

Conjunctuur

De conjunctuur na de Golfoorlog

Het beëindigen van de vijandelijkheden in de Golf kan van positieve invloed op de wereldeconomie zijn. Het kan enig tegenwicht vormen tegen de recessieve tendensen die in steeds meer landen voelbaar worden. Het wegvallen van de vrees voor een hogere olieprijs is gunstig voor de inflatieverwachtingen, terwijl het vertrouwen van consument en ondernemer kan verbeteren, zo wordt algemeen aangenomen.

Voor de financiële markten zou de invloed echter negatief kunnen uitpakken. De oliedollars zochten in het verleden een weg naar de internationale kapitaalmarkten, terwijl ze nu eerder in de eigen regio besteed zullen worden. Bij de wereldwijd toch al te verwachten kapitaalschaarste is dit geen gunstig vooruitzicht.

Een positieve invloed daarentegen zou kunnen uitgaan van de nieuwe orders die los kunnen komen nu de vijandelijkheden zijn beëindigd. De civiele schade in het Midden-Oosten dient hersteld te worden. Het grootste is uiteraard de schade in Irak, die wel op \$ 250 miljard wordt geschat. Het herstel aldaar zal echter mogelijk pas vertraagd en zeer gedeeltelijk op gang komen. Anders ligt dit ten aanzien van de schade in Koeweit. Ruwe schattingen komen op rond \$ 50 miljard. De financiering hiervan behoeft geen onoverkomelijke problemen op te leveren. Koeweit heeft aangekondigd zijn bezittingen over de gehele wereld niet te zullen verkopen, maar kapitaal aan te trekken in de vorm van leningen. Dat Irak de schade moet vergoeden lijkt een formaliteit, te meer daar Irak al \$ 17 miljard in het krijt stond bij Koeweit.

Grote orders kunnen uit logistieke overwegingen slechts gefaseerd worden gegeven en worden uitgevoerd. Ze zullen vooral terecht komen bij leveranciers uit landen die voor de bevrijding van Koeweit hebben gestreden. In eerste instantie de VS, Engeland en Frankrijk.

Verbetering indicatoren in VS

In de VS werd de daling van het bnp over het vierde kwartaal opwaarts bijgesteld. De daling blijkt geen 2,1% maar 'slechts' 2% te hebben bedragen. Ook de daling van de index of leading indicators viel mee. Over januari werd een teruggang gemeten van 0,4% waar algemeen -0,5% was verwacht. (Overigens blijkt het cijfer over december gecorrigeerd van +0,1% tot -0,1%. Daarmee is de index over zes achtereenvolgende maanden gedaald.) Daarnaast daalden de orders voor kapitaalgoederen in januari slechts met 0,7%, terwijl was gerekend op een daling met 1,7%. Het consumentenvertrouwen blijkt in de VS voor het eerst sinds maanden tekenen van herstel te tonen. In februari was er een stijging van 2,6 punt tot 57,7%. Ook de eerste indicatie over de activiteit in de maand februari, gemeten in de index van inkoopmanagers, liet een



eerste positieve impuls zien. Deze steeg van 37,7% in januari tot 38,5%. De laatste cijfers zouden er op kunnen wijzen dat de recente renteverlagingen effect beginnen te sorteren, dat de economie aantrekt en dat een verdere daling van de rente minder noodzakelijk wordt.

VK in recessie

De macro-economische cijfers in het VK bevestigen dat de economie zich in een recessie bevindt. Het bruto nationaal produkt daalde in het vierde kwartaal van 1990 met 0,9% ten opzichte van het voorgaande kwartaal. In het derde kwartaal nam het bnp al af met 1,3% vergeleken met het tweede kwartaal. De werkloosheid bedraagt nu 6,6% van de beroepsbevolking, hetgeen betekent dat circa 2 miljoen mensen geen werk hebben. In januari verslechterde de handelsbalans tot een tekort van £ 1,23 miljard, vooral door een forse toename van de olie-import.

