

## Conjunctureel optimisme

In de afgelopen weken is van verschillende kanten naar voren gebracht dat de Amerikaanse economie in de tweede helft van dit jaar weer zal opleven. Deze peptalk moet tegenwicht geven aan de negatieve macro-economische ontwikkelingen. Volgens Alan Greenspan, voorzitter van het stelsel van Amerikaanse centrale banken, verdiept de recessie waarin de Verenigde Staten sinds het laatste kwartaal van 1990 verkeren, zich in ieder geval niet. Het snelle einde van de Golfoorlog heeft de kans op herstel vergroot. Volgens hem zijn er aanwijzingen dat daags na het einde van de Golfoorlog het vertrouwen van consumenten en producenten in de economie alweer is toegenomen. Eerste indicaties wijzen volgens de Universiteit van Michigan op een verbetering van het consumentenvertrouwen in maart tot 88% tegenover 70,4% een maand eerder. Greenspan wees onder meer op het gestegen aantal onroerend-goedtransacties en autoverkopen in de eerste dagen van maart. Verdere cijfers over de binnenlandse bestedingen in maart zullen moeten aantonen in hoeverre er inderdaad sprake is van een keer ten goede.

In januari en februari was er in ieder geval nog sprake van verslechtering. In februari daalde de industriële productie voor de vijfde achtereenvolgende maand, en wel met 0,8% ten opzichte van een maand eerder. De laatste periode van dalingen die langer aanhield dateert van 1981. De bezettingsgraad van de industrie liep te-

rug met 0,8% tot 79,1%. Een maand eerder liep de orderontvangst van het Amerikaanse bedrijfsleven terug met 1,7%, en ook de groothandelsomzetten daalden met 2,8%. Het voorlopige cijfer van de detailhandelsverkoop in februari lag met een stijging van 0,8% weliswaar op het dubbele niveau van wat de markt had verwacht, maar over de voorgaande maanden werden de cijfers vrij scherp in neerwaartse richting gecorrigeerd. Al met al wijzen de economische cijfers nog niet op een ommekeer.

Vanzelfsprekend miste de verminderde economische ontwikkeling haar uitwerking op de werkgelegenheid niet. De werkloosheid is in februari sterk opgelopen tot 6,5% van de beroepsbevolking, het hoogste niveau sinds maart 1987. Het aantal banen verminderde met 184.000. Het aantal mensen zonder werk nam toe met 440.000 tot 8,2 miljoen.

Maar evenals Greenspan voorspelt ook Hans Tietmeyer, tweede man van de Duitse centrale bank, dat de economieën van de belangrijkste industrielanden in het tweede kwartaal van dit jaar waarschijnlijk weer een verbetering zullen laten zien. De terugval in de eerste drie maanden van 1991 schrijft hij vooral toe aan de Golfoorlog. Als positieve signalen ziet hij de lagere oliepijzen en het toegenomen vertrouwen van consumenten. Dat de crisis rond de Golfoorlog ten minste gedeeltelijk aan Duitsland is voorbijgegaan blijkt uit de cijfers van de industriële productie. Die steeg in januari met 3,6% ten opzichte van een maand eerder of met 5,6% op jaarbasis, tegenover nog 4,2% in december. De groothandelsverkoop namen met 11,6% op jaarbasis toe. De Duitse regering gaat voor het westelijk deel van Duitsland – vanuit het oosten komen nog geen betrouwbare cijfers – uit van een groei van 2,5 à 3% voor 1991.

Het Japanse bedrijfsleven voorziet in het komende begrotingsjaar een for-

se afvlakking van de investeringsgroei tot 1,1% tegen een expansie van 16,9% in het huidige fiscale jaar. Ook de omzetgroei van grote bedrijven zal naar verwachting vertragen. Vooralsnog blijft hier echter de economische groei goed op peil. Het economisch onderzoekscentrum gaat uit van een gerealiseerde groei in het vierde kwartaal van 1990 van 4,3%, terwijl voor het eerste kwartaal van dit jaar weer een stijging tot 6,3% wordt voorzien. De export lijkt voor Japan weer van toenemend belang te worden. Na de scherpe daling van de overschotten op de Japanse handelsbalans in de laatste jaren is de lijn de afgelopen twee



maanden weer voorzichtig opwaarts gericht. In februari speelden hogere exportcijfers van auto's en video-apparatuur een rol. Daarnaast was de olierekening lager.

