

## Internationale conjunctuur

### Verwachtingen royaal overtroffen

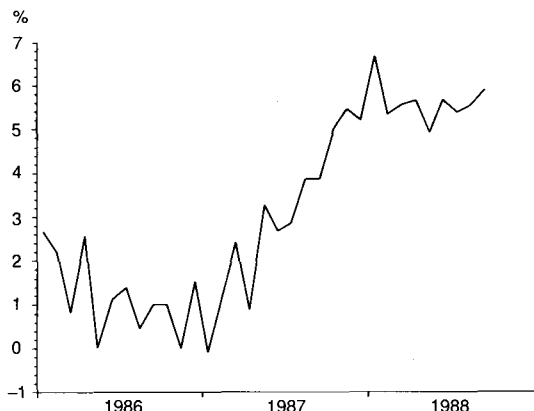
Aan het begin van 1988 overheersten nog negatieve scenario's ten aanzien van de te verwachten economische ontwikkeling. De beurskrach lag nog vers in het geheugen en met vrees werd uitgezien naar de weerslag van de geleden vermogensverliezen en het geschokte vertrouwen op de bestedingen, zowel van het bedrijfsleven als van de consument. De OESO stelde haar verwachtingen ten aanzien van de economische groei in 1988 en 1989 met een half procent in neerwaartse richting bij. Anderen zagen eerder een groeivertraging van een procent of meer. De pessimisten zagen de beurscrash als het startsein voor een recessie die zich in 1988 zou manifesteren.

Het bleek mee te vallen. De groei zette in 1988 door. Ongetwijfeld heeft het ruime beleid dat de monetaire autoriteiten na de crash gevoerd hebben hier een belangrijke bijdrage aan geleverd. Medio van het jaar kwam een stroom van opwaartse aanpassingen van de economische verwachtingen op gang. In plaats van een vertraging in de groei werd nu zelfs gerekend op een versnelling, hetgeen ook doorwerkte in de expansie van de wereldhandel die circa 9 % zou bedragen.

### Verenigde Staten tussen Scylla en Charybdis

De Amerikaanse economie heeft zich in 1988 netjes over het slechts smalle pad dat open lag bewogen. Begin 1988 werd nog bekend dat het vierde kwartaal van 1987 een daling van de consumptieve bestedingen in de VS met 3,6 % had opgeleverd. Het aantal in aanbouw genomen woningen bleek in december ook flink gedaald te zijn en de leading indicators toonden een zorgwekkende daling. Mede dank zij een toenemende export bleef het Amerikaanse bedrijfsleven echter op volle toeren draaien en uiteindelijk bleek de economie in het vierde kwartaal van 1987 met 4,2 % te zijn gegroeid.

Groei industriële productie in OESO-landen sinds 1986



Na de sterk teleurstellende Amerikaanse handelsbalanscijfers die in december 1987 waren gepubliceerd (een tekort van \$ 17,6 miljard) kwamen de eerste cijfers in 1988 ruim \$ 4 miljard lager uit. Later in het jaar tenderden de tekorten maar een niveau van ruim \$ 10 miljard per maand. Toch zijn er nog factoren die de export en daarmee het herstel van de handelsbalans hinderen. Niet alleen is maar een relatief klein deel van de Amerikaanse ondernemingen op de export georiënteerd, maar bovendien laat de hoge bezettingsgraad geen extra productie toe ten behoeve van de export. Het wegwerken van het handelstekort zal hierdoor geruime tijd vergen. Evenzo zal de eliminatie van het begrotingstekort, dat afgelopen jaar beslag legde op 85 % van de Amerikaanse besparingen, tijd vragen. Hoewel de economie vooralsnog bevredigend verloopt is duidelijk dat de nieuwe regering een aantal principiële beleidskeuzes zal moeten maken om voor deze fundamentele problemen een oplossing te vinden.

