

## Internationale conjunctuur

### Amerikaanse besparingen moeten omhoog

De besparingen in de VS moeten omhoog wil er van een meer gezonde economische ontwikkeling sprake zijn, aldus de OESO in haar laatste rapport over de Amerikaanse economie. De te lage besparingen dragen bij aan een te hoge rente en deze gaat gewoonlijk gepaard met een hoge dollar. De hoge dollar bemoeilijkt een verlaging van het externe tekort. Bovendien draagt een hoge rente ook bij aan een vertraging in de economische groei, hetgeen het vertrouwen van beleggers kan schaden. Daarmee komen ook de aandelenkoersen onder druk hetgeen op haar beurt de gedachte aan een recessie versterkt. Indien een renteverlaging niet via hogere besparingen maar rechtstreeks wordt nagestreefd dreigt de consumptieve vraag zich te krachtig te ontwikkelen, hetgeen zeker gezien de hoge bezettingsgraad van de industrie ongewenst is, aldus de OESO.

### Heroriëntatie defensie-industrie

De Amerikaanse defensie-industrie moet zich ingrijpend heroriënteren. De jongste ontwikkelingen in het Oostblok vormen het einde van de koude oorlog. Bovendien doet de invloed van het enorme begrotingstekort zich gelden. De defensie uitgaven zakten vorig jaar al van 6,7% tot 6,5% van het bnp. De Gramm-Rudman wet, die het begrotingstekort jaarlijks onder een vastgelegd peil moet houden, kan de voor volgend jaar geplande defensiebegroting van \$ 305 mrd. al tot \$ 292 mrd. inkrimpen. In de komende zes jaar moet \$ 180 mrd. bespaard worden. Het budgettaire tekort zal hier overduidelijk een positieve invloed van ondervinden. Van het plan van president Bush om de defensie uitgaven tegen 1994 tot \$ 350 mrd. op te trekken zal niet veel terecht kunnen komen. Voor de Amerikaanse defensie-industrie, die ook voor de totale economie van betekenis is, een belangrijk gegeven. De Amerikaanse Senaat rondde recentelijk de slepende debatten over de defensiebegroting voor 1990 af. Na bezuinigingen zullen de uitgaven \$ 305 mrd. bedragen. Op het ruimte-defensieproject SDI wordt maar liefst \$ 1,1 mrd. bezuinigd. Zes programma's zijn inmiddels afgelast. De overige defensieprojecten zijn vrij goed uit de defensiebegroting gekomen. Het B-2 Stealth-bommenwerperproject, met \$ 500 mln. het duurste vliegtuig ter wereld, is gered. Volgend jaar worden er twee stuks gebouwd, één minder dan het Witte Huis gewenst had.

Het overschot op de handelsbalans van Japan is in oktober ten opzichte van dezelfde maand van 1988 verminderd van \$ 9,09 mrd. tot \$ 5,46 mrd., terwijl in september nog sprake was van een overschot van \$ 7,82 mrd. De export daalde met 2,6%, de sterkste vermindering in vier jaar. Het Japanse Ministerie van Financiën verwacht dat deze daling de komende maanden zal aanhouden. Dat is goed nieuws voor onder meer de Verenigde Staten, dat er al jaren op aandringt dat het land maatregelen neemt om de forse overschotten te verminderen.

## Valuta's en rente

### Rentestijging topt af

Hoewel vanuit Nederland de dollar en het pond zwak leken, kan beter worden gesteld dat de Duitse mark en daarmee de gulden vast waren ten opzichte van tal van valuta. De Zwitserse frank moest bij voorbeeld ook terrein afstaan. Het door velen als steun beschouwde niveau van DM 1,80 voor de dollar bleek moeiteloos in neerwaartse richting te worden doorbroken. De Fed werd zelfs als koper van dollars genoemd, hetgeen opmerkelijk mag worden genoemd na de nog recente pogingen van de centrale banken om de dollarkoers omlaag te krijgen.

De koersval van het Britse pond verliep in een wel zeer hoog tempo. In nog geen maand tijd daalde het Engelse pond van DM 2,94 naar DM 2,79. Het feit dat het handelstekort voor de tweede maand in successie is gedaald leverde voorsnog geen vertrouwen op. Het tekort over oktober kwam uit op £ 1,84 mrd. tegenover £ 1,92 mrd. in de voorgaande maand. Een jaar eerder bedroeg het tekort nog £ 2,7 mrd. Voor het gehele jaar zal het tekort op de lopende rekening waarschijnlijk hoger uitkomen: minister van Financiën Major rekent op £ 20 mrd. tegenover £ 14,6 mrd. in 1988. Voor volgend jaar gaat hij uit van een tekort op de lopende rekening van £ 15 mrd. Het wankelend aanzien van premier Thatcher, gekoppeld aan de verslechterde economische situatie, speelt momenteel een belangrijke rol. Daarnaast viel het inflatiecijfer van 7,3% over oktober weer flink tegen.

Op de rentemarkt vlakke de internationale stijging van de tarieven wat af, maar alleen in Japan en Australië kon van een werkelijke daling van de tarieven worden gesproken. In dit laatste land is in ongeveer een maand tijd een half procent van de kapitaalmarktrente afgegaan, die daarmee even boven het niveau van 13% is terecht gekomen.

