

Financieel bericht

Internationale conjunctuur

Gematigde Engelse begroting verwacht

In Engeland is met spanning uitgekeken naar de publicatie van de begrotingsvoorstellen die inmiddels zijn verschenen. Het dilemma voor de Engelse regering is bekend. Het is niet zozeer de overheidsbegroting die voor problemen zorgt. Ondanks een belangrijke belastingverlaging werd voor het lopende jaar een begrotingsoverschot van £ 3 mrd. voorzien. Dit overschot valt echter naar alle waarschijnlijkheid fors hoger uit, waarbij bedragen van £ 15 mrd. worden genoemd. In principe wordt hierdoor in de nieuwe begrotingsvoorstellen een verdere verlaging van de belastingen mogelijk gemaakt. Echter, een forse verlaging van de belastingen zou bijdragen aan een verdere oververhitting van de economie. Op dit moment is de inflatie opgelopen tot 7,5% terwijl het tekort op de handelsbalans is verdubbeld tot een bedrag van £ 20 mrd. Het ligt dan ook voor de hand dat de begrotingsvoorstellen gematigd van aard zullen zijn.

Ook op monetair gebied staat men in Engeland voor moeilijke keuzen. De hoge korte rente remt de economische groei en verkleint daarmee de kans op een verder oplopen van de inflatie. Echter, een nieuwe internationale ronde van renteverhogingen zou wel eens een forse groeivertraging kunnen veroorzaken, met het risico van het ontstaan van een recessie. Een verdere renteverhoging in Engeland kan worden voorkomen wanneer het pond niet langer gesteund zou worden, maar de consequentie hiervan is extra import van inflatie. Een voortzetting van het gevoerde beleid lijkt niet zo'n slechte keuze. Aldus kan de vereiste verlaging van de particuliere bestedingen met 3-4% worden afgedwongen. Het risico dat de investeringen in hoge mate worden gefrustreerd lijkt niet zo groot, gezien de ruime liquiditeit bij het bedrijfsleven. Het feit dat ook buitenlandse investeerders zich actief tonen in Engeland geeft ook vertrouwen: in geen ander Europees land wordt zoveel door Japan geïnvesteerd als in Engeland.

Kaufman maakt zich zorgen

De Amerikaanse goeroe Henry Kaufman, die vorig jaar zijn eigen adviesbureau is begonnen, schetste kort geleden een weinig optimistisch scenario voor de Amerikaanse economie ten overstaan van leden van het Huis van Afgevaardigden. Zijn zorg gaat in het bijzonder uit naar de financiële verzwakking van het Amerikaanse bedrijfsleven waar de afgelopen vijf jaar sprake is geweest van een afname van het eigen vermogen met ca. \$ 300 miljard, terwijl de schulden met \$ 840 miljard stegen. Dit in tegenstelling tot bij voorbeeld het Europese bedrijfsleven dat in de afgelopen jaren de periode van economische groei juist heeft benut voor het verbeteren van de balansratio's. Belangrijkste oorzaak zijn de management buy outs, overnames, inkoopprogramma's van aandelen, enzovoort. Niet alleen is de financiële kwetsbaarheid van het Amerikaanse bedrijfsleven hierdoor toegenomen, maar ook de gevoeligheid voor een rentestijging. Een steeds groter deel

van de resultaten is nodig voor rentebetalingen. Dit gaat ten koste van de financiering van investeringen. Op termijn wordt hierdoor de internationale concurrentiepositie van de VS aangetast. De schuldenpositie van de Amerikaanse overheid baart Kaufman eveneens zorgen, te meer daar hij op afzienbare termijn geen belangrijke verlaging van de overheidstekorten voorziet. De VS worden daarmee steeds meer afhankelijk van (buitenlandse) financiers. Op het moment dat deze verstek laten gaan ontstaat een penibele situatie die weinig te maken heeft met een zachte landing.

