

De conjunctuur in 1991

De Golfoorlog, de ontwikkelingen in de Sovjetunie en de Europese integratie zijn enige factoren die van 1991 een bewogen jaar maakten. In de nacht van 16 op 17 januari escaleert het Golfconflict. De daarop volgende daling van de olieprijs en het herstel van het vertrouwen brengt een schokgolf teweeg in de financiële markten. Wereldwijd daalt de rente met 0,5 tot 1 procentpunt omdat de inflatie-angst verdwijnt. De dollar begint aan een rally en de beurzen schieten met 20% omhoog. In augustus worden de markten weer opgeschrikt, nu door de coup in de Sovjetunie, daags voor de geplande ondertekening van het Unieverdrag. De reactie op de beurs is hevig, maar ook van korte duur. Hoewel de coup mislukt geeft deze wel aanleiding tot de versnelling van het reeds eerder ingezette proces van grotere autonomie voor de deelrepublieken. In december tekenen drie staten een gezamenlijk verdrag, en daarmee het einde van de bestaande Unie. Later sluiten zich nog meer staten aan. Het economische hervormingsproces kan op decentraal niveau wellicht sneller plaatsvinden, echter de risico's voor onderlinge conflicten nemen toe. Het beeld van een burgeroorlog zoals in Joegoslavië komt daarbij op. Het toenomen risico vormt een extra verlamme factor voor de financiële markten. Dichter bij huis is het de Europese top die het politieke gezicht, en de uitstraling daarvan op de financiële markten, bepaalt. In de aanloop naar Maastricht wordt het steeds duidelijker dat het Verenigd Koninkrijk zich hard zal opstellen. Naast het voorbehoud dat wordt gemaakt bij de vorming van de EMU en de totstandkoming van een gemeenschappelijke munt, is het de angst voor een volledig mislukken van afspraken over de vorming van de Europese Unie die de valutamarkt in haar ban houdt. Naast alle politieke problemen was er ook een duidelijk

lichtpunt, namelijk het door de Verenigde Staten geïnitieerde overleg in het Midden-Oosten.

Economische tegenvallers

Op economisch vlak zat het tij niet mee. Van de verwachte opleving van de Amerikaanse en Engelse economie kwam niet veel terecht. Daarnaast was er in de loop van het jaar sprake van een afzwakkende economische ontwikkeling in Japan, Duitsland en eigen land. Veelal toonde de inflatie een voorspoedige ontwikkeling, waar Duitsland en Nederland een uitzondering vormden. De ontwikkelingen in de inflatie en van de economieën werden weerspiegeld in de rentemarkten, met in het algemeen dalende rendementen in de economisch zwakkere landen met dalende inflatie, terwijl de rente in de meeste EMS-landen onder druk van het Duitse monetaire beleid hoog bleef, hoewel hier en daar inderdaad het ecart terugliep. In de VS toonde het bruto binnenlands produkt pas in het derde kwartaal voor het eerst in drie kwartalen een positief cijfer met een groei van 1,8%, hetgeen echter achterbleef bij de verwachtingen. Ging men aan de vooravond van 1991 nog uit van een verwachte groei van gemiddeld 1%, nu lijkt het er meer op dat er een minteken voor moet worden geplaatst. Positieve factor vormde de ontwikkeling van de inflatie, die terugliep van 5,7% tot onder 3%. Ook in het Verenigd Koninkrijk duurt de recessie langer dan verwacht, en is daarnaast veel dieper. Het laatst bekende cijfer voor het bbp, -2,2% op jaarbasis in het derde kwartaal, laat nog steeds te wensen over. Voor het gehele jaar wordt nu een teruggang verwacht van circa 2,25%. Ook hier zagen we echter de inflatie fors dalen. In Japan was aanvankelijk nog sprake van een hoge groei. De particuliere bestedingen, op basis van forse loonstijgingen, en het hoge investe-

ringspeil vormden de stimulans. Later vond echter een afzwakking plaats, met name door een verminderde groei van de investeringen. In Duitsland was sprake van een wisselend verloop van de conjunctuur. De vergelijking op jaarbasis bleef aanvankelijk sterk als gevolg van het bestedingseffect waarvoor de eenwording per juli 1990 nog verantwoordelijk was. De westelijke en oostelijke deelstaten toonden wel een dualistische ontwikkeling. De bestedingsimpuls kwam voornamelijk bij het westelijke bedrijfsleven terecht. Bij oplopende bezettingsgraden als gevolg van de binnenlandse afzet had de Westduitse industrie nog nauwelijks oog voor exporten, zodat de handelsbalans in het rood terecht kwam. In de oostelijke staten echter liep de produktie enorm terug, hetgeen gepaard ging met stijgende werkloosheid. Toonde het tweede kwartaal al een duidelijk lager groeipeil dan het eerste, in het derde kwartaal was sprake van een stabilisatie op jaarbasis. Tegenover het voorgaande kwartaal is nu al twee keer -0,5% genoteerd. De inflatie liep op tot boven 4%, hetgeen voor de Bundesbank de aanleiding vormde de monetaire teugels strak te houden. De Nederlandse economie vertoonde een vergelijkbaar groeipad met dat van Duitsland. Na het uitzonderlijk goede vierde kwartaal vorig jaar bleef de groei in de eerste jaarhelft ten opzichte van vorig jaar op een hoog peil. Voor de groei waren enerzijds de consumptieve bestedingen verantwoordelijk, anderzijds kon de exportsector profiteren van de Duitse groei. Later in het jaar werd ook hier de afzwakking steeds duidelijker zichtbaar. Het bedrijfsleven toonde zich steeds terughoudender met investeren, terwijl ook het groeipad van de consumptie duidelijk daalde. De index voor het consumentenvertrouwen staat op een dieptepunt sinds jaren. Ook is de produktie in-