### Engelse handelsbalans sterk verslechterd

In Engeland vielen de consumptieve bestedingen in het laatste kwartaal van 1987 flink terug. Weldra herstelden deze zich echter en gedurende de rest van het jaar stegen zij explosief. De besparingen liepen terug en de opgenomen consumentenkredieten namen sterk toe. Een belangrijk verschil met de ontwikkelingen in de VS was echter dat tegenover het enorme begrotingstekort in de VS de Britse overheid met een begroting werkt die een groot overschot vertoont, ook al is er dit jaar een belangrijke belastingverlaging doorgevoerd. In feite vertoont de Britse economie de verschijnselen van een pure oververhitting: te hoge particuliere bestedingen, een krappe arbeidsmarkt, een snel oplopende inflatie en eveneens snel groeiende tekorten op de handelsbalans.

### Landen met stijgende overschotten

Duitsland bleef zich redelijk stabiel ontwikkelen. De weerstand tegen een stimulering van de binnenlandse vraag die de Duitse autoriteiten aan de dag legden leverde aanvankelijk nog veel kritiek op, maar naarmate het jaar vorderde bleek ook de Duitse economie zich in een stroomversnelling te bevinden. De kritiek verstomde, zeker toen ook de import steeg. Later in het jaar bleek toch dat de stijging van de import werd overtroffen door de groei van de export, met als gevolg een weer toenemend overschot op de handelsbalans.

De Japanse economie werd in 1988 gekenmerkt door een succesvolle heroriëntatie van de export in de richting van de binnenlandse bestedingen. Naast de consumptieve uitgaven waren het vooral de investeringen die fors toenamen met een groei van 20%. Door de groei van de binnenlandse bestedingen nam ook de import toe waardoor de handelsoverschotten terugliepen. Later in het jaar bleek

ook hier de opbrengst van de export toch weer sneller toe nemen dan die van de import. Vooral de handel met Europa en de landen in het Verre Oosten droeg hiertoe bij. Dit resulteerde in een weer toenemend overschot op de Japanse handelsbalans. De Japanse samenleving lijkt zich ontwikkeld te hebben tot de meest slagvaardige economische macht in de wereld.

### Groeivertraging in 1989

Hoewel de groei in het eerste kwartaal van 1988 het sterkst was en vooral in de herfst signalen wezen op een afzwakking van de groei, blijft deze ook in het laatste kwartaal opvallend sterk. Ook het fundament van de economische groei is nog stevig. Enerzijds nemen de consumptieve bestedingen toe, veelal dank zij een groei van het aantal werkenden en een toegenomen koopkracht. Daarnaast groeien de investeringen verrassend snel. Hierop afgaande mag ook begin 1989 nog een hoge groei verwacht worden. Toch zal naar verwachting de groei komend jaar afzakken. In de eerste plaats zal de groei van de consumptieve bestedingen vertragen. Bij de opgelopen rente zal immers minder een beroep op consumptief krediet worden gedaan, terwijl de spaarneiging toeneemt. Daarnaast zullen de investeringen, waarvan de groei in 1988 vergeleken met de economische groei op een ongekend hoog niveau lag, in mindere mate toenemen. De OESO verwacht voor de bij haar aangesloten landen voor 1989 een groei van 3% tegen 4% dit jaar.

In de VS zullen de noodzakelijke bezuinigingen de groei wat afremmen, maar daar staat tegenover dat de export zal blijven groeien. In het VK wordt een sterkere afzwakking verwacht als gevolg van de sterk opgelopen rente. Ook de Duitse economie lijkt het volgend jaar wat minder te doen als gevolg van de accijnsverhogingen, die daarnaast tot extra prijsstijgingen leiden.

In Nederland werken de belastingverlagingen juist positief: de koopkracht kan hierdoor stijgen terwijl de inflatie zeer laag blijft. Het resultaat is een stabiele groei van het bnp van 2,5%, terwijl het CPB voor het nationale inkomen zelfs een groei van 3,5% verwacht.