De sombere teneur van deze beschouwing wordt voorlopig nog weersproken door de feitelijke economische ontwikkeling. Ook de Amerikaanse consumenten hebben in de peilingen in februari weer een groter vertrouwen in de economie uitgesproken, dit na een tijdelijke terugval in januari. Verder zorgde de publicatie van de werkloosheidscijfers voor een verrassing. De werkloosheid bleek in februari te zijn gedaald van 5,4% tot 5,1% van de beroepsbevolking. Hiermee werd het laagste niveau bereikt in 15 jaar.

Optimisme over Frankrijk

De OESO kwam deze maand met een positief rapport over de Franse economie. Het aandeel van de loonkosten in de toegevoegde waarde is de laatste jaren belangrijk afgenomen. Deze herverdeling betekent een aanzienlijke verbetering van de positie van het Franse bedrijfsleven. Verder is de inflatie, die in 1980 nog 13,6% bedroeg, gedaald tot rond 2,75%, waarmee Frankrijk zelfs onder het EG-gemiddelde zakte. Wij voegen hier aan toe dat het inflatieverschil ten opzichte van Duitsland, dat begin 1987 nog 4% bedroeg, inmiddels is teruggevallen tot ca 1%. Naast de loonmatiging heeft ook de verlaging van belasting op ingehouden winst bijgedragen aan een verdere verbetering van de financiële positie van het Franse bedrijfsleven. De investeringen blijven toenemen, ook al wordt door de OESO een minder scherpe groei voorzien. De internationale concurrentiepositie van het Franse bedrijfsleven is versterkt en dit kan doorwerken in de ontwikkeling van de handelsbalans. Het tekort op de lopende rekening zou daarmee kunnen terugvallen tot 0,5%.

Valuta- en rentemarkt

Duitse Bundesbank doet rust terugkeren

Op de internationale obligatiemarkt was in de afgelopen periode alle aandacht gericht op de rentepolitiek van de Duitse Bundesbank. Omdat de laatste speciale beleningen steeds krap werden toegewezen bij oplopende tarieven, had in de markt de mening postgevat dat de Bundesbank

Financieel bericht is ontleend aan de tweewekelijkse publicatie *Beleggen met Van Lanschot* van F. van Lanschot Bankiers N.V. te 's-Hertogenbosch.

Valutakoersen

	1989 hoogste koers	1989 laagste koers	Koers per 27/2	Koers per 13/3
Amerikaanse dollar	2,13	1,99	2,05	2,10
Engelse pond	3,71	3,61	3,58	3,61
Duitse mark (100)	112,93	112,83	112,90	112,83
Zwitserse frank (100)	133,32	132,17	132,21	132,28
Japaneze yen (10.000)	164,32	160,06	162,17	162,07

over zou gaan tot een verhoging van de officiële tarieven. Toch zijn in de strijd tegen de inflatie al enige voorzichtige successen geboekt, zoals de afnemende stijging van de consumentenprijzen in de maand februari. Daarnaast heeft de Duitse mark zich hersteld ten opzichte van het pond sterling en de Japanse yen, terwijl ook de Amerikaanse dollar niet echt meer in waarde toeneemt. De Bundesbank besliste dan ook dat de inflatieontwikkeling nog even moest worden aangekeken en liet de officiële tarieven onveranderd. Hierdoor ontstond er enige rust aan het rentefront en kwam er een einde aan de periode van voortdurende rentestijging.

Rente in Nederland weer beneden 7%

Enkele dagen later gaf de Bundesbank de obligatiemarkt een nieuwe impuls door het tarief op speciale beleningen te verlagen tot 5,8%. Dit bleek het beslissende sein voor een bijzonder vast gestemde obligatiemarkt in zowel Duitsland als Nederland. De kapitaalmarktrente in Nederland zakte hierdoor weer beneden de 7%, van gemiddeld 7,18% tot 6,9%. De vraag naar obligaties werd met name gevoed door de professionele handel, speciaal vanuit het Verenigd Koninkrijk, waar omvangrijke shortposities moesten worden afgedekt. De meeste Nederlandse institutionele beleggers bleven toch enigzins aan de zijlijn staan.

