

Duitsland na de renteverlaging

Verrassende renteverlagingen of -verhogingen betekenen vaak een waterscheiding in het denken van beleggers, analisten en economen. Zo zette de renteverhoging in februari 1994 door de Fed-analisten ertoe aan om het tot dan toe als non-inflatoir en traag beschouwde economische herstel in de VS met andere ogen te bekijken. Opeens leek men zich bewust te worden van het inflatiegevaar in de VS. Plotsklaps werd ook het economisch herstel als veel robuuster gezien dan daarvoor. Iets dergelijks lijkt zich nu ook in Europa af te spelen na de verrassende renteverlaging door de Bundesbank op 30 maart j.l.

Tot voor kort gingen analisten er van uit dat na het spectaculaire herstel van de meeste Europese economieën in 1994 de groei in 1995 en 1996 nog wat zou kunnen accelereren, waarna op zijn vroegst in 1997 weer een vertraging van de groei zou kunnen optreden. Zij namen aan dat die doorzettende groei er ook toe zou leiden dat de inflatie wat zou gaan versnellen, nog niet in 1995 maar wel in 1996, waarop door de Bundesbank al in 1995 met een eerste renteverhogingen zou worden gereageerd. Sinds de jongste renteverlaging door de Bundesbank lijken er over dit beeld toch wat twijfels te ontstaan en begin-

nen economen te sleutelen aan hun voorspellingen.

Zachte landing in de VS, harde landing in Duitsland?

Als een van de eerste gerenomeerde instituten waarschuwde de onderzoeksafdeling van de Deutsche Bank vorige week voor een recessie in Europa. Terwijl de financiële markten zich op dit moment blind staren op de zachte landing in de VS, bestaat het gevaar dat – als de dollar langdurig op het huidige niveau zal blijven of zelfs nog verder zal dalen – niet de VS, maar Japan en Europa in 1996 in een recessie terecht zouden kunnen komen, aldus de Duitse bank. De reden is dat de kracht van de mark en de yen de groei in deze landen veel sterker zal ondermijnen dan nu gedacht wordt.

De waarschuwing van de Deutsche Bank is niet helemaal onterecht. Sinds het begin van dit jaar is de Duitse mark 7% in waarde gestegen ten opzichte van de belangrijkste handelspartners. De stijging van de Duitse mark was voor de Duitse werkegeversorganisatie DIHT twee weken geleden reden om haar prognose voor de economische groei in Duitsland in 1995 te verlagen van 3 naar 2%. Anderen hebben hun voorspellingen nog niet aangepast. Zo houden de zes grote Duitse instituten vooralsnog vast aan hun pre-1995-scenario, waarin de dollar daalt. Zij voorzien voor de Duitse economie dit jaar een groei van 3%. De Westduitse economie zal volgens hen dit jaar met 2,5% groeien en de Oostduitse met 8,5%. Maar het voorjaarsrapport van de instituten lezende en hun toelichting bij publicatie van het rapport aanhorende lijken er ook bij hen twijfels te leven of zij over de groei van de Duitse economie niet te optimistisch zijn.

De financiële markten lijken zich, zoals wel vaker met veranderingen in de conjunctuur, voortvarend in te stellen op een bedeutend lagere groei. In de eerste drie maanden daalde de kapitaalmarktrente in Duitsland met bijna tachtig basispunten. De aandelenbeurs ging in dezelfde perio-

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.

de met bijna 8% onderuit. Deze combinatie van stijgende obligatiekoersen en dalende aandelenkoersen duidt op zichzelf al op een aanstaande vertraging van economische groei.