## Valuta's en rente

### Dollar toont herstel

Het jaar 1988 is voor de dollar een jaar van bodemvorming geweest. In de eerste plaats waren het de verbeterende handelscijfers die de dollar steun boden. De dollar kon daardoor na het dieptepunt van f 1,78 eind 1987 in de eerste weken van 1988 al weer 10 cent terugwinnen. Later kwam daar de meevallende economische ontwikkeling in de VS bij. Uit vrees voor een te snel oplopende inflatie haalde de FED de kredietteugels weer aan waardoor in augustus de korte rente steeg tot 8% voor driemaands overheidspapier. Dit gaf extra steun aan de dollar die verder klom tot een niveau van f 2,17. Interventies aan beide zijden van de oceaan verhinderden een verdere stijging. In Europa was men bevreesd voor de effecten op de inflatie van een te snelle stijging, terwijl men in de VS bezorgd was dat het herstel van de handelsbalans in gevaar zou komen. Ook de markt begon zich dit te realiseren en besepte dat nog een lange weg te gaan is. Toen de economische groei in oktober tekenen van afzwakking begon te tonen en de rente weer daalde, verloor ook de dollar weer snel terrein en belandde onder de f 1,95.

Ook het Britse pond vertoonde een opvallende ontwikkeling. Na het jaar ingezet te hebben op een niveau van f 3,33 won het pond in het voorjaar aan kracht en liep op tot circa f 3,50. Aanvankelijk probeerde de Britse regering deze stijging te voorkomen met verlagingen van de base-

## Financieel bericht

Dit is de eerste aflevering van een nieuwe, vaste rubriek in ESB: het Financieel bericht. Het Financieel bericht, dat tweewekelijks in ESB zal verschijnen, zal in kort bestek de belangrijkste ontwikkelingen op het terrein van de internationale conjunctuur, de internationale valutamarkten en de internationale beurzen belichten. Daarnaast wordt aandacht besteed aan ontwikkelingen op de Nederlandse geld- en kapitaalmarkt en op de Amsterdamse Effectenbeurs. Het Financieel bericht is ontleend aan de publikatie *Beleggen met Van Lanschot* van F. van Lanschot Bankiers N.V. te 's-Hertogenbosch. Naast het Financieel bericht blijft maandelijks in ESB het Conjunctuurbericht van het CBS verschijnen.

rate tot 7%, maar dit mocht niet baten. Niet lang daarna begonnen de verschijnselen van oververhitting van de Britse economie, waaronder snel oplopende handelstekorten, steeds duidelijker te worden. Hierop reageerde de centrale bank met het verhogen van de base-rate, eerst in stappen van een half procent, maar uiteindelijk met een vol procent in een keer, met in totaal 6%. Hierdoor kon het pond verder aantrekken tot boven de f 3,60.

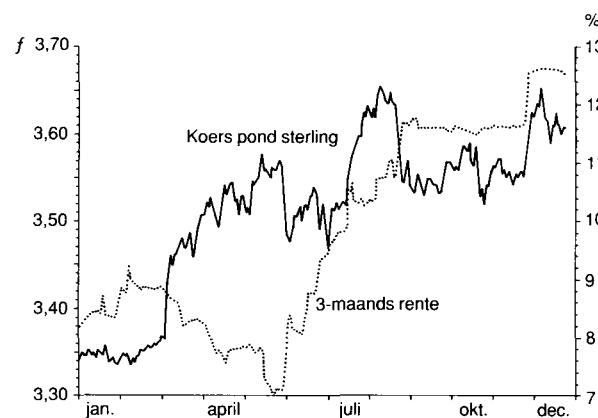
De Japanse yen toonde zich eveneens sterk met een stijging van f 1,45 tot f 1,60.

De Nederlandse gulden bewoog zich aan het begin van het jaar bovenin de Europese slang, maar moest in het najaar terrein prijsgeven, vooral toen bleek dat de voorgestelde invoering van bronbelasting in Duitsland zou worden afgezwakt. Nadat de eerdere voorstellen aanvankelijk tot een relatief scherpe rentestijging in Duitsland hadden geleid trok de Duitse kapitaalmarkt na het wegvallen van de directe dreiging weer buitenlandse beleggers aan, hetgeen tot uiting kwam in de koers van de Duitse mark.