Om een stijging van de dollar als gevolg van de lagere rente in Duitsland te voorkomen, reageerde de Bundesbank onmiddellijk met interventies. Na de publicatie van de Amerikaanse werkloosheidscijfers won de dollar echter opnieuw aan kracht tot een niveau van f 2,10, maar deze stijging past voorlopig nog in de zijwaartse beweging van de dollar tussen de grenzen van f 2,05 en f 2,11, die al geruime tijd standhoudt.

De gunstige economische ontwikkeling in Frankrijk weerspiegelt zich ook in de koersontwikkeling van de Franse franc. Binnen het EMS heeft de franc zich nu uit het veld van zwakke valuta's losgemaakt. De Italiaanse lire behoort hier nog wel toe. De verviervoudiging van het handelsbalanstekort over januari tot een nieuw record, werd gevolgd door een discontoverhoging met een heel procent tot 13,5%. De Italiaanse inflatie vertoont de laatste maanden een onmiskenbare versnelling tot 6,3% in januari.

Internationale beurzen

Herstellende koersen

De aandelenmarkt van Wall Street bewoog zich voorzichtig omhoog, waarbij de Dow Jones het belangrijke niveau van 2300 nog niet echt doorbrak. De mediasector stond weer in de belangstelling. Vooral de aangekondigde samenwerking tussen Warner en Time leidde tot grote beursomzetten, vooral voor Warner. Beide ondernemingen zijn goed voor een omzet in de orde van \$ 4,5 mil-

jard. Na de fusie zou het grootste mediaconcern ter wereld ontstaan. Vooral aandeelhouders Warner lijken te profiteren van de aangekondigde fusie. In eerste instantie trokken de koersen van beide ondernemingen flink aan.

Ook andere ondernemingen uit de media- en vrije-tijdssector ontmoeten een toenemende belangstelling. Te denken is aan Coca Cola die via Columbia Pictures een waardevol belang in deze sector heeft. Infotech, een veel kleinere onderneming die ook belangen heeft in de mediasector (onder andere het persbureau UPI) stond in de belangstelling nadat de Avacus, gelieerd aan de Nederlandse Reiss & Co, had gemeld een 15% deelneming te hebben opgebouwd en een bod te overwegen. Infotech toonde zich weinig enthousiast. De aandelenkoers is inmiddels wel gestegen van \$ 7,50 naar \$ 9.

Als gevolg van de stijgende olieprijsen maakten de olieaandelen enkele vaste dagen door, hetgeen ook doorwerkte in de oilservice-sector.

In de softwaresector werd een aantal dalingen geregistreerd daar de hooggespannen verwachtingen niet werden waargemaakt. Dit gold voor Ashton Tate die in het vierde kwartaal de winst per aandeel slechts met 1 dollarcent opvoerde tot \$ 0,51. Aandelen in collega Microsoft maakten in één dag een koerstuimeling van \$ 62 tot \$ 54,25 op het bericht dat de omzetsijging stagneerde en de winst onder druk stond. De vrees ontstond bij beleggers dat de ontwikkeling bij Microsoft een signaal was voor de totale trend in de pc-markt.

Apple lanceerde overigens de Macintosh 11cx die door topman Sculley werd omschreven als een 'dream machine'. Revolutionair is de machine echter niet. Het grote voordeel is gelegen in de modulaire opbouw, waardoor de uitvoeringen eenvoudiger kunnen worden aangepast bij specifieke wensen van de gebruiker.

Tokio blijft achter

Relatief gesproken deed de aandelenmarkt van Tokio het in de verslagperiode iets zwakker. De Japanse beurs is erg gevoelig voor bewegingen in de rente. De centrale bank heeft al te kennen gegeven dat de geldgroei haar zorgen baart. Ten aanzien van de inflatie is men niet optimistisch en er zal niet geaarzeld worden om zonnig actie te ondernemen, hetgeen tot uiting zou kunnen komen in een hogere rente.

Naast rentevrees begint de aanhoudende stroom van onthullingen rond het Recruit-schandaal sommige beurspartijen te verontrusten. Alles bij elkaar voldoende aanleiding voor veel beleggers om op het inmiddels fors gestegen koersniveau even te wachten met kopen.

