

## De verbazingwekkende 4200

Nog maar een paar maanden geleden was de algemene gedachte onder beleggers dat Amerikaanse aandelen minder interessant zouden zijn dan aandelen in Europa. De redenering was als volgt: in de Verenigde Staten is de economische groei over haar hoogtepunt heen, de inflatie stijgt, de Fed zal de rente verder verhogen en de koersen liggen op een hoog niveau. Transportaandelen en openbare nutsbedrijven deden het al maanden slecht, en dat is vaak een voorbode van dalingen elders op de beurs. Bovendien hebben ook de conjunctuurgevoelige aandelen hun beste tijd gehad. De fut is eruit. Onder deze omstandigheden is er weinig reden om positief te blijven over Amerikaanse aandelen.

De meeste effectenhuizen adviseerden hun klanten met internationale aandelenportefeuilles dan ook het accent te leggen in Europa, op de nieuwe aandelenbeurzen in Azië en in een enkel geval in Japan, maar niet in de Verenigde Staten. De 'bulls' op Wall Street waren een paar maanden geleden duidelijk in de minderheid.

Maar de voorzichtigen kreeg ongelijk. In Europa gingen de beurzen in de eerste maanden van dit jaar verder omlaag, Japan ging onderuit. Alleen in de Verenigde Staten stijgen de koersen in een snel tempo. Sinds begin december steeg de Amerikaanse beurs bijna 14% in waarde, terwijl in Nederland over die periode de koersen gemiddeld met enkele procenten zakten. De afgelopen week kwam de Dow Jones-index van de Amerikaanse aandelenbeurs voor het eerst boven de 4200 terecht, terwijl het beleggersblad *Barron's* zich op 20 februari op de voorpagina nog afvroeg "4000, can the Dow make it?"

### Oorzaken

Aanvankelijk werd de stijging op Wall Street nog afgedaan als een 'suckers rally' – een stijging die veroorzaakt wordt door de dommen die te laat gaan beleggen – een stijging dus die niet door de economische vooruitzichten wordt gerechtvaardigd. Maar nu het verschil in beleggingsresultaat tussen de Amerika en Europa alsmaar groter wordt, neemt ook de twijfel toe aan de juistheid van die opvatting. Is de rally op Wall Street dan toch het begin van een verdere opmars van Amerikaanse aandelen? Of is het de opmaat voor een hernieuwde daling later in het jaar?

### Zachte landing

De Amerikaanse beurs put op dit moment veel kracht uit de verwachting dat de groei van de economie met exact de juiste dosering afneemt – namelijk genoeg om de inflatie te beteugelen, maar ook weer niet zo veel dat groei van de bedrijfswinsten er veel schade van zal ondervinden. Uit een artikel in de *Wall Street Journal* van 3 april blijkt dat Wall Street-economen op dit moment bijna unaniem van mening zijn dat de noodzakelijke economische afkoeling – 'the pause that refreshes' – reeds in het eerste kwartaal is begonnen: de groei van de detailhandelsverkoop neemt af, de orders voor duurzame consumptiegoederen nemen minder snel toe dan de afgelopen maanden, de autoverkoop en dalen, evenals de huizenbouw. Dit is het zogenaamde zachte-landingsscenario, dat onder de huidige omstandigheden voor aandelen en obligaties het meest ideaal is en dat – misschien wel daarom – momenteel op Wall Street alom wordt omarmd.

### Daling lange rente

Ook het feit dat Fed-voorzitter Greenspan de laatste maanden opvallend zwijzaam is over de ontwikkeling van de inflatie, geeft beleggers op Wall Street een opgelucht gevoel. Het ligt dan ook het meest voor de hand om de koersstijging van aandelen te wijten aan de daling van de lange rente. Sinds begin november is de rente op dertig-jaars obligaties in de Verenigde Staten gezakt van 8,2% (7 november 1994) tot 7,35% op het moment van schrijven – dat is een daling met meer dan 80 basispunten.

De rubriek 'Financiële markten' verschijnt elke twee weken in ESB, en wordt verzorgd door medewerkers van de afdeling macro-economie van het Institute for Research and Investment Services, een samenwerkingsverband van Rabobank en Robeco Groep.

