

Voorzichtig optimisme houdt stand

Hogere inflatie VS

De Amerikanen lijken het vertrouwen in de economie te hebben herwonnen. Terwijl het consumentenvertrouwen over februari een stijging vertoonde van 47,3% tot 54,0%, lieten ook de inkoopmanagers zich in maart positiever uit over de Amerikaanse economie. Zowel de omzet in de groothandel als de orderpositie in de verwerkende industrie wisten in februari een stijging te realiseren van 0,5%. Hoewel deze positieve ontwikkeling wordt bevestigd door de 0,8% stijging van de index van de leading indicators in februari, lijkt het economische herstel nog niet tot uitdrukking te komen in de werkgelegenheid. Het werkloosheidspercentage bleef in maart ongewijzigd op 7,3%.

Nadat gebleken was dat de geldhoeveelheid over de laatste drie weken van maart een daling had vertoond tegenover een gewenste doelzone van 2,5%-6,5%, besloot de Federal Reserve om via een monetaire verruiming te voorkomen dat het langzame economische herstel vroegtijdig zou eindigen. Door het bankwezen van extra reserves te voorzien, daalde de Federal Funds Rate met 25 basispunten tot 3,75%. Hierbij verklaarde Greenspan dat de lage inflatie hem de vrijheid gaf deze maatregelen te nemen. Hoewel inderdaad de stijging van de producentenprijzen met 0,2% in maart beperkt bleef, viel de stijging van de consumentenprijzen, die als belangrijkste graadmeter voor de inflatie wordt beschouwd, met 0,5% aanzienlijk hoger uit dan aanvankelijk was verwacht. Op jaarbasis betekent dit een stijging van 2,8% tot 3,2%.

Japan stimuleert

Direct na de afkondiging van een stimuleringspakket van de centrale overheid heeft de centrale bank van Japan het monetaire beleid versoepeld. Echter beide maatregelen leken bij voorbaat al ontoereikend om

de economie te stimuleren. Terwijl het stimuleringspakket van de overheid hoofdzakelijk een vervroeging van een aantal overheidsinvesteringen behelsde, was de discontoverlaging van de centrale bank met 75 basispunten tot 3,5% al ruimschoots door de financiële markten verdisconteerd.

De stagnatie van de Japanse groei blijkt onder andere uit de verkoop van auto's, die in maart een daling liet zien van 6,5%. Daartegenover blijft de export de belangrijkste motor voor de Japanse economie. De lopende rekening liet in februari voor de elfde achtereenvolgende maand een stijging van het overschot zien. Na het recordsurplus van \$ 12,28 miljard ligt het overschot na elf maanden van het fiscaal jaar 1991 met \$ 76,5 miljard al boven de overheids-schatting van \$ 72,5 miljard voor het gehele jaar.

Buba gematigd optimistisch

De Bundesbank is in haar jaarverslag slechts gematigd optimistisch over de Duitse economie. De Bundesbank verwacht een opleving van de groei in de tweede helft van het jaar, wanneer de tijdelijke solidariteitsheffing is verdwenen. Hierdoor zal de inflatie afnemen en kan de koopkracht stijgen. Daarnaast zal volgens de Bundesbank de omvang van de schulden in Oost-Europa geen bedreiging voor het Westerse financiële systeem vormen. Terwijl de inflatievrees van de Bundesbank op grond van een inflatie van 4,7% in maart terecht lijkt, duiden de laatste cijfers niet op een scherpe economische terugval. Zo liet de industriële produktie in februari een verrassende stijging zien van 3,1%, terwijl de werkloosheid terugviel van 6,1% tot 5,8%. Ook de handelsbalans herstelde zich met een overschot van DM 2,2 miljard in februari, dank zij een stijging van de export.

Tories winnen verrassend

De verrassende verkiezingsuitslag heeft het vertrouwen van het Britse bedrijfsleven versterkt. Toch biedt de herverkiezing van de conservatieven geen uitzicht op een snel economisch herstel. In het eerste kwartaal van dit jaar lag het aantal faillissementen nog meer dan de helft hoger dan in dezelfde periode van 1990. Ook de 11% lagere autoverkoppen in die zelfde periode bieden nog geen uitzicht op een snelle verbetering van het economische klimaat. Het

enige positieve teken vormt de voortdurende daling van de inflatie. Na een inflatie van 8,1% in maart vorig jaar, bedroeg de inflatie afgelopen maand slechts 4%. Door nieuwe lastenverzwaringen per april lijkt het inflatiecijfer in die maand evenwel 0,4% hoger uit te komen. De conservatieven hebben daarbij in tegenstelling tot Labour in hun begroting nauwelijks ruimte gecreëerd om de besteedbare inkomens op korte termijn te verhogen. Daarentegen bieden zij via een kleiner beroep van de overheid op de kapitaalmarkt wel de mogelijkheden voor een structurele verbetering van het economische klimaat op de langere termijn.