De koers van aandelen NTT, de telefoonmaatschappij die geprivatiseerd is en kon bogen op de grootste beurskapitalisatie ter wereld, is inmiddels gehalveerd ten opzichte van het hoogtepunt van 3,2 mln. yen. Naast het hoge koersniveau speelt hier de betrokkenheid van de vroegere topman Shinto bij het Recruit-schandaal. Shinto is inmiddels gearresteerd.

De Zwitserse aandelenmarkt leefde in de verslagperiode krachtig op. De beurs had niet zo lang geleden een forse terugslag ondergaan nadat Nestlé had besloten buitenlandse investeerders te accepteren als eigenaar van haar aandelen op naam. De kunstmatige schaarste die de aandelen aan toonder op een relatief hoog niveau hield kwam hiermee weg te vallen, hetgeen buitenlandse houders een fors koersverlies opleverde.

De financiële reorganisatie rond Credit Suisse vormde in de verslagperiode echter een impuls die tot een goede vraag naar aandelen leidde, waarbij de grootste koersstijging tot nog toe dit jaar werd geregistreerd. De hele bankensector lag goed gevraagd in de Zwitserse aandelenmarkt.

Beursindices

	1989 hoogste koers	1989 laagste koers	Koers per 24/2	Koers per 10/3
VS (Dow Jones)	2347	2145	2246	2282
Engeland (FT-100)	2096	1783	2020	2085
Duitsland (Dax)	1360	1301	1288	1319
Nederland (CBS-koersindex)	179	167	178	179
Tokio (Nikkei)	32.132	30.184	32.452	31.702
Australië (All Ord)	1552	1471	1486	1488

De Amsterdamse beurs

Snel herstel beurs

De omslag in de renteontwikkeling als gevolg van het uitblijven van de verhoging van de officiële tarieven in Duitsland, had een duidelijk positief effect op de koersontwikkeling op Beursplein 5. De aantrekkende dollar vormde een tweede positieve factor, terwijl de stijging van de olieprijs van directe invloed was op de waardering van aandelen Kon. Olie. De stroom jaarcijfers die op gang is gekomen completeert het positieve beeld, dat in een overtuigend herstel van de aandelenkoersen uitmondde.

Belangrijke uitschieter was Kon. Olie, dat van alle genoemde factoren kon profiteren. Vooral de betere stemming in de oliewaarden op Wall Street bracht de koers van het fonds tot ruim boven *f* 130. Deze koersstijging gevoegd bij het zware gewicht van Kon. Olie in de CBS-koersindex voor aandelen bracht deze index naar een nieuw hoogtepunt van 179,6 op 7 maart. Dat de rest van de beurs niet zo fel steeg blijkt uit het feit dat de index exclusief Kon. Olie op dat moment onder het record van 27 januari bleef. De winstcijfers van Kon. Olie konden de beurs in eerste instantie niet erg bekoren vanwege het feit dat in het vierde kwartaal een daling van de winst werd gerealiseerd. Dit was echter mede het gevolg van het ontbreken van de boekwinst uit de verkoop van de consumentenproduktendivisie uit de joint venture met AKZO en het treffen van een voorziening voor bodemsanering in de VS. Hiervoor gecorrigeerd liet het resultaat een lichte stijging zien.

Daarnaast werd de dividendverhoging van *f* 6,40 tot *f* 7,10 per aandeel hogelijk gewaardeerd. Deze verhoging wordt gezien als een onderstreping van de trendmatige winstgroei die het concern blijkbaar verwacht te kunnen doortrekken. De presentatie van de cijfers riep de indruk op dat het concern zich redelijk op zijn gemak voelt bij de huidige internationale constellatie. De chemieresultaten zijn uiteraard de grote trekker op dit moment. Dank zij een stijging van 34% zijn deze inmiddels boven *£* 1 mrd. beland, hetgeen ruim een derde deel van de groepswinst is. Binnen de oliesector was sprake van een ingrijpende verschuiving binnen de winst van opsporing/winning naar verwerking/verkoop. De achtergrond is duidelijk. De lage olieprijs, die een belangrijk deel van 1988 kenmerkten, drukten de winst uit de productie van ruwe olie en aardgas in belangrijke mate. De kosten zijn hier immers overwegend vast, zodat schommelingen in de opbrengsten sterk doorwerken in de winst voor belasting. De belastingdruk op de productie van ruwe olie is gewoonlijk echter zeer hoog – hier en daar richting 90% – zodat het grootste deel van de inkomstendaling door de fiscus wordt betaald. Desalniettemin liep het resultaat uit productie en winning terug van *£* 1.755 mln. tot *£* 1.074 mln. De lagere inkooprijzen voor ruwe olie gevoegd bij een goede vraag naar eindproducten leidden ertoe dat de sector verwerking/verkoop een forse winststijging te zien gaf: van *£* 663 mln. tot *£* 1330 mln.