### Stabiel beeld in 1989

Met een economie die vooralsnog goed door lijkt te groeien mag van de monetaire autoriteiten verwacht worden dat het huidige beleid zal worden voortgezet. Dit betekent dat de korte rente zich voorlopig op het huidige relatief hoge niveau zal bewegen of misschien nog iets zal oplopen. Later in het jaar, wanneer een groeivertraging zich duidelijker aftekent, mag dan een daling van de korte rente verwacht worden. Ook de lange rente kan dan weer enigszins omlaag, zij het dat de ruimte hiervoor in landen als West-Duitsland en Nederland beperkt is.

Britse rente en koers van het pond



Wat de valutamarkt betreft mag, gezien het verdere herstel van de Amerikaanse handelsbalans, een lichte stijging van de dollar worden verwacht. Een verdere stijging ligt zeker ook voor de yen in de lijn der verwachting. Het Britse pond lijkt, indien met een groeivertraging in het VK een renteverlaging daar actueel wordt, eerder aan kracht te zullen verliezen.

## Internationale beurzen

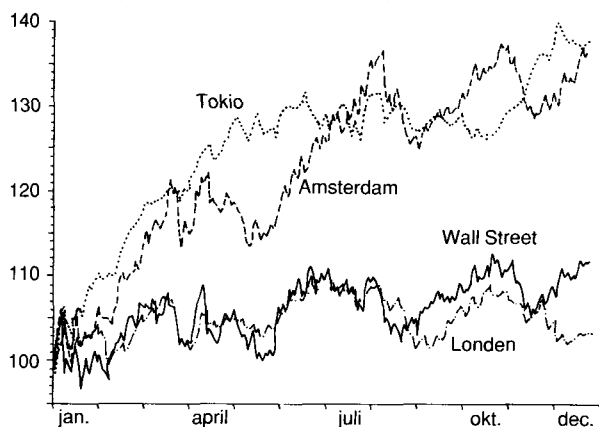
### Overnemingen redden Wall Street

De Amerikaanse aandelenmarkt opende het nieuwe jaar enthousiast. Vanuit een niveau van 1940 voor de Dow Jones werd al snel de 2050 bereikt, een correctie op het zeer negatieve sentiment waarin 1987 was afgesloten. Ook het herstel van het vertrouwen in de Amerikaanse dollar werkte door in de aandelenmarkt. Toch bleef de markt uiterst nerveus en in januari sloeg de schrik toe toen de Dow Jones in een klap weer 140 punten verloor. In een klimaat dat nog werd beheerst door onderzoeken naar de oorzaken van de krach van oktober 1987 was men bang voor een nieuwe klap die door velen, parallel met de ontwikkelingen na 1929, was voorspeld. De vrees voor een recessie was volop aanwezig.

Een recessie was des te zorgwekkender omdat deze een streep zou halen door de gehoopte afname van het Amerikaanse overheidstekort. Anderzijds zou een te scherpe groei ook niet verantwoord zijn, daar dit een herstel van de handelsbalans in de weg zou staan en bovendien de inflatie zou kunnen aanwakkeren, met het risico van een rentestijging. Zo vroegen de beleggers zich voortdurend af welke van de twee scenario's het meest actueel was en worstelde de beurs zich van de publicatie van het ene economische cijfer naar dat van het andere. Van relativering van maandcijfers was nauwelijks meer sprake, zelfs niet wanneer het voorlopige cijfers betrof die in een later stadium soms ingrijpend werden aangepast. Tegen die tijd tuurde men al weer naar de publicatie van een volgend maandcijfer over produktie, bezettingsgraad, werkgelegenheid, handelsbalans, consumenten-, producenten- of groothandelsprijzen, enzovoort. Ten slotte vormden voor veel beleggers de presidentsverkiezingen, hoewel men wist dat de uitslag geen enkele zekerheid zou bieden over een nieuw economisch beleid, ook een argument om maar even langs de zijlijn te blijven staan.

