

# Financieel bericht

## Internationale conjunctuur

### Uiteenlopende economische ontwikkeling

Het jaar 1990 werd gekenmerkt door internationaal sterk uiteenlopende economische ontwikkelingen, waar de politiek een grote invloed had. De Golfcrisis, na de inval van Irak in Koeweit begin augustus, benadrukte de verschillen. Met name de kwetsbaarheid van de Amerikaanse en Engelse economieën kwam nog sterker op de voorgrond, terwijl continentaal Europa werd beheerst door het opengaan van de Oosteuropese landen en de Duitse eenwording, hetgeen de groei aldaar op peil houdt. In de meeste landen was sprake van afnemende groei en werden verwachtingen meermaals naar beneden bijgesteld na het conjuncturele topjaar 1989.

De dollarkoers toonde een weerspiegeling van de structureel verschillende gang van zaken tussen de VS en Europa. In Europa groeiden de EMS-valuta's naar elkaar toe. Ironisch genoeg was de laatste belangrijke daad van premier Thatcher het onderbrengen van het pond in het EMS. De inflatiecijfers liepen in de loop van het jaar in de meeste landen op, mede als gevolg van aanvankelijk weer stijgende grondstofprijzen. Als gevolg van de stijging van de olieprijs zette de inflatoire tendens door, waarbij de Europese landen gedeeltelijk gecompenseerd werden door een lagere dollar. Als gevolg van de oplopende inflatie en kapitaalschaarste, onder meer om de Duitse eenwording te financieren, liep ook de rente wereldwijd op. Tegen al deze druk waren de aandelenbeurzen niet bestand. Een verminderde winstontwikkeling bij het bedrijfsleven versterkte de neergaande beweging, zodat de meeste beurzen het jaar dreigen af te sluiten beneden het niveau aan het begin.

### Afnemende groei OESO

Aanvankelijk verwachtte de OESO voor 1990 en 1991 een economische groei van 2,9% voor de gezamenlijke OESO-landen. In november werd deze verwachting bijgesteld tot 2,75% voor het lopende, en 2% voor volgend jaar. De reeds lang verwachte teruggang van de Amerikaanse economie kwam gaandeweg ook in de economische indicatoren tot uitdrukking. De groei van de Amerikaanse economie is in het tweede kwartaal teruggevallen tot 0,4%, nadat eerder nog was uitgegaan van 1,2%. Naar verwachting komt de gemiddelde groei dit jaar uit op 1% terwijl deze in 1989 nog op 2,5% lag. De Amerikaanse overheid kende de inmiddels traditionele moeilijkheden rond het opstellen van een begroting. Lang nadat de officiële deadlines waren overschreden kon overeenstemming worden bereikt over bezuinigingen en uiteindelijk ook over verhoging van belastingen. De in november overeengekomen plannen moeten ertoe bijdragen dat het begrotingstekort tot \$ 254 miljard 'beperkt' zal blijven.

Het tekort op de Amerikaanse handelsbalans vertoonde in het eerste halfjaar een dalende tendens, waarna de daling stakte vanwege de weer oplopende olierekening. Over de eerste negen maanden bedraagt het tekort nu \$ 72,5 miljard hetgeen 10% lager is dan verleden jaar

dezelfde periode. Toonde de inflatie aanvankelijk een gunstig beeld, als gevolg van de stijgende olieprijs liep die vanaf augustus weer op.

In Japan was aanvankelijk sprake van een forsere groei dan werd verwacht. Na een groei van 4,9% in 1989 bedroeg die in de eerste negen maanden van 1990 maar liefst 6,7% op jaarbasis. Als gevolg van de Golfcrisis zal echter ook hier de groei afvlakken tot net boven de 5% voor geheel 1990. De binnenlandse spaarquote, die medio zeventiger jaren nog op 23% lag, daalde voor het eerst in meer dan 20 jaar beneden de 15%. De groei wordt gedragen door de consumptie, thans 6% hoger, en investeringen die met 12% groeien. De groei van de binnenlandse bestedingen draagt bij aan de afname van het overschot op de Japanse handelsbalans, hetgeen zich gestaag voortzet na een korte onderbreking aan het begin van het jaar. De import werd duurder onder invloed van de gedaalde koers van de Japanse yen. In het tweede halfjaar stuwde de stijging van het prijsniveau van olie de importen omhoog, hetgeen een nieuwe bijdrage leverde aan de daling van het overschot.