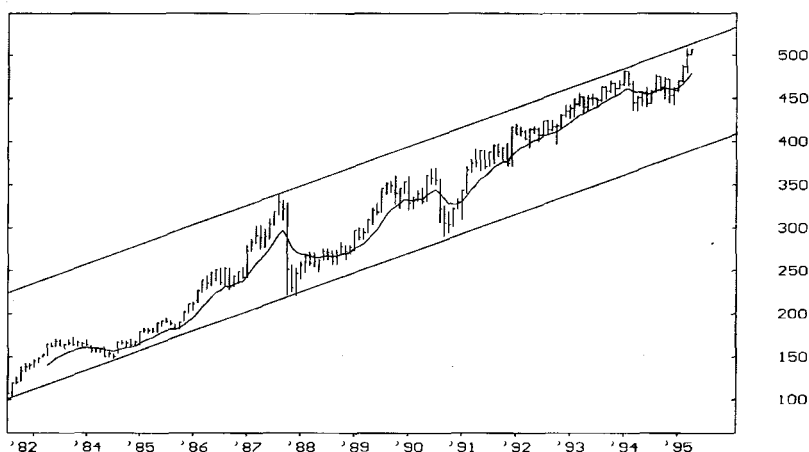
### Stijgende winsten

Een andere factor achter de hoge koersen zou kunnen zijn dat de bedrijfswinsten zo ver in de economische cyclus zo snel zijn blijven groeien. Ondanks het feit dat de economische groei de afgelopen jaren niet uitzonderlijk krachtig was, is de winstgroei tot op heden buitengewoon hoog geweest. Zo zijn de winsten voor de ondernemingen die deel uitmaken van de Standard & Poors 500-index het afgelopen jaar met meer dan 40% gemiddeld gestegen – dat is veel, en zeker voor het vierde jaar na het einde van de recessie. Dit heeft te maken met een opvallend snelle groei van de arbeidsproductiviteit in de hele Amerikaanse economie. Er is veel gesaneerd de afgelopen jaren in de Amerikaanse bedrijven, en er wordt op zeer grote schaal geïnvesteerd in nieuwe technologieën. De afgelopen drie jaar groeiden de bedrijfsinvesteringen met in totaal 42%. Dat is meer dan de 27% investeringsgroei in de jaren 1982-1984 en meer dan de 32% tussen 1976 en 1977. Bedrijven plukken nu de vruchten van investeringen in informatietechnologie. Dit komt tot uiting in een voortdurende verbetering van de arbeidsproductiviteit en stijgende winsten.

### Lage dollar

Een aantal andere mogelijke verklaringen voor de verbazingwekkende 4200 zou kunnen liggen in de lage dollar. Volgens incidentele gegevens – officiële cijfers hierover komen niet of met een hele grote vertraging beschikbaar – zouden veel Amerikaanse beleggers de afgelopen maanden hun beleggingen buiten de Verenigde Staten en in het bijzonder Europa met het oog op de lage dollar willen verzilveren door geld naar Amerika terug te halen. Daarnaast zou er ook sprake zijn van een vergrote vraag naar Amerikaanse aandelen door buitenlanders met het idee dat de dollar niet veel verder meer zal kunnen zakken.

**Figuur 1. De 'S&P 500'-index van Amerikaanse aandelen, 1982-1995**



Toelichting: De verticale lijnen geven de koersbewegingen binnen een maand weer.; de doorgetrokken lijn is het tien-maands voortschrijdende gemiddelde; de diagonale lijnen representeren de band waarbinnen de S&P 500 index zich sinds 1982 heeft bewogen.

### *Stijgende besparingen*

Een constante toestroom van Amerikaanse beleggers via beleggingsfondsen richting aandelen, zou eveneens een prijsopdrijvend effect kunnen hebben gehad op de koersen. Onzekerheden over de pensioenvoorziening nu de Amerikaanse bevolking vergrijsd, het ouder worden van de baby boom en de geleidelijke verschuiving van de kosten van de gezondheidszorg in de richting van particuliere huishoudens zorgen voor een constante instroom in de beleggingsfondsen, die op hun beurt hun geld in aandelen en obligaties moeten beleggen.

### **En de korte termijn?**

Dergelijke ontwikkelingen zijn voor de lange termijn zeker positief voor aandelen, maar ze verklaren niet echt de korte-termijnbewegingen van de afgelopen paar maanden. Het betekent evenmin dat de Amerikaanse aandelenbeurs daarom gevrijwaard zal blijven van tussentijdse correcties.

Cruciaal in de komende maanden zal zijn in hoeverre de lagere groei voldoende is om de opwaartse druk op de inflatie te breken. Daarover is op dit moment moeilijk een oordeel te geven. Immers, de werkgelegenheid trekt nog steeds aan, de inkomens stijgen en de groei van de productie overtreft die van de productiecapaciteit. Het is niet uitgesloten dat de groei afneemt en dat de hogere grondstoffenprijzen zich desondanks

zullen vertalen in een lichte inflatie. Daarmee blijft de ontwikkeling van de korte rente de komende maanden een belangrijke risicofactor voor de Amerikaanse aandelenbeurs.

Ten slotte is er nog het technische beeld van de Amerikaanse beurs. Zoals de bovenstaande figuur laat zien bewegen de koersen op de Amerikaanse aandelenbeurs zich bij het huidige hoge niveau langs de bovengrens van hun lange-termijn fluctuatiemarge. De kans dat de koersen tussentijds zullen dalen is daarom groter dan de kans op nog wat extra stijging. Op basis van technische analyse is een koersdaling met 10% heel normaal, zonder dat dit het algemene beursbeeld verandert.

Alles bij elkaar is voor de Amerikaanse aandelenbeurs het vervelende deel van de cyclus – waarin niet duidelijk is hoe sterk de groei zal afzwakken en de inflatie oploopt – nog niet over. In zo'n fase is van alles mogelijk: tussentijdse dalingen, maar ook korte, hevige rally's gevolgd door kleine correcties. Dit betekent dat beleggers in de Verenigde Staten het voorlopig moeten hebben van kansen.

### **Brigitte Slot**