Ondertussen liep het belang van de kleine en institutionele beleggers verder terug, hetgeen vooral op de NASDAQ op pijnlijke wijze zichtbaar werd.

Koersverloop internationale beurzen (1-1-1988 = 100)



Dividend-aankopen door vooral Japanse financiële instellingen leverden nog een flinke extra omzet op, soms in de orde van grootte van 25%, die de beurs maar al te goed kon gebruiken. Daarnaast heerste aan het overnamefront een grote activiteit. Toen in november mammoet-'leveraged buy outs', die tot voor kort niet voor mogelijk werden gehouden, werden aangekondigd, met als absolute topper de overname door KKR van RJR Nabisco voor een bedrag van \$ 26 miljard, begon men zich hierover serieus zorgen te maken. Immers met deze buy outs wordt eigen vermogen vervangen door vreemd vermogen, waarvan een niet onbelangrijk deel wordt gefinancierd door Amerikaanse banken die nog steeds doende zijn om zich uit andere probleemgebieden terug te trekken.

Rekening houdend met de forse verkleining van het aanbod van Amerikaanse aandelen ten gevolge van inkoop van aandelen, buy outs, overnames, fusies, e.d. waarmee in 1988 mogelijk een bedrag in de orde van grootte van \$ 200 miljard zal zijn gemoeid, was de gemiddelde koersontwikkeling op de aandelenmarkt eigenlijk teleurstellend. Met enige goede wil kan nog worden gesproken van een met ups en downs gepaard gaande stijgende trend, maar per saldo is de beurs in 1988 nauwelijks 10% vooruit gekomen. Bij de andere beurzen, de Britse beurs die flink te lijden had onder de explosieve rentestijging daargelaten, blijft Wall Street hiermee behoorlijk achter.

### Nieuwe records in Japan

De Japanse beurs heeft zich opmerkelijk gunstig ontwikkeld. Het naar westerse maatstaven zeer hoge koerspeil in Tokio bleek niet alleen tijdens de krach van 1987 erg goed bestand tegen de schok die de financiële markten toen trof, maar ook daarna bleef Tokio zich krachtig ontwikkelen. Binnen enkele maanden was het niveau van voor de crash al weer bereikt. Daarna werd een periode van consolidatie ingezet. De stijgende dollar met daaraan gekoppeld de vrees voor een rentestijging in Japan speelde daarbij een rol, maar ook de ziekte van de keizer en het Recruit Cosmos schandaal drukten de stemming. Sinds de dollar in oktober aan kracht inboette heeft Tokio echter weer een opvallende stijging ingezet waarmee nieuwe records zijn gebroken en het niveau van 30.000 inmiddels is gepasseerd.

### Positief klimaat voor aandelenbeleggingen

Voor volgend jaar is de verwachting dat de economische groei zich zal voortzetten, een groei die in tegenstelling tot de jaren zeventig wordt gedragen door het bedrijfsleven en leidt tot verder toenemende ondernemingswinsten. Weliswaar wordt in de loop van 1989 een groei-afzwakking verwacht, maar met de gezonde basis voor de groei zal deze groeivertraging beperkt zijn. In principe biedt dit een gunstig klimaat voor beleggingen in aandelen. Wel dient hierbij aangetekend te worden dat met name de korte rente voorsnog hoog is, en misschien nog iets oploopt, hetgeen de stemming op de aandelenmarkten thans enigszins nadelig beïnvloedt. Een groeivertraging die zal leiden tot een lichte daling van de rente kan dit beeld verbeteren. Op forse koersstijgingen, zoals die zich enkele jaren geleden, mede gestimuleerd door een belangrijke daling van de rente, voordeden, mag echter niet meer gerekend worden.

## De Amsterdamse beurs

### Goed beursjaar

De Amsterdamse aandelenmarkt ontwikkelde zich in 1988 relatief gunstig. Tot in het tweede halfjaar was zelfs sprake van een in verhouding tot andere aandelenbeurzen relatief sterke ontwikkeling. In augustus was er echter sprake van een vrij scherpe terugval in de koersen. Daarop

volgde een herstel, dat in de herfst met de daling van de dollar abrupt werd onderbroken. Tegen het eind van het jaar werd de positieve trend weer opgepakt en werden nieuwe hoogtepunten bereikt.