### Goede groei in Europa

In Duitsland is de belangrijkste gebeurtenis van het jaar natuurlijk de hereniging, die ook forse economische consequenties heeft. Daardoor wijkt de situatie aanzienlijk af van die in de rest van de wereld. In het eerste kwartaal groeide de Westduitse economie met 4,4%. In plaats van de export waren nu in toenemende mate de particuliere bestedingen de drijvende kracht achter de economische groei. Medio van het jaar gingen de consumentenbestedingen scherp omhoog, mede onder invloed van bestedingen uit Oost-Duitsland. Ook de investeringen namen verder toe. Voor geheel 1990 wordt de groei in de westelijke deelstaten nu geschat op 4,5%. Er bestaan echter forse verschillen in de ontwikkeling in het westelijk en oostelijk deel. Er wordt rekening gehouden met een daling van de economie van 15%. Was de inflatie-ontwikkeling in de eerste helft van het jaar nog gunstig, later liep die, onder druk van hogere olieprijs, op tot boven 3%, hetgeen niet te missen repercussies op de rente-ontwikkeling had.

Engeland neemt in Europa een aparte positie in. De Engelse economie is in stagflatie beland. In het derde kwartaal daalde het bnp met 1%, en voor het gehele jaar wordt nog een beperkte groei voorzien van rond 1%. Ondanks deze slechte groei bereikte de inflatie een hoogtepunt. Deze bedraagt inmiddels tegen 11%. Oktober was de eerste maand waarin zich een stabilisatie aftekende. Gevolg is wel dat ook de loonstijgingen met rond 10% Europees uit de pas lopen. Naast de halsstarrige houding van Thatcher tegenover de Europese Gemeenschap en de introductie van de poll-tax droegen de slechte economische omstandigheden zeker ook bij aan haar val. Op de valreep stond zij dan toch een toetreding toe van het pond aan het EMS. Daarmee lijkt aan het valtaire front stabilisatie op te treden.

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

In Nederland blijft de groei vooralsnog op een gezond peil, gedragen door zowel consumptie en investeringen als door de exporten. In het derde kwartaal bedraagt de groei van de bedrijvigheid nog 3,5%, de consumptie groeit nog met circa 3% (onder andere als gevolg van de belastingmaatregelen in het kader van Oort), en ook de investeringen vertonen nog steeds een, zij het licht lagere, stijging. Voor het gehele jaar wordt nu uitgegaan van een groei van circa 3%. De inflatie wordt op 2,5% ingeschat.

### Vooruitzichten voor 1991

In de Verenigde Staten zal de minder florissante ontwikkeling van het vierde kwartaal ook nog in de eerste helft van 1991 doorzetten, waarna een herstel zal optreden op basis van lagere rentes als gevolg van een verwachte geleidelijke verruiming van de Fed, en toenemende exporten die gesteund worden door de lagere dollar. Als gevolg van de hoge begrotingstekorten en de kosten van de Golfcrisis hoeft vanuit de overheid geen stimulans voor de economie verwacht te worden. Voor het jaar zal de economische groei beperkt zijn tot rond 0,5% met een inflatie juist beneden de 6%.

In Japan wordt vanaf het hoge niveau in 1990 een beperkter stijging in 1991 voorzien met een groei van 3,75%. De investeringsgroei zal na de forse stijging dit jaar een afzwakking vertonen, mede door de sterk gestegen financieringskosten. De inflatie blijft ook volgend jaar rond 3%, zodat er weinig ruimte is voor een dalende rente.

In Duitsland worden de verwachtingen voor 1991 sterk verschillend ingeschat. De grote vraag is hoe lang de achteruitgang in de vijf oostelijke deelstaten zal aanhouden en wanneer het keerpunt ten goede zal plaatsvinden. De vijf economische onderzoeksinstituten verwachten na minus 15% voor 1990 voor 1991 een daling van 10%, terwijl men in het westelijke deel van een zich stabiliserende groei van 3,5-4% uitgaat. Daaruit zou een totale groei resulteren van circa 3%. De risico's zitten aan de kosten van de Duitse eenwording. Een overheidstekort voor 1991 ter hoogte van DM 140 miljard tekent zich af.