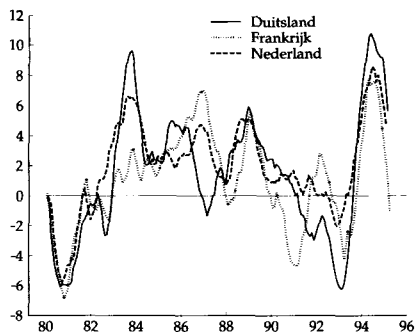
De renteverlaging door de Bundesbank

Een tweede ontwikkeling die om een nuancering vraagt van het scenario van een in 1995 en 1996 sterk doorzettende groei, is de onverwachte verlaging van de officiële rente in Duitsland. Tot op het moment dat de Bundesbank de rente verlaagde, leefden de meeste economen in de veronderstelling dat de eerstvolgende stap van de Bundesbank een renteverhoging zou zijn. Velen betitelden de renteverlaging daarom als onnodig en riskant. 'German rates: a cut too far' schreef bij voorbeeld het Britse effectenhuis James Capel. Ook nu is de gedachte bij velen nog steeds dat de Bundesbank gezien de zorgelijke ontwikkeling van de producentenprijzen en de hoge loonstijgingen in Duitsland, met de jongste renteverlaging wel erg veel risico heeft genomen en dat de kans groot is dat zij die verlaging binnen niet al te lange tijd weer ongedaan zal moeten maken.

Het is echter de vraag of de renteverlaging niet aanleiding moet zijn om nog eens diep na te denken over de kracht van het economische herstel. Is de renteverlaging geen waarschuwing aan het adres van economen om over te stappen op een minder optimistisch groeiscenario en lopen economen die deze flexibiliteit niet bezitten niet het gevaar om in 1996 te moeten concluderen dat zij in 1994 te pessimistisch waren voor de economische groei en in 1995 te optimistisch?

Per slot van rekening wijzen de vooruitlopende indicatoren van de OESO die zo'n zes maanden vooruit lopen op de economie voor de verschillende Europese landen al langere

Figuur 1. Vooruitlopende indicatoren van de OESO voor Duitsland, Frankrijk en Nederland



tijd op een flinke daling (figuur 1). De daling was al ingezet voordat de dollar dit jaar aan zijn duikvlucht begon. De terugval van de voorlopende indicatoren suggereert dat dus zelfs bij een minder zwakke dollar de conjunctuur in Europa deze zomer al een een piek zou hebben bereikt en daarna de groei lager zou zijn dan op dit moment. Ook in Nederland wijst de conjunctuurindicator van De Nederlandsche bank die drie maanden voorloopt op het niveau van economische activiteit er op dat de conjunctuur deze zomer zijn top lijkt te naderen.

Ook de monetaire indicatoren die voor de Bundesbank een belangrijke reden zijn geweest om de rente te verlagen passen geenszins in het beeld van een langdurig snelle economische groei en oplopende inflatie. De geldgroei in Duitsland is, voor wat deze cijfers waard zijn, bijzonder laag. Volgens de laatste cijfers bedroeg de groei van de geldhoeveelheid in februari ten opzichte van een jaar geleden niet meer dan 0,7%. De bijzonder lage geldgroei moet volgens monetaire spelregels wijzen op hetzij een flinke daling van de inflatie, hetzij een flinke terugloop in de groei. De groei van de kredietverlening is in de tweede helft van 1994 sterk teruggevallen.

Recessie?

Betekent dit dat de Duitse economie daarmee aan de vooravond staat van een nieuwe recessie, zoals door de Deutsche Bank wordt gesuggereerd? Daarvoor lijkt het nog wat vroeg. De meeste economische cijfers die uitkomen zijn nog steeds opvallend sterk. De industriële productie groeide in december met 7,8% en de orders in de verwerkende industrie lagen in dezelfde maand 14,9% hoger dan een jaar daarvoor, hetgeen erop wijst dat de snelle groei van de industriële productie in de eerste maanden van 1995 zal doorgaan. Daarnaast staat tegenover een lagere groei in Duitsland als gevolg van de waardestijging van de Duitse mark een hogere groei in voor Duitsland belangrijke afzetmarkten als het Verenigd Koninkrijk, Italië, Spanje en de Verenigde Staten. De Duitse exporten moeten daarvan weer kunnen profiteren, temeer daar in al die landen voor 1995 een forse investeringsgroei wordt verwacht en kapitaalgoederen ongeveer 60% uitmaken van de totale Duitse exporten. Daarnaast be-