Van de Internationals moest de belegger het dit jaar niet hebben. Philips, Olie en Unilever behoorden tot de achterblijvers. Olie en Unilever hadden daarbij te lijden van de matige koersontwikkelingen in New York en Londen. Daarnaast deed de ontwikkeling van de olieprijs de koers van Koninklijke Olie geen goed. Akzo deed het beter met bijna een verdubbeling van de koers.

Hoogovens was onder de internationals de uitbinker met een koerswinst van 200%. Dank zij het herstel in de aluminium- en staalindustrie kon het concern dit jaar weer in de zwarte cijfers belanden. Daarnaast is door de herstructureringen van de laatste jaren en de uitbreiding in de aluminiumsector ook de structurele positie versterkt. Beide factoren brachten de koers van het aandeel in een stroomversnelling. Daarbij worden de vooruitzichten voor de winst per aandeel door veel analisten zo gunstig ingeschat, dat in de laatste weken Hoogovens een van de snelste stijgers is gebleken.

### **Concentraties stuwen koersen omhoog**

Van groot belang voor de koersvorming is het afgelopen jaar ook de concentratie in het bedrijfsleven geweest. Het is vooral het naderende 'Europa 1992', dat de diverse ondernemers aan het denken heeft gezet en vervolgens uitmondde in samenwerkingsverbanden.

In het oog springend waren hierbij de activiteiten in de papierbranche. Alle belangrijke partijen in deze sector wisten zich, hetzij via een overname hetzij via een joint-venture, tot een netwerk te verenigen. Proost & Brandt ging naar de VRG-Groep. KNP kreeg in ruil daarvoor een groot belang in VRG. De joint-venture van KNP en Buhrmann-Tetterode werd verder uitgebouwd via acquisities in het buitenland. Op de valreep nam KNP nog een groot strategisch belang in het Oostenrijkse Leykam.

Evenszels de aandacht trokken de concentraties en de koersstijgingen in de bouwsector. De concentratietendens in de bouw is een direct gevolg van het streven naar een Europa zonder binnengrenzen. De concurrentie in de bouwwereld zal, mede door de openbare aanbesteding van overheidsopdrachten, sterk toenemen. In dit licht zijn de samenwerkingsverbanden tussen de Nederlandse tegenwoordigers een logische stap. NBM-Bouw vormde samen met Amstelland een grote groep die dank zij de fusie op een sterke verbetering van de resultaten rekent. De koers van NBM steeg met circa 120%. Vermeldenswaard zijn voorts de fusie van BAM Holding (koersstijging ruim 100%) met de Geldens Groep en de belangstelling van HBG (85% koersstijging) voor Volker Stevin (+150%).

Ook moet de concentratie in de detailhandel worden genoemd. Ahold kreeg een meerderheid in Schuitema in de schoot geworpen, nadat Unigro in een poging de verhoudingen met Schuitema te verbeteren zich bereid toonde het 45%-belang af te stoten. Daarnaast nam Ahold de drankketen Gall & Gall van Bols over. Bols op haar beurt kondigde aan haar Benelux-activiteiten onder te brengen in een joint-venture met Heinekens gedistilleerd-belangen.

De uitgeverwereld die in 1987 in het teken had gestaan van de geruchtmakende strijd rond Kluwer, bleef ook dit jaar in beweging. Rond de jaarwisseling maakten VNU en Audet hun plannen tot een fusie bekend, die pas na moeilijke onderhandelingen en een verhoging van het bod door VNU doorgang kon vinden. Later besloten Wegener en Tijl zich te verenigen. Nog maar kort geleden werd de dagbladensector opgeschrikt door de voorgenomen fusie tussen Elsevier-dochter NDU en de Perscombinatie. Eerder was Elsevier een aandelenruil overeengekomen met het Britse Pearson.