Volgens enquêtes van de Britse werkgeversorganisaties zijn de verwachtingen bij de bedrijven nog erg somber, alhoewel geen verslechtering vergelijkbaar met begin jaren tachtig wordt verondersteld. Onderzoekers

Beursindices

	1991 hoogste koers	1991 laagste koers	Koers per 15/2	Koers per 1/3
VS (Dow Jones)	2.935	2.470	2.915	2.910
Engeland (FT-100)	2.387	2.055	2.297	23.87
Duitsland (DAX)	1.601	1.323	1.531	1.517
Nederland (CBS)	183	162	178	182
Japan (Nikkei)	26.463	22.443	25.344	25.882
Australië (All Ord)	1.414	1.205	1.377	1.395

van de London Business School voorzien echter dat de Britse economie (evenals de natuur) in de lente weer zal opbloeien.

Tragere groei in Frankrijk

In Frankrijk daalde het bruto binnenlands produkt in het laatste kwartaal met 0,4%. Daarmee kwam het jaarcijfer op 2,8%, tegenover 4,1% in 1989. Het handelsbalanstekort over januari was met FF 5,8 miljard fors lager dan de 9,3 miljard van december. Met name de goede groei in Duitsland lag hieraan ten grondslag. (Overigens daalden daar de orders voor kapitaalgoederen in januari met 3%, vooral omdat het buitenland 12% minder bestelde). Voor 1991 rekent de Franse regering op 2% groei, maar onafhankelijke economen rekenen eerder op slechts 1%. De mogelijkheden om de economie te stimuleren door middel van een renteverlaging zijn beperkt gezien de positie van de Franse frank binnen het EMS.

Moeilijke keuze voor Japan

De Japanse economie vertoont nu reeds 50 maanden van onafgebroken groei. Toch is ook hier sprake van verminderende economische omstandigheden. Het aantal faillissementen van Japanse bedrijven bedroeg in januari 646, een derde van het totale aantal van vorig jaar en het op een na hoogste cijfer sinds de start van de reeks in 1964. De meerderheid van de bedrijven verwacht dat de economische groei in 1991 afneemt. De sedert begin 1989 fors opgelopen rente remt de bestedingen. Verwacht wordt dat de bedrijfsinvesteringen in het tweede kwartaal van 1991 met 0,9% zullen afnemen, waar ze de afgelopen jaren steeds een groei van meer dan 10% toonden. De economische groei in het laatste kwartaal van 1990 bedroeg 0,6% ten opzichte van het voorgaande kwartaal. Op jaarbasis komt dit neer op 2,6%. De afnemende groei zal de druk op de cen-

trale bank om de rentetarieven te verlagen verder doen toenemen. Sinds mei 1989 is het Japanse disconto in zes stappen verhoogd van 2,5% tot 6%.

Een zorgenkind blijft echter de aanhoudende groei van de geldhoeveelheid, hoewel het tempo vertraagt. De toename van 7,3% in januari ligt ver boven het groeitempo van de reële economie. Een te sterke groei van de geldhoeveelheid kan de inflatie aanwakkeren, terwijl de binnenlands gegenereerde inflatie toch al zorgen baart. Zowel de consumenten- als de groothandelsprijzen stijgen sneller dan in de afgelopen negen jaar is voorgekomen. Consumentenprijzen in de agglomeratie Tokio stegen in januari met 4,2% op jaarbasis, tegenover een stijging van 2,5% medio vorig jaar. 60% van de toename is te wijten aan factoren als hogere olie- en voedselprijzen, maar 40% komt voor rekening van onderliggende factoren, zoals hogere loon- en produktiekosten. Deze ontwikkeling baart de Bank of Japan nog veel zorgen in haar beoordeling van de economische situatie. De keuze voor een renteverlaging is in dit licht dan ook moeilijk te maken.

Duitse begrotingsperikelen

In Duitsland viel het beroep van de overheid op de kapitaalmarkt in 1990 mee, gezien de eerdere ramingen. Uiteindelijk werd voor een bedrag van DM 117 miljard geleend. Wellicht dat het tekort voor 1991 dan

ook eerder op DM 140 miljard uitkomt dan op de al genoemde DM 155 miljard.

Toch is de Duitse overheid niet gerust met de grote tekorten. Wees de Bundesbank er nog op dat ze liever bezuinigingen zag dan belastingverhogingen, in verband met het daarmee samenhangende inflatiegevaar, de regering besloot toch tot fiscale maatregelen over een breed front. Men wil de loon-, inkomsten- en vennootschapsbelasting per 1 juli, en in beginsel voor een jaar, verhogen met 7,5%. Verder voert men een verhoging van de accijns voor brandstoffen door. Het pakket is nodig ter financiering van de Duitse bijdrage aan de geallieerde coalitie, Oost-Europa en de wederopbouw van de vroegere DDR.