In het Verenigd Koninkrijk zal ook volgend jaar de economie nog niet uit het dal zijn. Wellicht is zelfs de officiële schatting van 0,5% economische groei nog aan de optimistische kant. Voor de inflatie gaan we uit van een gemiddeld peil van 7,5% volgend jaar.

Hoewel in Nederland diverse indicatoren wijzen op meer pessimistische verwachtingen van zowel de consumenten als de producenten ten aanzien van de economische groei, is daar in de cijfers over de economie in de eerste drie kwartalen van dit jaar (nog) niets van te merken geweest. Voor 1991 wordt nog een groei verwacht van 2,5%, waarbij de exporten moeten kunnen profiteren van de hoge Duitse groei, die gepaard gaat met hoge bezettingsgraden aldaar. De inflatie kan daarbij, mede door weer dalende oliepijzen, beneden 2,5% blijven, waarmee ons land internationaal gunstig afsteekt. De budgettaire problemen zijn echter zorgelijker. Recentelijk heeft minister Kok al aangegeven dat harde keuzes noodzakelijk zullen zijn.

### Valutakoersen

	1990 hoogste koers	1990 laagste koers	Koers per 26/11	Koers per 10/12
Amerikaanse dollar	1,94	1,66	1,68	1,66
Engelse pond	3,42	3,06	3,31	3,24
Duitse mark (100)	112,95	112,41	112,75	112,80
Zwitserse frank (100)	138,32	122,90	132,97	131,98
Japanse yen	136,29	117,49	130,47	125,95

## Valuta's en rente

### Dollar verder onder druk

Op de valutamarkten trokken de dollar en het pond de grootste aandacht, terwijl ook de fluctuaties in de yen heftig waren. Na de sterke daling aan het einde van vorig jaar bewoog de Amerikaanse dollar zich aanvankelijk dit jaar binnen een marge rond f 1,90 om daarna voorzichtig te verzwakken. In het tweede halfjaar versnelde de koersval zich waarbij een dieptepunt op f 1,65 werd geregistreerd, onder meer als gevolg van de renteverlaging. Vanaf eind november vormde zich een bodem rond dit niveau. De Fed moest keer op keer prioriteiten stellen ten aanzien van het gewenste renteniveau. Enerzijds pleitte de inflatie voor een hogere rente, anderzijds vroeg de zwakke economische groei om een lagere rente. De overheid koos voor de laatste prioriteit. Nadat ze een aanzet had gegeven tot het oplossen van een deel van de begrotingsperikelen zette de Fed weer een stapje op de weg naar het verruimen van de geldmarkt. Begin december belandde het rendement op 30-jarig overheidspapier op 8,2%.

De Japanse yen kon zich na de discontoverhoging in augustus gedeeltelijk herstellen van de verliezen die eerder in het jaar werden geleden. Tegenover de gulden liep de koers terug van rond f 130 voor 10.000 yen tot een minimumniveau van f 119. De Bank of Japan verkocht voor miljarden aan Amerikaanse dollars in een poging om de val van de Japanse yen te breken. Het ministerie van financiën moest vervolgens op grote schaal obligaties inkopen, ten einde de opwaartse druk op de rente ten gevolge van de valuta-interventies te neutraliseren. Het meningsverschil tussen de centrale bank en het Japanse ministerie van financiën werd uiteindelijk beslist in het voordeel van de eerste die zich grote zorgen maakte over de snelle monetaire expansie. Eind maart vond een discontoverhoging plaats met een heel punt tot 5,25%. Daarna volgde nog een verhoging tot 6%. Ook de kapitaalmarktrente ging dit jaar scherp omhoog van tegen 6% aan het begin van het jaar tot een hoogste punt van 8,7%.