Valutamarkten

Op de valutamarkten slaagde de dollar er niet in de opmars voort te zetten. De Amerikaanse valutamarkt lijkt op dit moment gevoeliger voor cijfers die duiden op een vertraging van het economische herstel. Na de *f* 1,89 bereikt te hebben halverwege maart, is de dollar vervolgens weer teruggevallen tot *f* 1,83. Behalve het onveranderd hoge werkloosheidspercentage in maart, zorgde ook de renteverlaging van de Fed voor een druk op de dollar.

De Japanse yen moest aanvankelijk verder terrein prijsgeven, na de weinig overtuigende stimuleringsmaatregelen van de overheid. Naarmate de koersval op de Japanse aandelenmarkt zich echter voortzette, wist de yen hiervan te profiteren. Overweging hiertoe vormde de verwachting dat Japanse financiële instellingen buitenlandse activa zullen moeten verkopen. De opbrengsten in vreemde valuta's zullen vervolgens worden omgezet in Japanse valuta, hetgeen de vraag zal stimuleren.

In Europa vormde de toetreding van de Portugese escudo tot het Europese Monetaire Stelsel een belangrijke gebeurtenis. Voor de Portugese munt is een spilkoers vastgesteld van *f* 1,2960 voor 100 escudo waarvan tot een maximum van 6% mag worden afgeweken. Tegelijkertijd heeft de centrale bank van Portugal, in reactie op een daling van de inflatie tot 8% in februari, de officiële rentetarieven verlaagd. Ook moesten op de valutamarkt escudo's worden verkocht, om te voorkomen dat door de grote vraag de koers te sterk zou stijgen.

Met het naderen van de verkiezingsdag kwam het Britse pond verder onder druk. Toen vervolgens de Tories

als overwinnaars uit de verkiezingen kwamen, maakte het pond de eerdere verliezen grotendeels goed. De markt liep hierbij tevens vooruit op een snelle toetreding tot de smalle 2,25% bandbreedte van het EMS. De Spaanse peseta volgde het Britse pond omhoog. Ook de Franse frank wist verder terrein te winnen na het aantreden van de nieuwe ministers en het aangekondigde stimuleringspakket.

De Duitse mark kwam aanvankelijk enigszins onder druk na de verkiezingsnederlagen van de CDU en de SPD in twee deelstaten. Echter door de lagere geldmarkttarieven in zowel Nederland als Duitsland bleef de Duitse mark nagenoeg onveranderd ten opzichte van de gulden.



**F van Lanschot
Bankiers nv**

SINDS 1737

Internationale beurzen

De aandacht op de internationale beurzen ging aanvankelijk vooral uit naar de politiek. Later was het vooral de koersval in Tokio die de gemeenten bezighield, om vervolgens de aandacht weer door de Britse verkiezingen op te laten eisen. De verkiezingen in Frankrijk hebben beleggers een hart onder de riem gestoken. Bérégovoy geeft als premier de financiële markten wat meer vertrouwen dan zijn voorganger, Cresson. Bérégovoy heeft de afgelopen jaren een doortastend financieel-economisch beleid gevoerd. De uitslag van de verkiezingen leverde een paar vaste dagen op voor de aandelenmarkt van Parijs. Later bleek Parijs echter gevoeliger voor de ontwikkelingen in Tokio dan de meeste andere Europese markten.