## **Beleggen in 1989**

De resultaten die met een beleggingsportefeuille worden behaald blijken in de praktijk voor circa de helft te worden bepaald door de verdeling over de verschillende vermogenstitels, te weten obligaties, aandelen, onroerend goed, enzovoort. Hoe zou deze verdeling nu voor 1989 dienen te zijn? Met obligaties kunnen ook volgend jaar aantrekkelijke (reële) rendementen behaald worden. Daarnaast is gezien de economische ontwikkeling en de aanhoudende winstgroei bij de bedrijven het perspectief voor de aandelenbeurzen positief. Een speciale voorkeur voor aandelen of obligaties is hierdoor niet aanwezig. Eerder is een evenwichtige verdeling op zijn plaats. Het belang van onroerend goed kan gezien het vooruitzicht van een min of meer stabiele inflatie beperkt blijven tot 10 à 15 %.

Wat betreft de beleggingen in obligaties dient bedacht te worden dat de trendmatige daling van de rente ten einde is. Daarmee is ook de kans op koerswinsten beperkt. Desondanks zijn deze kansen, met een in de loop van het jaar verwachte groeivertraging die tot een lichte rentedaling kan leiden, wel aanwezig. Is men bereid in vreemde valuta's te beleggen, dan kan men, mede gezien de verwachtingen voor de valutakoersen, profiteren van een voordelige rentemarge van 2,5% voor de Amerikaanse dollar en van rond 6% voor de Australische dollar.

Voor beleggingen in aandelen is het klimaat goed. Wel dient men zich te realiseren dat niet meer gerekend mag worden op de forse, door de gestage rentedaling ondersteunde koersstijgingen van een paar jaar geleden. Eerder is met het oog op het risico van een nog iets verder oplopende rente het aanhouden van enige liquiditeiten aan te bevelen. Gezien de vooruitzichten voor valuta's en beurzen kan de aandelenportefeuille gespreid worden over continentaal Europa (in de eerste plaats Nederland), de VS en Japan. Daar de koersontwikkeling meer dan in het verleden gebaseerd zal zijn op de winstontwikkeling, dient vooral dit element bij de aandelenselectie aandacht te krijgen. Daarnaast lijkt binnen Europa, met het naderen van het magische jaar 1992, het selecteren van overnamekandidaten een kansrijke aangelegenheid.

### **Beursplein 5 in 1989**

De performance van de Amsterdamse beurs was het afgelopen jaar goed, zeker wanneer men bedenkt dat de zwaar in de index meewegende internationals het relatief slecht hebben gedaan. Belangrijker op dit moment is de vraag wat de vooruitzichten voor volgend jaar zijn. Gaan we af op de verwachtingen van het CPB dat het bnp vrijwel ongewijzigd met 2,5% zal groeien, terwijl de groei van het nationale inkomen zal versnellen tot 3,5%, dan zijn de vooruitzichten niet slecht. Waar Nederland de laatste jaren wat betreft de economische groei nogal eens achterbleef bij andere EG- of OESO-landen slaat het nu een goed figuur. Bij de mindere resultaten van de afgelopen jaren past overigens een voor de belegger zeer belangrijke kanttekening. Het aandeel van de ondernemingswinsten in het nationale inkomen steeg van 1982 tot 1987 in Nederland met bijna 60%, tegen slechts 5% voor de gezamenlijke OESO-landen. Het komend jaar zal deze tendens zich doorzetten, zo blijkt uit zeer recente berekeningen van het CPB. Het verwacht dat door de gematigde loonontwikkeling en een stijging van de arbeidsproductiviteit de loonkosten per eenheid produkt verder zullen dalen, terwijl de verkoopprijzen licht zullen stijgen. De arbeidsinkomensquote, die in 1987 nog 83% bedroeg, zal via 81% in 1988 dalen tot 79,5% in 1989. De keerzijde van de medaille is dat de ondernemingswinsten verder zullen toenemen. Een voor de belegger gunstig perspectief, dat nog onvoldoende in het huidige koersniveau is verwerkt.