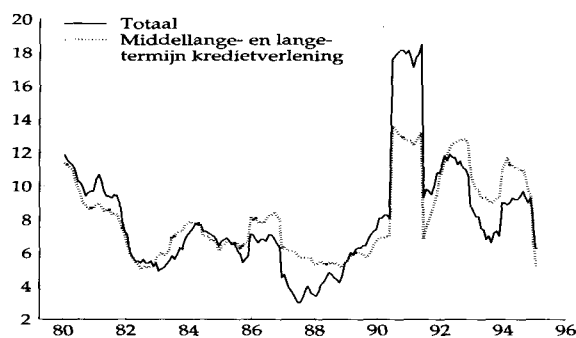
tekenen de hoger dan verwachte loonstijgingen in Duitsland niet alleen dat de concurrentiekracht van het Duitse bedrijfsleven afneemt, maar ook dat de bestedingsruimte van de Duitse consument groter wordt. Tot nu toe heeft de Duitse consument nauwelijks bijgedragen aan het economisch herstel. De hoger dan verwachte loonstijgingen plus de belastingverlaging, die voor volgend jaar op het programma staat, betekenen een stimulans voor de binnenlandse bestedingen. Bovendien is het nog steeds niet uitgesloten dat een snelle opmars van de dollar tot gevolg kan hebben dat de Europese economieën weer net dat extra duwtje krijgen dat het oude scenario van een krachtig herstel en een oplevende inflatie weer van stal moet worden gehaald.

Vergelijking met 1984-'88

Niettemin gaan we er voorsnog van uit dat de groei het komend jaar zal afvlakken. Wat betekent dat voor de financiële markten? Een terugval in een rustiger groeitempo heeft een aantal positieve gevolgen. In de eerste plaats wordt daarmee de kans dat de rente dit jaar nog tot boven de 8% zal stijgen aanzienlijk verkleind. Verder hoeft de lagere groei, wanneer er zekerheid over ontstaat dat het groeitempo wel zal afvlakken, maar een recessie vermeden kan worden, ook voor de aandelenmarkt niet ongunstig te zijn, met name wanneer er zekerheid over ontstaat dat het met de neerwaartse bijstellingen van de bedrijfswinsten wel zal meevallen. En ten derde betekent het waarschijnlijk ook dat ervan uitgaande dat de dollar nog wat langer op het huidige lage niveau zal blijven, een verhoging van de korte rente in Duitsland voorlopig niet nodig hoeft te zijn.

Al met al begint de huidige situatie van de Europese economieën steeds meer te lijken op die in de periode 1984-1988. Ook toen volgde na de recessie van 1980-1982 in 1983 en 1984 een spectaculair herstel, maar viel de groei daarna in 1985, 1986 en 1987 weer terug. De oorzaak was toen net

Figuur 2. Kredietverlening aan de private sector, % j.o.j.



als nu dat de dollarkoers in de loop van 1985 en 1986 sterk daalde. Ook toen bleef, ondanks een bij tijd en wijle oplevende vrees voor inflatie de korte rente over de gehele periode vrij stabiel, met name omdat de lagere dollar de inflatievooruitzichten hielp. In 1984 werd door de Bundesbank het disconto in Duitsland nog een keer met 0,5%-punt verhoogd. Maar in de zomer van 1985 werd die verhoging weer ongedaan gemaakt, terwijl in 1986 nog een tweede verlaging volgde. 1984 was toen net als nu 1994 en 1995 tot nu toe een slecht beursjaar, maar 1985 en 1986 waren weer twee heel goede beursjaren. En de lange rente bewoog zich vanaf het najaar van 1984 tot de zomer van 1986 in een nauwe range van van 6,5% tot 7,5%. Met andere woorden: er is niets nieuws onder de zon.

Voorlopig heeft het er alles van weg dat de economische groei in Duitsland net als in het midden van de jaren tachtig na een eerste fase van snel herstel nu in een rustiger tempo zal terugvallen. Dat zou dan moeten kunnen betekenen dat rente en inflatie op ongeveer hetzelfde niveau kunnen blijven en de Europese aandelenbeurzen binnen niet al te lange tijd de weg naar boven weer zullen inslaan.

Leendert Meijaard