

Herstel

Hoge groei VS einde 1993

Met name in de laatste maanden van 1993 is de Amerikaanse economie sterk gegroeid. De industriële productie nam in geheel 1993 toe met 4,2%. Hierdoor is de bezettingsgraad bij de industrie in december op 83,5% uitgekomen, het hoogste niveau sedert 1989. Een jaar geleden was de bezettingsgraad nog 81%. Alhoewel het aantal nieuwe banen in december met 185.000 iets lager uitviel dan verwacht, is de werkgelegenheid over in geheel 1993 met twee mln banen toegenomen. De werkloosheid daalde in diezelfde periode van 7,3% tot 6,4%, het laagste niveau sedert begin 1991.

De Amerikaanse centrale bank (Fed) constateert eveneens dat de Amerikaanse groei versnelt. Van een hiermee gepaard gaande opleving van de inflatie is echter nog geen sprake. Op dit moment bevindt de inflatie zich op een relatief laag niveau van 2,7%. Wel heeft de Fed aangegeven scherp op het verloop van de inflatie te zullen letten. Omdat de VS een van de weinige geïndustrialiseerde landen is die in 1993 een groei heeft laten zien, is de handelsbalans verder verslechterd. Over de eerste elf maanden van 1993 bedroeg het tekort \$ 108,8 miljard, tegenover \$ 84,5 miljard in dezelfde periode van 1992.

De Amerikaanse aandelenmarkt kende eigenlijk nauwelijks haperingen in zijn weg omhoog.

Politieke crisis dreigt in Japan

In Japan heeft het Hogerhuis de politieke hervormingen van de regering afgewezen. Voorgesteld was om een meer evenwichtige stemverdeling aan te brengen tussen de steden en het platteland. Met de afwijzing van dit plan dreigt een politieke crisis. Tegelijkertijd neemt de druk van de Verenigde Staten weer toe om iets aan de hardnekkige bilaterale handelsonevenwichtigheden te doen. Dit conflict wordt nog eens gevoerd door de bekendmaking van de laatste Ja-

pansse handelscijfers. Mede door een sterke stijging van de export in december is het handelsoverschot in 1993 13% hoger uitgekomen dan in 1992, en bedraagt nu \$ 120,4 miljard. Het handelsoverschot met de VS is in dezelfde periode opgelopen van \$ 43,6 miljard tot \$ 50,2 miljard.

Door de hoge prioriteit voor politieke hervormingen dreigt op dit moment een vertraging op te treden in de pogingen van de regering om de Japanse economie uit de recessie te trekken. Hierdoor wist de Japanse obligatiemarkt een deel van haar verliezen, opgelopen toen de lange rente steeg tot 3,60% als gevolg van eerder optimisme over nieuwe stimuleringsrondes, goed te maken. Het afketsen van de hervormingen leidde ook tot een flinke correctie op de Japanse beurs: de Nikkei daalde met bijna 5%.

Yen/dollar politieke speelbal

De koersverhouding tussen de yen en de dollar was de afgelopen weken overgeleverd aan de politiek. Aanvankelijk leek de dollar terrein te winnen op grond van de verwachting dat de handelsconflicten tussen beide landen zouden kunnen worden opgelost. Door de dreigende vertraging van de implementatie van nieuwe stimuleringspakketten zal het tevens langer duren voordat het hoge Japanse betalingsbalansoverschot een daling laat zien. Deze verwachting maakte een eind aan de stijging van de dollar. Deze kwam zelfs even onder de 110 yen te liggen. De Verenigde Staten zouden dan ook nog sterker dan voorheen kunnen aansturen op een stijging van de Japanse yen.

Duitse recessie

Uit voorlopige cijfers blijkt dat de Westduitse economie in 1993 door de diepste recessie sedert de tweede wereldoorlog is gegaan. Het bbp liep terug met 1,9%. De grootste daling deed zich voor bij de investeringen (-14,7%). De buitenlandse handel had sterk te lijden van de economische recessie in Europa en van de verslechterde concurrentiepositie. De particuliere consumptie bleef vorig jaar bijna op hetzelfde niveau als in 1992. In de oostelijke staten was sprake van een groei met 6,3%. Voor geheel Duitsland reesteert een krimp met 1,3%. Een negatieve consequentie van de Duitse recessie is dat het te-

kort van de overheid sterk gestegen is, van DM 74,3 miljard in 1992 tot DM 105,5 miljard vorig jaar. Gezien de noodzaak voor de regering om iets aan de werkloosheidsproblematiek te doen, zal het niet meevallen om dit tekort op korte termijn substantieel te verlagen. Aan de daling van de inflatie kwam in december tijdelijk een einde. De prijsstijging lag met 3,7% op jaarbasis op hetzelfde niveau als in november.

Bundesbank verlaagt rente niet

De Bundesbank heeft opnieuw de rentetarieven onveranderd gehouden. De laatste officiële tariefsverlaging dateert inmiddels van begin oktober. Met de nieuw geïnstalleerde Bundesbankpresident Tietmeyer leek een periode aan te zijn gebroken van snelle renteverlagingen. Het tegendeel blijkt echter het geval. Alleen de reserveverplichtingen voor de Duitse banken zijn iets verminderd, dit gebeurde echter uit concurrentieoverwegingen en niet ter versoepeling van het monetair beleid. De Bundesbank wil blijkbaar eerst de geldgroei cijfers over december en de inflatiecijfers over januari afwachten alvorens het proces van renteverlagingen weer wordt opgepakt. Elders in Europa zijn de rentetarieven wel verlaagd, waarbij gebruik werd gemaakt van de zwakte van de Duitse mark.