### Lagere oliepijzen drukt inflatie

De OESO is vrij positief gestemd over de ontwikkelingen van inflatie en rente, die gestaag daalt. Op termijn doemen er overigens gevaren op. Door de enorme behoefte aan kapitaal in de wereld is de kans groot dat de officiële rentetarieven weer zullen stijgen. Landen als Duitsland en Japan, die van oudsher kapitaal exporteren, zijn daar, gezien hun afnemende overschotten, minder goed toe in staat dan voorheen. Een positief effect is mogelijk te verwachten van de oliepijzen. Deze zou de komende tijd flink kunnen dalen. De president van Shell verklaarde onlangs dat de prijs van een vat olie, onder bepaalde omstandigheden, naar \$ 10 zou kunnen dalen. Een prijspeil dat veel lager zou zijn dan dat van vóór de inval van Irak in Koeweit. Dit zou een stimulans voor de wereldeconomie en een druk op de inflatie betekenen.

Op het eerste gezicht leek in de Verenigde Staten al sprake van een positieve inflatie-ontwikkeling. Daar daalden de producentenprijzen de vorige maand met 0,6%. Indien echter naar de onderliggende trend gekeken wordt, naar het cijfer exclusief voedsel en energie, dan blijkt er

### Valutakoersen

	1991 hoogste koers	1991 laagste koers	Koers per 1/3	Koers per 15/3
Amerikaanse dollar	1,79	1,64	1,73	1,79
Engelse pond	3,31	3,26	3,29	3,30
Duitse mark (100)	112,82	112,65	112,72	112,72
Zwitserse frank (100)	135,62	129,30	130,07	129,96
Japanse yen	131,06	125,36	128,89	131,06

## Beursindices

	1991 hoogste koers	1991 laagste koers	Koers per 1/3	Koers per 15/3
VS (Dow Jones)	2.973	2.470	2.910	2.948
Engeland (FT-100)	2.501	2.055	2.387	2.494
Duitsland (DAX)	1.602	1.323	1.517	1.571
Nederland (CBS)	190	162	182	190
Japan (Nikkei)	26.843	22.443	25.882	26.843
Australië (All Ord)	1.446	1.205	1.395	1.446

sprake van een stijging met 0,4%. Ook in Japan daalden de groothandelsprijzen in februari, en wel met 0,4%, waardoor de stijging op jaarbasis uitkomt op 1,6%. In Duitsland is nog geen zicht op een verbetering van de inflatiecijfers. De groothandelsprijzen stegen in februari met 2,6% op jaarbasis. De economische groei en belastingverhogingen staan een verlaging van de inflatie voorlopig in de weg. Bovenop de al eerder aangekondigde investeringen, verwacht men nu dat een extra impuls van DM 24 miljard nodig is om de economie in het oostelijk deel op gang te krijgen. De regering gaat voor 1991 uit van een gemiddeld inflatiepeil van 3,5%, tegenover 2,9% vorig jaar.

**Duits overschot omlaag**

Duitsland heeft in januari een tekort op de lopende rekening van de betalingsbalans geboekt van 1,3 miljard mark. De voorgaande maand bedroeg het surplus nog 3,3 miljard mark en vorig jaar januari zelfs nog 13,2 miljard mark. De import steeg ten opzichte van januari 1990 met 24% tot 55,7 miljard terwijl de uitvoer daalde met 2,1% tot 57 miljard mark.

Westduitse ondernemingen hebben de afgelopen maanden de aandacht verlegd van de export naar het bevredigen van de vraag naar consumptieproducten uit het oostelijk deel van het land, hetgeen nu onder de binnenlandse afzet valt. Deze vraag uit de oostelijke staten zal ook hebben bijgedragen tot de invoergroei. De cijfers kwamen voor de markt als een volslagen verrassing. Analisten hielden rekening met een overschot op de lopende rekening en handelsbalans van respectievelijk 2,3 en 4,1 miljard mark.