### Versterking EMS

Voor het EMS was het een belangrijk jaar. Aan het begin van het jaar werd de Italiaanse lire gedevalueerd met 3,7%, terwijl de bandbreedte waarbinnen de lire zich rond de spilkoers mag bewegen werd verkleind van 6% tot 2,25%. De Spaanse peseta was tijdelijk de enige valuta met een bandbreedte van 6%. In oktober trad het Engelse pond toe tot het EMS met de ruime bandbreedte van 6%. Voorafgaande aan de feitelijke toetreding was hierop reeds lange tijd gespeculeerd, hetgeen tot uiting kwam in een relatief vaste stemming voor het pond, vooral in het tweede kwartaal. De eerste reactie na de toetreding was ook een koersstijging tot een hoogste niveau van f 3,41, maar daarna moest uiteindelijk toch terrein prijsgegeven worden. Dit werd mede veroorzaakt door een verlaging van de base rate met een vol procent, waarbij handig gebruik werd gemaakt van de toenmalige kracht van het pond. Daarnaast droeg de politieke onrust bij aan het wispelturig karakter. Toen Thatcher eenmaal was afgetreden had dit nauwelijks meer invloed. De oplopende inflatie miste vanzelfsprekend zijn uitwerking op de rente-ontwikkeling niet. Het krappe monetaire beleid moest lang worden volgehouden, zodat de korte tarieven boven 14% bleven. Na de toetreding konden die pas dalen richting 13%. De lange rente liep gedurende het jaar nog op tot een hoogste niveau boven 13%. Inmiddels ligt die in de buurt van 11%, vrijwel hetzelfde peil als waarop het jaar begonnen werd.

In Duitsland werden de markten zich in toenemende mate bewust van de enorme inspanning die de Duitse eenwording zou vergen en de vele valkuilen op het pad

daar naar toe. Als gevolg van de oplopende inflatie hield de Duitse centrale bank vast aan haar krappe monetaire beleid, hetgeen de mark bovenaan in het EMS deed belanden. Omdat de lange rente, na een stijging met een procentpunt aan het begin van het jaar, redelijk stabiel bleef liep het rente-ecart fors terug.

Degenen die in Nederland hadden gerekend op een daling van de guldenrente in 1990 kwamen bedrogen uit. Aanvankelijk werd het jaar, in navolging van Duitsland, gekenmerkt door een verdere stijging van de kapitaalmarktrente, waarna een stabilisatie plaats vond juist boven de 9 procent. Op de geldmarkt werd de Nederlandse Bank gedwongen de internationale discontoverhogingen te volgen om de kracht van de gulden op peil te houden.

### Renteverlaging, maar niet in Europa

In 1991 zal van de lagere groei een neerwaartse druk op de rentes uitgaan in met name die landen waar de economische teruggang het grootst is. Daarnaast kan de afloop van de Golfcrisis wereldwijd een positieve invloed op de obligatiemarkten hebben, vanwege de dan dalende olieprijs en de onzekerheid over de inflatie die uit de markt zal verdwijnen. Anderzijds kan met name in Europa een opwaartse druk op de rentemarkten worden verwacht als gevolg van de Duitse eenwording. Voor de VS biedt de hoge rente in Europa en de inflatie slechts beperkte mogelijkheden op een verruiming van het monetaire beleid. De rentedaling zal echter nog wel doorzetten. In Japan spelen de gevaren met betrekking tot de loonontwikkeling en de geldgroei een belangrijke rol, maar ook de positie van de aandelenbeurs en vooral de yen zijn van belang. Een verlaging van het disconto lijkt in de eerste helft van 1991 evenwel uitgesloten.

De Duitse rente zou na afloop van de Golfcrisis even kunnen dalen, maar dit effect zal meer dan gecompenseerd worden door de gevaren voor de inflatie van een oververhitting van de economie, de ontwikkeling van de loonkosten en het beroep van de overheid op de kapitaalmarkt. Een verhoging van de officiële tarieven mag niet worden uitgesloten. De rente-ontwikkeling in Nederland zal parallel lopen met de Duitse. In de andere EMS-landen, inclusief het VK, wordt verwacht dat het rente-ecart met Duitsland geleidelijk kan verminderen. De ontwikkeling van de wisselkoers is hierbij de beperkende factor.