De groepswinst kwam uit op *£* 2.941 mln. tegenover *£* 2.831 mln. Per aandeel *f* 12,35 tegenover *f* 11,20.

Ook Unilever kon de beurs met goede cijfers verblijden. Vooral het resultaat in het vierde kwartaal, waarin de winst met ruim 35% steeg, is indrukwekkend. Belangrijker dan de cijfers per kwartaal is echter de structurele gang van zaken binnen het concern. Het proces van herstructurering heeft in de afgelopen jaren gezorgd voor een voortdurende verbetering van de marges. In 1988 steeg de bedrijfs-winst, uitgedrukt in procenten van de omzet van 8,3% tot 8,9%. In het afgelopen jaar behaalde Unilever voor het eerst een winst van meer dan *f* 3 mrd.: *f* 3.021 mln. tegenover *f* 2.516 mln. in 1987, bij een 12% hogere omzet van *f* 62 mrd. Per aandeel werd in 1988 *f* 10,78 verdiend, tegenover *f* 8,97 in 1987, waarbij echter wel dient te worden opgemerkt dat de stijging in guldens groter was dan de stijging in dollars of ponden, zodat de internationale belangstelling niet extra werd aangewakkerd. De koers van het aandeel handhaaft zich al enige tijd rond het niveau van *f* 130.

De consumentenmarkten waar Unilever primair actief is, vormen stabiele afzetmarkten, ook al zijn de groeimogelijkheden soms beperkt. Hier staat tegenover dat Unilever het beleid de laatste jaren heeft gericht op het versterken van de kernactiviteiten. Eventuele bestaande versnipperingen zijn nu grotendeels geëlimineerd. Daartegenover zijn posities in kerngebieden versterkt. De verzorgingsproducten hebben daarbij extra aandacht gekregen, met overnemingen zoals van Cheseborough Pond's en onlangs Fabergé. Hiermee is de positie in een marktsegment waar van behoorlijke groeipercentages sprake is versterkt, hetgeen uiteraard ook op termijn zal doorwerken in de concernresultaten.

Veel nieuws was er ook rond Fokker, hetgeen uiteindelijk resulteerde in een forse koersstijging van de aandelen. Wij doen een greep: de problemen met het landingsgestel van een Fokker F-100 in Genève, de Franse TAT bestelde 8 Fokker-100 toestellen. Twee Engelse maatschappijen die behoren tot de Leisure Group bestelden 11 Fokker-100 vliegtuigen en namen een optie op een zelfde aantal, hetgeen het bestelde aantal F-100's bracht op 240, waarvan 137 vast en 103 in de vorm van opties. Een snelle verhoging van de productie is gewenst. In Amsterdam is een verhoging van de productie van 33 toestellen per jaar tot 46 mogelijk, maar dit is te weinig om eventueel een grote bestelling uit de VS te kunnen uitvoeren. Mogelijk dat een productie-unit in de VS wordt opgezet. Ook zou een overname/deelneming van Fokker in de Engelse Shorts een oplossing kunnen vormen. Zoals bekend is Fokker samen met de Engelse GEC in de race om deze te privatiseren vliegtuigfabriek over te nemen. Positief nieuws, maar bedacht moet worden dat dit pas op langere termijn tot uitdrukking zal komen in overtuigende winstcijfers. De koers steeg tot een hoogtepunt van *f* 40.