De windstille vanuit de Bundesbank stelde de beurs van Frankfurt teleur. Daarnaast hadden de politieke perikelen in de voormalige Sovjetunie en de financiële problemen rond gigant Metallgesellschaft een drukkende invloed op de koersen.

Britse inflatie stijgt

In december lijkt een eind te zijn gekomen aan de lange neerwaartse trend van de Britse inflatie. Na een inflatie van 1,4% in november is deze in december op 1,9% uitgekomen. De onderliggende inflatie, waarbij gecorrigeerd wordt voor veranderingen in de hypotheekrente, steeg met 0,2% en noteerde in december 2,7%. De stijging werd voornamelijk geweten aan de hogere accijnzen op tabak en brandstof. Verwacht wordt dat in de loop van het jaar beide cijfers richting de 3% zullen bewegen.

Beurs bereikt nieuw record

De Engelse beurs werd van tijd tot tijd gekweld door de obligatiemarkt.

Als gevolg van het voorspoedig economisch herstel twijfelt de markt of of de rente wel verder zal dalen, hetgeen de koersen onder druk zet. Toch blijft de ondertoon goed, hetgeen blijkt uit het nieuwe record dat de FT100-index inmiddels weer heeft opgetekend.

Werkloosheid in Nederland

De Nederlandse werkloosheid is in 1993 hoger uitgekomen dan in het voorgaande jaar. Tegelijkertijd groeide de werkgelegenheid met 40.000 banen. Dit vormt een scherp contrast met de stijging van 126.000 banen, die gemiddeld in de jaren 1987 tot en met 1992 werd behaald. De stijging van het arbeidsaanbod was in 1993 aanmerkelijk groter dan de stijging van de werkgelegenheid, waardoor een stijging van de werkloosheid resulteerde met 70.000. Toch vallen de cijfers niet tegen: zowel ten opzichte van de ons omringende landen als de eerdere taxaties van het CPB. In september prognosticeerde het CPB voor 1993 nog een daling van de werkgelegenheid met 18.000 personen. Een belangrijke bijdrage in de toename van de werkloosheid heeft de ontwikkeling van de industriële productie gehad. In de eerste elf maanden van 1993 lag deze ruim 2% lager dan een jaar eerder. De daling van 3,6% op jaarbasis kwam grotendeels voor rekening van de buitenlandse afzetprijzen. Door de sterke positie van de gulden heeft het Nederlandse bedrijfsleven vorig jaar aanmerkelijk moeten interen op de winstmarge om het marktaandeel te kunnen behouden.

De beurs in 1994

Nadat 1993 al kon worden afgesloten als een bijzonder goed beursjaar met een stijging van de EOE-index met 45%, worden ook de eerste weken van 1994 gekenmerkt door een gunstig beursklimaat. Gegeven de nog onzekere economische omstandigheden dringt de vraag zich op of de beurs momenteel niet te sterk op een herstel vooruitloopt en hieruit voortvloeiend wat het potentieel voor de aandelenmarkt in 1994 is.

In termen van koers/winst-verhouding (k/w) is de huidige waardering van de beurs met een gemiddelde k/w van 17 (op basis van gerealiseerde winsten) historisch gezien hoog

en wordt zelfs de waarde van vlak voor de crash in 1987 overtroffen. De hoge waardering kan echter voor een belangrijk deel worden verklaard door de rente. Zowel de geldmarktrente als de kapitaalmarktrente hebben in 1993 een forse daling ondergaan. In de obligatiesfeer zijn door de rentedaling in 1993 uitzonderlijk goede rendementen geboekt maar tegelijkertijd zijn de perspectieven in dit segment afgenomen. Omdat voorts op deposito's steeds een lagere rentevergoeding tegemoet moet worden gezien vormt de aandelenmarkt voor veel beleggers een logisch alternatief.

Een tweede factor die van invloed is op de beurswaardering is uiteraard de winstontwikkeling van de beursondernemingen. Voor de Nederlandse economie als geheel gaan we, na de nulgroei van 1993, voor 1994 uit van een beperkte groei van 1%. Dank zij de open structuur van de Nederlandse economie zal geprofiteerd kunnen worden van een aantrekkelijke wereldhandel onder invloed van een voortgaand economisch herstel in de Angelsaksische landen. Daar staat tegenover dat voor continentaal Europa slechts een beperkt herstel wordt voorzien.

Het bovenstaande biedt nog geen erg rooskleurig economisch beeld, maar ten aanzien van de winstgroei van de beursgenoteerde ondernemingen zijn we om verschillende redenen aanmerkelijk positiever. Ten eerste zijn, vooral cyclische, bedrijven in een vroeg stadium gestart met herstructureringen waardoor het kostenniveau inmiddels flink is verlaagd. Ten tweede geldt dat de beursfondsen over het algemeen internationaal gericht zijn en daarom ook in 1994 de vruchten kunnen plukken van de voortgaande economisch groei in Amerika en Zuidoost Azië, zowel via een opleving van de wereldhandel als via de directe activiteiten in deze regio's. Ten derde kan worden genoemd het positieve effect van de gedaalde rente op de winstontwikkeling. Bedrijven zien door de lage rente de interestlasten dalen. Hoewel dit effect op de winsten gedeeltelijk al in 1993 zichtbaar is geworden, zal zich dit in 1994 voortzetten.

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