Nederland profiteert van de toegenomen importvraag van Duitsland. Onze uitvoer naar de oosterburen steeg in 1990 met 12% tot een niveau van 66,6 miljard gulden. Dit was een van de oorzaken van de toe-

name met 2,2 miljard gulden van het saldo op de Nederlandse handelsbalans. Het overschot bedroeg in 1990 10,1 miljard gulden. Zowel de invoer als de uitvoer stegen vorig jaar 4% in waarde.

**Valuta's en rente**

Op de valutamarkten viel het scherpe herstel van de Amerikaanse dollar op, hetgeen zelfs aanleiding vormde voor interventies. Anderhalve maand geleden intervenieerden de centrale banken massaal op de markt om de Amerikaanse dollar boven zijn naoorlogse dieptepunt te stuwen, nu grepen verscheidene banken, de Duitse voorop, in om de munt in zijn explosieve opmars te remmen.

Vorige maand kochten de centrale banken de dollars nog voor *f* 1,63, later gingen ze voor rond *f* 1,80 van de hand. Het vertrouwen van de financiële wereld in de dollar is scherp gestegen. De overwinning van de geallieerden in het Midden-Oosten, gecombineerd met de hoop op een snel herstel van de Amerikaanse economie spelen een belangrijke rol bij de wisselkoersontwikkeling.

Het tegenvallende werkloosheidscijfer over februari deerde de dollar niet. De munt maakte een pas op de plaats om daarna verder op te lopen. De oplopende spanning in onder meer de Sovjetunie, Joegoslavië en Albanië stimuleerde de vraag naar dollars.

**Dalende rente**

Aan het rentefront was het relatief rustig na de scherpe daling in de voorgaande weken. Per saldo zakten de lange tarieven in de meeste landen nog iets verder. In Engeland en Frankrijk was deze tendens het meest duidelijk, daar ook deze economieën er relatief zwakker voor staan. In Japan en Duitsland tenderden de tarieven de afgelopen weken per saldo eerder omhoog. In de Verenigde Staten reageerde de markt be-

perkt op de gepubliceerde economische cijfers. De tegenvallende werkloosheidscijfers vormden de aanleiding voor de centrale bank het tarief voor de Fed Funds met een kwart procentpunt te verlagen tot 6% hetgeen een kortstondige stimulans voor de markt betekende. Voor het dertigjarig overheidspapier geldt nu een rendement van rond 8,2%. De Duitse obligatiemarkt werd gekweld door een aantal factoren. Enerzijds betekende de stijging van de dollar een opwaartse druk op de rente in Duitsland. De combinatie van een forse geldgroei, alsmede aanhoudende onrust in Oost-Europa betekende nieuwe olie op het vuur. Ten slotte vormt de te verwachten invloed van de belastingverhogingen op de inflatie een niet te verwaarlozen factor.

**Beurzen op hoog niveau**

De internationale aandelenmarkten toonden een wisselend beeld, waarbij dagen van winstnemingen afgewisseld werden met weer zeer goede dagen. In die laatste beweging kunnen bij voorbeeld de beurzen van Londen en Amsterdam genoemd worden.

Opmerkelijk is de herwaardering van aandelen door portfolio-beleggers, terwijl het bedrijfsleven lang niet meer die hoge prijzen betaalt bij overnemingen als bij voorbeeld twee jaar geleden. In Engeland was in 1989 18,5 miljard pond gemoeid met overnemingen tegen prijzen die aandelenbeleggers soms met stomheid sloegen. Overnemingen die overwegend werden gefinancierd met bankleningen. Vorig jaar was met overnemingen slechts een bedrag van 2 miljard pond gemoeid. Toch schieten de aandelenkoersen inmiddels weer omhoog, waarbij de index voor kleinere fondsen in Engeland het nog veel beter doet dan de Financial Times index.

In de Verenigde Staten is de gemiddelde waardering van grote aandelen beland op 2,5 maal de boekwaarde, terwijl de gemiddelde koers/winstverhouding voor de aandelen in de Standard & Poor 500 rond 16 bedraagt op basis van winst-taxaties voor 1991.

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