In Engeland stonden de koersen onder druk door de vrees voor een Labour-overwinning. Immers, met een Labour-regering zou er een toenemende druk op de rentemarkt gaan ontstaan. De FT-100 index viel daarvoor daags voor de verkiezingen terug tot 2.390, hetgeen zo'n 4% daling over het gehele jaar betekende. Na de aderlating in Japan en vervolgens in de Verenigde Staten wist Lon-

den zich wonderwel sterk te gedragen. Tegen de trend in klom de index zelfs op één dag met circa 2%. Nadat de verkiezingsuitslag zich als complete verrassing presenteerde, met 336 van de 651 zetels voor de Conservatieven, trad er een enorme koopgolf op. De FT-100-index trok op de dag na de verkiezingen met maar liefst zo'n 5% aan en ook de stemming in de navolgende dagen bleef vriendelijk. De Duitse beurs wist zich behoorlijk te handhaven en liep de eerder opgelopen schade volledig in. De winst voor rechts tijdens deelstaatverkiezingen had weinig invloed.

Koersval in Tokio

De afgelopen weken is de Japanse aandelenmarkt geconfronteerd met dramatische koersfluctuaties, waarmee de Japanse beursindex weer is teruggekeerd tot op het niveau van 1986. Al eerder had in 1990 in Tokio een scherpe koersval plaatsgevonden, waarbij de Nikkei index terugviel van dicht tegen de 40.000 tot 22.000. Het jaar 1991 kon per saldo worden gezien als een jaar van consolidatie, echter wel met heftige fluctuaties. Maar dit jaar is een nieuwe koersval ingezet, komende vanaf het niveau van net even onder de 23.000 aan het begin van het jaar.

Voor een verklaring voor de malaise op de Japanse aandelenmarkt moet vooral worden gekeken naar het Japanse bankwezen. In het verleden werd de kredietverlening bij de banken voor een groot deel gefinancierd met goedkope spaardeposito's en laagrentende obligaties, terwijl het effectenbezit grotendeels op beurswaarde werd opgenomen. Echter de afgelopen jaren hebben de stijgende rentetarieven, de ineenstorting van de onroerend-goedmarkt en de halvering van de aandelenkoersen niet alleen de financieringskosten verhoogd, maar tevens de balansverhoudingen van de banken onder de BIS-norm gebracht. De daling van de Nikkei-index tot onder de 20.000 werd daarbij als teken gezien, dat de banken gedwongen worden de kredietverlening in te krimpen en het aandelenbezit af te bouwen. Dit plus het pakket aan stimulerende maatregelen van overheid en centrale bank, dat door marktpartijen als te mager werd beschouwd, zorgde voor de vertrouwensbreuk van de afgelopen tijd. Gedurende een reeks van dagen kelderden de koersen met procenten tegelijk en in ruim een week ging bij-

na 15% van de beurswaarde verloren. Sedert het hoogste punt van de markt, ruim twee jaar geleden, is inmiddels 60% van de totale marktkapitalisatie verloren gegaan.

De kans dat de malaise in het Japanse bankwezen zal uitmonden in een wereldwijde financiële crisis wordt echter gering geacht. Belangrijkste reden hiervoor is het feit dat Japan al sinds jaren een overschot op de lopende rekening heeft, waardoor het land beschikt over een ruime hoeveelheid kapitaal en zich heeft kunnen opwerken tot de grootste buitenlandse investeerder ter wereld. Ook voor de komende jaren wordt verwacht dat het overschot op de lopende rekening zal aanhouden, zodat het land de beschikbaarheid houdt over een toevloed aan kapitaal. Dit betekent dat zowel de behoefte aan nieuw kapitaal als de beperking van de kredietverlening bij de Japanse banken kan worden opgevangen door de financiële ruimte in andere binnenlandse sectoren zoals levensverzekeraars en pensioenfondsen. Hierdoor zal de huidige crisis bij het Japanse bankwezen intern kunnen worden opgelost, waarbij Japan niet hoeft over te gaan tot een grootscheepse terugtrekking van het buitenlandse kapitaal. Hoewel het aanbod van nieuw Japans kapitaal wereldwijd hiermee wellicht tijdelijk onder druk kan komen te staan, wordt niet verwacht dat dit dramatische consequenties zal hebben voor de wereld economie. Dit betekent echter niet dat de Westerse financiële markten, gezien de toegenomen internationalisatie van de financiële markten, zich volledig kunnen distantiëren van het negatieve sentiment op de Japanse markten. Hoewel hierdoor het sentiment op de Westerse financiële markten tijdelijk kan worden gedrukt, lijkt de voorzichtig optimistische visie over een economisch herstel in de tweede helft van het jaar hierdoor niet in gevaar te worden gebracht.

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