 3000, is nog maar enkele procenten verwijderd. De positieve stemming op de Amerikaanse beurs wordt gevoed door een aantal gunstige factoren. De renteverlaging stuwt de obligatiemarkt omhoog, de hervormingsvoorstellen voor het bancaire systeem doen de vrees voor een bankcrisis in de VS wegebben, en de Golfcrisis ten slotte leidt tot minder directe economische schade dan aanvankelijk gevreesd. Daarnaast groeit het vertrouwen dat de recessie slechts van korte duur zal zijn. Medio van het jaar zou de Amerikaanse economie zich weer in opwaartse richting bewegen, aldus Michael Boskin, de economische topadviseur van het Witte Huis. De werkloosheid zou daarbij met 6,7% nauwelijks boven het huidige niveau uitkomen. Daarna zullen een scherpe stijging van de produktiviteit en een verbeterende exportpositie er borg voor staan, dat de Amerikaanse economie het komende jaar een krachtige groei doormaakt van naar schatting 3,6%. De rentestand zou, onder invloed van beperkt blijvende inflatie, terug kunnen naar 6%. Een lager overheidstekort vloeit hier dan op termijn uit voort. De Fed zou vol-

gens Boskin de monetaire politiek, die vooralsnog is gericht op een groei van de geldhoeveelheid met 2,5% tot 6,5%, nog verder moeten verruimen. De beurs heeft een gewillig oor voor het betoog van Boskin, ziet de rente verder dalen en droomt al van Dow Jones standen van ver in de 3000 later dit jaar. De problemen van de dag legt men naast zich neer. Dit optimisme staat in schril contrast met dat van de beleggingsadviseurs in de tweede week van januari, toen 54,3% van de ondervraagden nog een negatieve verwachting van de markt hadden. Een dergelijk negatieve kijk op de beurs was sedert 1982 niet meer voorgekomen. Historisch gezien staan overigens extreem pessimistische verwachtingen vaak borg voor een goede ondergrond voor een breed en krachtig beursherstel. Toch moet worden bedacht dat de gemiddelde koers/winstverhouding in Wall Street momenteel 16 belooft, tegenover een gemiddelde van 12,9 over de afgelopen 10 jaar. Goedkoop zijn aandelen in dit licht dus niet. Dat de ontwikkeling van de rente in deze voor een opmerkelijke stimulant zorgt, staat buiten kijf. Alhoewel de uitgangssituatie niet geheel vergelijkbaar is, kan in herinnering worden gebracht dat ook na de verruiming van de geldpolitiek door Paul Volcker in 1982 een scherpe hausse op de aandelenmarkten inzette.

Valutakoersen

	1991 hoogste koers	1991 laagste koers	Koers per 1/2	Koers per 15/2
Amerikaanse dollar	1,75	1,64	1,67	1,66
Engelse pond	3,31	3,26	3,28	3,28
Duitse mark (100)	112,82	112,66	112,72	112,66
Zwitserse frank (100)	135,62	131,39	132,51	131,39
Japanezen yen	129,06	125,36	126,43	127,73