Rentedaling stagneert

Na de forse rentedaling als gevolg van teruglopende economieën en dalende olieprijsen lijkt de euforie nu ten einde. De kapitaalmarkt gaat nu weer vooruitlopen op een sneller dan verwacht economisch herstel nu de Golfoorlog is beëindigd. Gezien het verwachte aantrekken van de groei in de VS later dit jaar is het de vraag of de Fed tot verdere verlagingen overgaat. Voorzitter Greenspan gaf al aan dat hij eerst de effecten van de eerdere verruiming van het monetaire beleid wil afwachten. Het rendement op dertigjarig papier steeg weer tot boven 8,1%. De ontbrekende stimulans van lagere Amerikaanse rentes speelde ook Europa parten. In Duitsland werd de aandacht weer meer op binnenlandse factoren gevestigd, onder andere door de begrotingsbehandeling in het parlement. De kosten van de eenwording blijven daarbij boven de markt zweven.

Dollar scherp in herstel

Als gevolg van de euforie rond de beëindiging van de Golfoorlog kon de dollar weer aan kracht winnen. Ook de uitspraak van Greenspan dat

Valutakoersen

	1991 hoogste koers	1991 laagste koers	Koers per 15/2	Koers per 1/3
Amerikaanse dollar	1,75	1,64	1,66	1,73
Engelse pond	3,31	3,26	3,28	3,29
Duitse mark (100)	112,82	112,65	112,66	112,72
Zwitserse frank (100)	135,62	131,36	131,39	130,07
Japanse yen	129,83	125,36	127,73	128,89

een verdere renteverlaging op zich laat wachten, en dat een daling van de dollar vanaf de huidige niveaus ongewenst is, draagt aan het optimisme voor de valuta bij. De inflatie-ontwikkeling biedt vooralsnog geen al te optimistische kijk op de rente. De consumentenprijzen blijken in januari met 0,4% te zijn gestegen. Wanneer de prijsveranderingen van energie en voedsel buiten beschouwing worden gelaten, is er sprake van een toename van 0,8%, een hoog cijfer voor één maand. De Fed verwacht overigens een dalende inflatie. Het Engelse pond kwam slechts licht onder druk na de discontoverlaging van 13,5 tot 13% per eind februari.

Optimisme op beurzen

Nadat de scherpe stijging van de aandelenkoersen zich aanvankelijk voortzette, werd de laatste week van februari gekenmerkt door een consolidatie op de internationale aandelenmarkten. Het wegvallen van de rentestimulans speelde hierbij een belangrijke rol. De bouw- en constructiebedrijven konden zich internationaal verheugen in een scherp toegenomen belangstelling. In Koe-wei zijn zeer grote orders te vergeven, zo wordt geredeneerd. In Amerika schommelde de Dow Jones rond het niveau van 2.900. De zwakke positie van het bankwezen blijft de beurs van tijd tot tijd parten spelen, hoewel ook wel eens positieve uitzonderingen zijn te bespeuren. Zo ontvangt Citicorp financiële hulp van de Saoedische prins Alwaleed Bin Talal. Hij steekt \$ 590 miljoen in converteerbare preferente aandelen. De prins bezit al 4,9% van het aandelenkapitaal. Door de omwisseling van de converteerbare stukken kan hij het pakket vergroten tot ongeveer 14%. De conversiekoers is bepaald op \$ 16, huidige beurskoers ligt. De achtergrond van deze plaatsing is gelegen in het feit dat de onderneming een versterking van het eigen vermogen nastreeft van \$ 1 tot 1,5 miljard. In het vierde kwartaal van 1990 boekte Citicorp een verlies van \$ 382 miljoen. De bank wil 8.000 banen schrappen op het totaal van 90.000.

De Nikkei-index in Japan is inmiddels gestegen van 22.000 medio januari tot 26.500 aan het eind van februari. Ook buitenlandse beleggers toonden zich actief. Zij richtten zich vooral op de bekende elektronica-waarden zoals Toshiba en Fujitsu. Op de Duitse aandelenmarkten

werd aanvankelijk negatief gereageerd op de tijdelijke belastingverhogingen die de regering voorstelde. Later won de overtuiging dat meer belasting een kleiner beroep op de kapitaalmarkt betekent, hetgeen positieve gevolgen voor rente- en dus ook aandelenmarkt heeft. Daar staat weer tegenover dat te verwachten looneisen ter compensatie van het koopkrachtverlies de inflatie-angst aanwakkeren.