In de verzekeringsector vormde de aankondiging van een samenwerking tussen AMEV en de Verenigde Spaarbank geen stimulans voor de koers. De beurs had gehoopt op een bod op AMEV. De belangstelling voor de emissie van Nationale Nederlanden is behoorlijk. De claims stegen tijdens de claimhandel licht in koers. Aegon heeft in de Belgische Gevaert een nieuwe grootaandeelhouder (3%) gevonden.

Een forse stijger in de verslagperiode was Internatio die lange tijd dicht rond de *f* 80 had gelegen, maar resoluut doorschoot naar *f* 88. In de handelssector deed ook Borsumij het goed met een koersstijging tot *f* 138. De winstcijfers van VNU leken even een koersstijging uit te lokken, maar deze zette toch niet direct door. Al met al een gunstige periode voor de aandelenmarkt in Amsterdam, waar de belangstelling vooral voor de lokale waarden aanhoudt.

De omgekeerde rentestructuur

De bovenverwachting sterke economische groei was voor de centrale banken in vele Westerse landen aanleiding om vanaf de zomer 1988 (in de VS reeds een kwartaal eerder) het monetaire beleid te verkrappen. Ten einde de gevaren van een opleving van de inflatie tegen te gaan werd in verschillende stappen de rente verhoogd. Dit gebeurde door het verkrappen van de geldmarkt, het geven van marktsteun (liquiditeit) tegen hogere rentes en in mindere mate door het verhogen van de officiële tarieven. Het gevolg van een sterk opgelopen korte rente kan zijn dat deze zelfs boven het niveau van de lange rente komt te liggen. We spreken dan over een omgekeerde rentestructuur. De vraag is nu hoe een dergelijke rentestructuur ontstaat en wat de risico's hiervan zijn.

Het was de Amerikaanse centrale bank die in maart 1988 de aanzet gaf voor een stringenter beleid. Enerzijds werd de geldmarkt verkrapt waardoor de daggeldrente opliep van 6,5% in maart naar 9,9% eind februari 1989. Voorts werd het disconto tot tweemaal toe verhoogd (7% nu). Reden voor de bezorgdheid was de (te) sterke economische groei, een hoge capaciteitsbenutting (84%) en een tot in jaren ongekend laag niveau van de werkloosheid. Door de oplopende rente nam de belangstelling van de internationale belegger in dollarwaarden wederom toe, waardoor de dollarkoers opliep. Hiermee werd een proces in gang gezet waardoor de rentestijging in de VS medio 1988 naar Europa oversloeg. De Bundesbank reageerde het eerst door ook in Duitsland de rente op te schroeven. Deze actie werd mede veroorzaakt doordat de groei van de geldhoeveelheid zich boven de doelzone bewoog, hoewel van een toename van de inflatie op dat moment nog nauwelijks sprake was. Voorts was men bevreesd voor de import van inflatie door de hoge dollar. Het tarief van de geldmarkt werd verhoogd van 3,25% tot rond de 6%; het disconto met 1,5% tot 4%. In Nederland werd de stijging van de Duitse geldmarktrentes gevolgd, tegen de achtergrond van de doelstelling van een vaste koersverhouding ten opzichte van de D-mark. De voorschotrente werd verhoogd tot 5,75%, waardoor de korte rente (eenmaands interbancair) opliep van 4% tot 7%.

De rente op de obligatiemarkten (lange rente) is de stijging van de korte rente slechts ten dele gevolgd. In Nederland bij voorbeeld steeg de lange rente van 6,25% in de eerste 4 maanden van 1988 tot 7,1% eind februari 1989, waardoor het écart tussen de korte en de lange rente terugliep van 2,25% tot vrijwel nihil (een z.g. vlakke rentestructuur ofwel vlakke yield-curve). Een zelfde beweging voltrok zich in de VS, doch aangezien het verschil tussen de korte en lange rente aldaar aanvankelijk kleiner was kwam de korte rente boven de lange rente te liggen. Dit wordt aangeduid met de term 'omgekeerde rentestructuur'. Het Verenigd Koninkrijk is hiervan een extreem voorbeeld. Nadat minister Lawson begin 1988 nog was overgegaan tot belastingverlagingen moesten als gevolg van een te sterke economische groei vervolgens de monetaire teugels fors worden aangehaald. De 'base rate' werd verhoogd van 7% tot 13% waarna de korte rentes deze stijging volgden. De rente op de obligatiemarkt lag evenwel in de tweede helft van 1988 rond de 10%, slechts 1/2% hoger dan in de eerste helft van het jaar.