## Internationale beurzen

### Slecht derde kwartaal

De wereldwijd scherpe rentestijging vormde een negatieve factor voor de internationale aandelenmarkten. De internationale beurzen konden globaal in twee groepen worden ingedeeld. Enerzijds de beurzen die de hoogtepunten van het begin van het jaar niet meer overtroffen, zoals Australië, België, Engeland, Japan en Zuid Korea. Daarnaast is er een groep die in de eerste helft van het jaar een hoogtepunt vestigde, zoals de Verenigde Staten, Duitsland, Spanje, Zwitserland, Frankrijk, Nederland en beurzen in het Verre Oosten.

Voor sommige beurzen, onder andere Japan, Engeland en de VS lagen de hoogtepunten van 1990 dicht bij de hoogtepunten aller tijden. Het derde kwartaal was internationaal een erg slecht trimester. In Duitsland ging in enkele maanden 30% van het koersniveau verloren. Het dieptepunt in Japan lag 48% onder het punt waarop het jaar werd ingezet. Taiwan verloor zelfs 80% van de koerswaarde in nog geen jaar. In november bereikten de meeste beurzen hun dieptepunt. De wereldindex lag 26% onder het eerdere hoogtepunt van het jaar.

## Beursindices

	1990 hoogste koers	1990 laagste koers	Koers per 26/11	Koers per 7/12
VS (Dow Jones)	3000	2365	2533	2590
Engeland (FT-100)	2464	1990	2152	2183
Duitsland (Dax)	1969	1335	1443	1513
Nederland (CBS)	206	166	167	169
Japan (Nikkei)	38.713	20.122	23.763	23.522
Australië (All Ord)	1714	1291	1335	1336

In de Verenigde Staten speelden de oplopende rente en de slechte bedrijfsberichten de beurs parten, hoewel deze ontwikkeling in het begin van het jaar nog genegeerd werd. Er werd zelfs even een historisch hoogtepunt behaald van de magische 3000 voor de Dow Jones index. Daarna zette zich echter een daling in. Toen de moeilijkheden in het Midden Oosten een aanvang namen kwam er een initieel verlies van 15% bij, waarna Wall Street zich op een licht hoger niveau stabiliseerde. De mogelijkheden voor een renteverlaging waren debet aan een gunstige ontwikkeling in de tweede jaarhelft in relatie tot de overige beurzen.

De beurs van Japan werd geconfronteerd met de procentueel gezien grootste rentestijging in de Westerse wereld. De koersdruk die daardoor ontstond kon niet gecompenseerd worden door de fundamenteel sterke economische ontwikkeling, die aanhield. Het internationaal gezien hoge koersniveau voor Japanse aandelen is een kwetsbaar punt gebleken. Ten slotte bestond grote vrees voor de prijsvorming op de vastgoedmarkt. Deze was tot enorme hoogten gestegen, maar door de hoge rente leek deze kwetsbaar. Een flinke daling zou het gehele Japanse financiële bestel op zijn grondvesten doen schudden. Verruiming van de mogelijkheden van het kopen van aandelen met geleend geld en steunaankopen droegen bij tot het breken van de koersval op de beurs van Tokio.

De Duitse aandelenmarkt hield zich de eerste maanden van het jaar nog uitstekend. Een hoogtepunt werd bereikt op het niveau van 1969 voor de DAX-index. Hier moest de beurs in het derde kwartaal scherp terug. In september werd een dieptepunt bereikt van 1335 toen de hoge kosten van de eenwording en de Golfcrisis de markten beheersten. In al het geweld hield de Engelse beurs zich relatief goed staande, mede op grond van speculatie op de verwachte toetreding tot het EMS.

### Economisch fundament weerspiegeld

De onzekerheden omtrent de Golf zullen in het begin van 1991 de koersen op de aandelenbeurzen wereldwijd in aanzienlijke mate doen fluctueren. Voor de VS is aanvankelijk de dalende rente een stimulans. Indien de rente eenmaal beneden 8% aanlandt zal deze factor verdwijnen. De Amerikaanse beurs kan dan een tijdlang stabiliseren tot er meer duidelijkheid is over de economische situatie. Indien de economie in het tweede deel van het jaar weer geleidelijk zal aantrekken zal dit in de koersen weerspiegeld worden. Mocht een economische opleving evenwel uitblijven, dan kan nog een negatieve reactie optreden.