Amsterdam vriendelijk

Op de Amsterdamse aandelenmarkt heerste wederom een vriendelijke stemming. Ook hier bestond grote belangstelling voor de internationale bouwers, die mogelijk zullen profiteren van werkzaamheden die vanuit de Golf wordt verwacht. Hoogovens is als gevolg van een inzakkende vraag gedwongen de productie met 10% tot 15% te beperken. Het bedrijf houdt er rekening mee dat werktijdverkorting voor het personeel moet worden aangevraagd. Het aandeel Hoogovens verloor in één dag bij hoge omzetten *f* 6,60 en sloot op *f* 45,60, een verlies van 12,5%. Kort daarop volgde echter een herstel.

Grote schommelingen in de olieprijsen alsook afzwakkende economische groei hebben de winstval van de Koninklijke/Shell Groep over 1990 exclusief voorraadwinsten op 16% doen uitkomen. De winst per aandeel kwam daardoor uit op *f* 13,98 tegenover *f* 15,05 vorig jaar. Het slotdividend van Koninklijke komt uit op *f* 4,50. Met het al eerder vastgestelde interimdividend van *f* 3,35 komt het dividend over 1990 in totaal op *f* 7,85. Een 20% goedkopere dollar ten opzichte van het Britse pond en de relatief hoge rentestand drukten het resultaat. De koers steeg na publikatie slechts marginaal, maar later trok zij verder aan. Unilever heeft *f* 630 miljoen opzijgelegd voor herstructurering van de activiteiten in Europa. Een en ander vindt plaats in het kader van de gemeenschappelijke Europese markt van na 1992, waarop Unilever zich concurrerend wil positioneren. De nettowinst van het concern is hierdoor in 1990 met 14,2% gedaald tot *f* 2,98 miljard. Bij de bepaling van het resultaat per aandeel, *f* 12,86 tegenover *f* 12,36 vorig jaar, gaat men uit van het bedrag zonder voorzieningen. Als gevolg van de voorgenomen maatregelen komen de volgende 3 jaar 5.500 banen te vervallen. De cijfers werden ter beurze als te-

leurstellend ervaren, waardoor de koers in enkele dagen tijd terugviel met zo'n *f* 5 tot even boven *f* 148. De koers van AKZO stond vooruitlopend op de publikatie van de jaarcijfers onder druk. De winstdaling met 30% tot *f* 14,94 per aandeel en de dividendverlaging van *f* 8 tot *f* 6,50 lagen aan de benedengrens van de taxaties. Toch veerde de koers, na een aanvankelijke verdere tik, op. Bij bestudering van de cijfers bleek ook hier een reorganisatievoorziening ten laste van de resultaten te zijn gebracht. De aankondiging van plannen voor produktiviteitsverbetering en reorganisatiemaatregelen boezemde de beleggers vertrouwen in.

Ahold stond in de belangstelling nadat was medegedeeld dat een vierde winkelketen in de VS zal worden gekocht. De Amerikaanse omzet zou daarmee in de richting van \$ 6 miljard komen. De acquisitie zal geheel vanuit de Amerikaanse activiteiten kunnen worden gefinancierd. Het nettoresultaat van Hagemeyer is over 1990 met ruim 24% gestegen tot *f* 67,6 miljoen bij een met ruim 9% toegenomen omzet. Bij ongewijzigde valutaverhoudingen zou de omzetgroei bijna 18% hebben bedragen. Daarvan was dan de helft afkomstig van autonome groei en het overige deel van acquisities. De winst per aandeel kwam op *f* 12,59 tegenover *f* 10,60 vorig jaar. Het handelshuis stelt voor een dividend van *f* 4,52 uit te keren (in 1989 *f* 4,00), naar keuze deels in de vorm van een stockdividend. Al met al was het bedrijfsnieuws gemengd. De reactie op de beurs was over het algemeen goed, hetgeen de vriendelijke ondertoon illustreert. Het is de vraag of de weerstand rond het niveau van 260 voor de EOE aandelenindex op afzienbare termijn ook nog kan worden genomen.