Tabel 1. Economische kerngegevens (verwachting FoL)

	Bnp (in %)		Inflatie (in %)		Werkloosheid (in %)		Handelsbalans ¹⁾ (x 1 mrd.)	
	'91	'92	'91	'92	'91	'92	'91	'92
VS	-0,5	1,75	3,75	3,5	6,7	6,9	\$ -70	\$ -85
Japan	+4,25	2	3,25	2,75	2,2	2,3	\$ +83	\$ +90
Duitsland	+3,25	2,25	3,25	4	5,9	6,1	DM +16	DM +25
VK	-2	1,5	5,75	4	8,7	8,8	£ -10	£ -13
Frankrijk	+1,25	2	3,25	3	9,9	10,5	FF- 35	FF- 30
Nederland	+2,25	1,25	3,75	3,75	6,1	6,5	f +12	f +18

middels in de negatieve cijfers terecht gekomen en stellen bedrijven hun investeringsplannen naar beneden bij. De exporten blijven vooralsnog met een hoog cijfer, gemiddeld zo'n 5%, groeien.

Valuta's en rente

Dalende rentes in recessielanden

Het beeld op de rentemarkten was in grote lijnen een afspiegeling van de inflatie en de conjuncturele ontwikkeling. In de VS en het VK vormde de zwakke economische basis aanleiding om de monetaire teugels te laten vieren, hetgeen later gevolgd werd door Japan. Voor de landen in het blok rondom de Duitse mark had de economie eveneens een steun in de rug kunnen gebruiken vanuit een lagere rente. Echter de ontwikkeling van de inflatie in Duitsland noodzaakte de Bundesbank onverkort vast te houden aan het krappe monetaire beleid, hetgeen de ruimte voor andere landen beperkte.

In de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk werd het disconto meermalen verlaagd. Het effect op de economische groei bleef vooralsnog echter beperkt. Het Amerikaanse bankwezen, in de problemen gekomen door de malaise in de onroerend-goedsector en het bedrijfsleven, maakte van de geboden ruimte gebruik om de eigen marges te verbeteren in plaats van de kredietverlening te verruimen. Als gevolg van de recessie kon men wel de inflatie onder controle krijgen. In de VS is deze inmiddels onder de 3% gekomen, het VK doet het (met rond 4%) ten opzichte van een jaar terug eveneens goed (al is dit percentage door incidentele factoren vertekend). De Japanse obligatiemarkt had aanvankelijk last van de relatief hoge inflatie en het krappe monetaire beleid. Toen de economische groei haperingen begon te vertonen, en het bedrijfsleven, dat geconfronteerd werd met een teleurstellende winstontwikkeling, de investeringsplannen naar beneden schroefde, werd de roep om een monetaire verruiming steeds luider. De Bank of Japan volgde inderdaad met een discontoverlaging, die ook mogelijk werd toen de inflatie weer daalde.

Duitsland en Nederland

Waar in de recessielanden de trage groei en teruglopende inflatie leidden tot lagere rentes kon hiervan in Duitsland (buiten het naoorlogse ef-

fect) geen sprake zijn. Integendeel, de rente stond halverwege het jaar weer onder opwaartse druk. De oplopende inflatie vormde hier de achtergrond van. De overheid deed een duit in het zakje door lastenverzwaringen door te voeren die op zichzelf al voor een opwaarts prijseffect van 1,5% zorgden. De looneisen weerspiegelen de wens een en ander te compenseren. Verder stond de rentemarkt onder druk door de onzekerheid over de invoering van een vorm van bronbelasting. Een belangrijke factor vormde daarnaast de onzekerheid over de financiële positie van de Sovjetunie.

Evenals in Duitsland stond ook in Nederland de inflatie onder opwaartse druk van overheidsmaatregelen.

Naast de externe positie, handhaving van de gulden ten opzichte van de mark, had daarom De Nederlandsche Bank voldoende interne argumenten het rentebeleid aan te scherpen. Daar-

bij liep het ecart met Duitsland zelfs op tot boven vijftig basispunten.

Op de valutamarkten bepaalde de politiek gedurende lange perioden de dollarkoers. Indien er sprake was van enige tijd zonder noemenswaardig politiek nieuws reageerde de dollar op de zwakke Amerikaanse economie, en verloor dus terrein. Maar in tijden dat de spanning in de wereld toeneemt bewijst de dollar telkens weer dat haar rol als veilige haven in onzekere tijden nog steeds niet is uitgespeeld en dat dan de koers snel kan oplopen. Het Britse pond, pas vorig jaar toegetreden tot het wisselkoersmechanisme van het EMS, kon zich aanvankelijk goed handhaven. Toen met de slechte economische ontwikkeling ook de kritiek op de conservatieve regering toenam en Labour in de verkiezingspolls aan kop kwam brak dit het sentiment. Met daarnaast de halsstarrige houding in het Europese debat leek aan de val geen einde te komen. Na een hoogste koers van f 3,38 werd de teruggang juist boven het niveau van f 3,20 gestopt.