Op de Japanse beurs is het vertrouwen nog niet teruggekeerd. Het inflatiegevaar zal op de markt blijven drukken. Ook het teruglopen van de economische groei zal een negatieve factor blijken. Wel moet worden verwacht dat de Japanse beurs de grootste koerswinst kan laten zien direct na afloop van de Golfcrisis.

De Duitse beurs zal onder invloed van de blijvend sterke groei als gevolg van de eenwording een goede performance kunnen laten zien. Wel zal van tijd tot tijd het renteplaatje de beurs parten spelen.

In het VK zal de recessie dieper zijn dan in de VS. Te verwachten lagere rentes vormen voor de beurs evenwel een positieve factor. De aandelenkoersen in het VK kunnen op de eerste factor aanvankelijk een stijging tonen, maar per saldo zal de Britse beurs het niet beter doen dan de landen op het Europese vasteland. Voor de overige beurzen van continentaal Europa zal de lagere groei op de markt wegen. Met name ook de hogere kosten voor het bedrijfsleven spelen hierbij een rol.

---

## De Amsterdamse beurs

---

### Veel tegenvallers te verwerken

Voor de effectenhandelaren was het jaar 1990 een jaar dat de nodige tegenspoed bracht. Naast de wereldwijde rentestijging, waaraan Nederland zich niet kon onttrekken, werd de beurs keer op keer geconfronteerd met tegenvallende winstberichten.

Philips spande daarbij de kroon. Met name Amerikaanse beleggers reageerden geschokt toen de winstverwachting, die in het begin van het jaar uitgesproken werd, reeds enkele weken later ingetrokken moest worden. Het bedrijf heeft inmiddels een reorganisatie in gang gezet die zijn derde fase ingaat. Daarnaast zijn tal van andere ondernemingen met winstdalingen geconfronteerd, hetgeen in een aantal gevallen lag aan het feit dat vergeleken moest worden met het conjuncturele topjaar 1989. Met name bedrijven actief op internationale markten moesten fors terug.

Bedrijven die gevoelig bleken voor de internationale ontwikkeling zijn KLM, Nedlloyd, DAF en Pirelli, die allen dit jaar in de verliezen duiken. Jaren van winststijging bij Akzo en DSM maakten plaats voor lagere resultaten hetgeen op de beurs zwaar werd afgestraft getuige de koersdalingen.

Beleggers kregen gaandeweg het jaar een steeds duidelijker voorkeur voor de zogenaamde defensieve fondsen, hetgeen vooralsnog bevestigd wordt door de resultaatontwikkeling van die bedrijven. De winst van Ahold steeg in de eerste negen maanden van 1990 met 34%. CSM sloot het per 30 september geëindigde boekjaar af met een 14,7% hogere winst. De opgaande lijn bij Unilever werd gecontinueerd en de koers van Nutricia bereikte zelfs nieuwe hoogtoppen.

### Fusies en overnames

Daarnaast werd Amsterdam geconfronteerd met verschillende samenwerkingen binnen de financiële sector. De eerste in de reeks was Amev dat samenging met de Verenigde Spaarbank. Later werd een fusie met de Belgische AG bekend gemaakt. Verder werd de fusie tussen ABN en Amro Bank tot stand gebracht. Ook Nationale Nederlanden en NMB Postbank kondigden een fusie aan, waarbij de voorgestelde ruilverhouding vooralsnog echter aandeelhouders Nationale Nederlanden in het verkeerde keelgat is geschoten.

De traditioneel zo rustige wereld van beleggingsfondsen werd aanvankelijk nog geconfronteerd met de introductie van verschillende nieuwe fondsen, maar geleidelijk sloeg het sentiment om. Rodamco moest zoveel aanbod van eigen aandelen verwerken dat noodgedwongen besloten werd niet langer op basis van intrinsieke waarde in te kopen. Het voorbeeld om het 'open end'-karakter in te ruilen voor een 'closed end'-structuur werd opgevolgd door verschillende andere vastgoedfondsen. Al met al moest de Amsterdamse aandelenmarkt de winst die in 1989 was opgebouwd voor een deel prijsgeven in 1990. Dit kwam tot uiting in een daling van de CBS-koersindex van circa 204 aan het begin van het jaar tot een niveau rond 169 aan het begin van december.