Waarom is nu de lange rente minder opgelopen dan de korte? Het rentebeleid van de centrale banken beïnvloedt in eerste instantie de geldmarktrente. Anti-inflatiebeleid betekent onder meer het laten oplopen van de rente om de geldgroei af te remmen. Op dit moment pogen dus de autoriteiten de sterke economische groei tijdelijk af te remmen ten einde meer langdurig een continuering van de

groei zonder een al te hoge inflatie mogelijk te maken. Heeft nu de markt er vertrouwen in dat dit beleid succesvol is, dan zal de lange rente minder behoeven te stijgen dan de korte rente. Indien evenwel de inflatieverwachtingen in de markt toenemen dan zal ook de lange rente stijgen. Een vlakke yield-curve wijst dus op een gematigde economische groei en een lage inflatie in de toekomst als uitdrukking van de inflatieverwachtingen van de markt. Blijkbaar heeft de markt vertrouwen in het gevoerde beleid of het zou moeten zijn dat men de inflatieproblemen schromelijk onderschat. Eerder lijkt de belegger van mening te zijn dat door het monetaire beleid de rente reeds zover is gestegen dat het hoogste punt is genaderd, terwijl de rente op niet al te lange termijn weer lager zal zijn. Beleggers zullen dan genoegen nemen met een lager rendement op lange-termijnbeleggingen aangezien zij het risico lopen dat als zij wachten en de middelen kort wegzetten de rente daarna weer zal zijn gedaald.

Voorbode van recessie?

Vaak wordt gesteld dat inverse yield-curves een recessie voorafgaan. Dit was bij voorbeeld het geval zowel aan het begin van de jaren zeventig als aan het begin van de jaren tachtig. Wat zijn ditmaal de kansen op een recessie?

Het grote verschil met deze jaren is dat de monetaire autoriteiten vroegtijdig hebben ingegrepen op een moment dat de inflatie nog beperkt was. De verkrapping in de VS in het begin van de jaren tachtig, die wordt gevolgd door een recessie, was het antwoord van de Fed op een periode van aanzienlijk inflatie (de prime rate steeg tot boven 20%). De recessie in het begin van de jaren zeventig werd vooral veroorzaakt door de grote stijging van de olieprijs. De huidige verkrapping vindt geleidelijker en minder heftig plaats. De Fed beoogt nu slechts een afzwakking van de economische groei. Een uitzondering vormt het Verenigd Koninkrijk, waar de renteverhoging zeer fors was en waar de economische groei snel afneemt (detailhandelsverkoop in januari nog slechts + 1,8% op jaarbasis). De geleidelijkheid blijkt uit het feit dat de monetaire autoriteiten bij voorbeeld in Duitsland, via een periode van rentestijging, de markttarieven nu stabiliseren om de ontwikkelingen even aan te zien. Weliswaar blijft de kans aanwezig dat indien over enkele maanden blijkt dat er te weinig tekenen zijn die wijzen richting een vertraging van de economische groei een verdere verkrapping nodig is. Het gevaar van een doorschieten van de rentestijging, als gevolg van de tijd die nodig is voordat hogere rentes invloed op de economische groei hebben, lijkt ditmaal gering. Voorts zijn de 'fundamentals' nu duidelijk beter. In Nederland bij voorbeeld was toen sprake van een teruglopende private consumptie en bedrijfsinvesteringen. Op dit moment vertonen de binnenlandse bestedingen nog steeds een redelijke groei, die gepaard gaat met een laagblijvende inflatie. Een omslag in de economie is dus minder waarschijnlijk, al zijn het Amerikaanse begrotings- en handelsbalanstekort risicofactoren. Voor de aandelenbeurzen is de hoge korte rente nu van tijd tot tijd een negatieve factor, maar gezien de gezonde economische vooruitzichten op langere termijn geen echte bedreiging.