---

## Het beleggingsbeleid voor 1991

---

In het beleggingsbeleid lijkt te moeten worden uitgegaan van financiële markten die sterk zullen fluctueren op grond van nieuws uit de Golf. Met name op de aandelenbeurzen kan dit de komende maanden voor forse uitschieters zorgen, maar een meer fundamentele wijzigingen in het beleggingsklimaat lijkt zich pas daarna te kunnen voltrekken.

De komende maanden lijkt nog vastgehouden te moeten worden aan de overweging in obligaties. Bij het huidige renteniveau kunnen daar in guldens of marken aantrekkelijke rendementen gerealiseerd worden. De kans op koerswinsten op obligaties in deze valuta is daarbij echter klein; eerder zal nog een kleine rentestijging genomen moeten worden. De beste mogelijkheden voor obligatiebeleggingen liggen in de continentaal Europese landen buiten Duitsland en Nederland. De verdragende economieën vragen om een versoepeling van het monetaire beleid van de centrale banken, waar de afnemende inflatieverschillen en de veelal nog ruime rentemarge met Duitsland nog enige ruimte toe bieden.

De aandelenbeurzen lijken de bodem te hebben gehad, maar een fundamenteel herstel zal vermoedelijk nog op zich laten wachten. Voor de komende maanden zijn de vooruitzichten het beste voor de Amerikaanse beurs hetgeen echter ook gepaard gaat met grotere risico's. De Amerikaanse beurs kan meer dan de andere beurzen profiteren van de dalende rente. Daarbij kan de beurs tevens vooruitlopen op een conjunctureel herstel dat door velen in de loop van volgend jaar wordt verwacht. De structureel matige situatie van de Amerikaanse economie zal het herstel echter beperken. Daarbij zal de komende maanden de dollar het totaalrendement drukken.

Japan zal ook de komende maanden nog worstelen met het gebrek aan vertrouwen en de aanhoudende onzekerheid over de maatregelen ter beteugeling van de geldgroei en de inflatie.

Structureel staan de Europese beurzen er het beste voor. Gegeven de teleurstellende economische ontwikkeling geldt dit niet voor de Britse beurs. Het pond vormt daarbij echter een onzekere factor.

Voor continentaal Europa geldt dat na een mogelijk technisch herstel bij meer duidelijkheid rond de Golfcrisis de beurzen nog te kampen zullen hebben met de aanhoudend hoge rente en een druk op de bedrijfswinsten. Een meer fundamenteel herstel lijkt pas medio volgend jaar mogelijk, wanneer de beurs toeleeft naar de resultaten over het tweede halfjaar waarin de bedrijven zullen profiteren van een gunstiger vergelijkingsbasis.

De beste mogelijkheden liggen op de beurzen van Duitsland, waar men geleidelijk weer meer oog zal krijgen voor de mogelijkheden die de eenwording voor het Duitse bedrijfsleven biedt, van Frankrijk dat binnen Europa kan profiteren van het meer op zichzelf gericht zijn van de Duitse economie, en van Nederland dat in de eerste plaats de voordelen kan plukken van de toenemende Duitse importbehoefte.

In de portefeuille zal derhalve de nadruk met name de komende maanden nog liggen op obligatiebeleggingen. Binnen de aandelenportefeuille zal ingespeeld kunnen worden op de mogelijkheden die een tradingmarkt biedt, in de wetenschap dat de ontwikkelingen in de Golf voor forse fluctuaties zorgen. Met name de cyclische fondsen zijn hiervoor de aangewezen fondsen. In de loop van het jaar zal geleidelijk het aandelenbelang verhoogd kunnen worden, wanneer na afloop van de Golfcrisis de recessievrees geleidelijk verdwijnt en het bedrijfsleven weer een positieve draai in de resultaten kan laten zien. Het belang in onroerend goed kan beperkt blijven, al kunnen lange-termijnbeleggers wel profiteren van de aantrekkelijke disagio's die veel onroerend-goedfondsen bieden.