### Sterke fluctuaties op Nederlandse obligatiemarkt

Onder invloed van de Duitse geldmarktrentes liepen de rentes in de eerste helft van de verslagperiode op de Nederlandse geldmarkt op, zij het in mindere mate. De kans op een verdere renteverhoging in Duitsland wordt niet hoog ingeschat. Met de ruime toewijzing op de Pensioengeschäfte heeft de Bundesbank aangegeven dat men de rust op het rentefront wil behouden. Na de discontoverhoging van 6 oktober heeft men steeds gepoogd de geldmarktrentes onder het niveau van de Lombardrente te stabiliseren. De groei van de geldhoeveelheid ligt immers reeds enkele maanden binnen het streefcijfer van 5%. Ook de inflatieontwikkeling geeft nauwelijks aanleiding het beleid te herzien. In Nederland daalde het rente-écart met Duitsland van 0,65% tot 0,40%. De tarieven voor interbancaire eenmaands deposito's bewegen zich rond 8,4%. Op de kapitaalmarkt deden zich forse koersschommelingen voor.

## Valutakoersen

	1989 hoogste koers	1989 laagste koers	Koers per 20/11	Koers per 4/12
Amerikaanse dollar	2,30	1,99	2,08	2,01
Engelse pond	3,71	3,14	3,24	3,15
Duitse mark (100)	112,95	112,57	112,85	112,80
Zwitserse frank (100)	133,32	125,47	127,39	125,47
Japane yen (10.000)	165,01	139,88	143,75	140,14

Aanvankelijk verbeterde het sentiment en werd snel een koerswinst van ongeveer een gulden gerealiseerd. De hoop dat de Fed haar tarieven verder zou verlagen bleek echter niet gegrond, waarna de koerswinst weer even snel werd prijsgegeven. Per saldo stabiliseerden de kapitaalmarktrentes zich op een niveau van 7,8% voor de langstlopende staatsleningen, terwijl de rendementen voor de leningen met een resterende looptijd van 3-5 jaar op 8% liggen.

## Internationale beurzen

### Tokio naar nieuwe records

In Tokio vestigde de Nikkei-index een nieuw historisch record van 37.000 punten. De rentedreiging werd even naar de achtergrond geschoven. De handelsondernemingen en alles wat iets te maken heeft met onroerend goed kwamen het sterkst voor de dag. In het verleden is de maand november vaker een goede koopmaand op de aandelenbeurs van Tokio geweest. Tot januari werden gewoonlijk aardige opbrengsten behaald. Mogelijk zal dit cyclische patroon zich ook deze keer voordoen. Steeds sneller roteerden overigens de thema's die een zo belangrijke rol spelen bij het selecteren van Japanse aandelen. Het gebeurde soms dat een thema dat de ochtendhandel bepaalde in de middag door een ander thema werd vervangen. De enorme kapitalen die belegd moeten worden blijven echter een opwaartse druk op het koerspeil uitoefenen. Per eind oktober zou het vermogen van de beleggingsfondsen en -trusts de 40.000 miljard yen gepasseerd zijn. Dank zij de spaarzin van de Japanners stijgt dit bedrag gestaag. Steeds worden weer nieuwe beleggingsfondsen opgericht die op hun beurt hun middelen weer moeten investeren op de aandelenmarkt. Bij de vier groepen aandelen die in de verslagperiode sterk in de belangstelling stonden waren de groeifondsen, de uit het dal verrijzende "large caps" (de fondsen met grote marktkapitalisatie), de grondstoffenfondsen en de vastgoedsector. De hoog geprijste technologiefondsen kregen door uitstekende resultaten van Sony een extra stimulans. De kwartaalwinst van Sony steeg met maar liefst 68,1%, terwijl de moedermaatschappij over het eerste halfjaar ruim 40% betere resultaten boekte.

### New York gestaag hoger

Regelmatig wordt gespeculeerd over de kans dat de Fed het monetaire beleid gaat versoepelen. Via de rentemarkt beïnvloedt dit de koersvorming van aandelen keer op keer. Het aanvankelijke optimisme met betrekking tot een mogelijke renteverlaging verdween later tijdens de verslagperiode weer. Een opleving van enkele technologie- en voedingsaandelen droeg bij tot de stijging van de Dow Jones tot boven het niveau van 2700. De positieve stemming ondervond een impuls van de topontmoeting tussen Bush en Gorbatsjov in Malta afgelopen weekeinde. Hier en daar wordt er van uitgegaan dat het jaar met een all-time-high

voor de Dow Jones Industrials kan worden afgesloten. Echter, de positieve ondertoon voor een topontmoeting slaat ook vaak weer om zodra de ontmoeting voorbij is. De beurs van Wall Street kreeg aan het begin van de verslagperiode een serieuze terugslag te verwerken. Tijdens het weekeinde maakte de Amerikaanse regering bekend drastisch in het defensiebudget te gaan snoeien. De defensiewaarden zien tal van orders als sneeuw voor de zon wegsmelten. Dit leverde verkoopdruk op en de koersverliezen in de hele sector waren erg groot. Bij de aandelen uit de Dow Jones Industrials waren de verliezen niet zo groot. Boeing, toch ook voor een niet onbelangrijk deel afhankelijk van de defensiemarkt, hield wonderbaarlijk goed stand. Dit kwam ongetwijfeld door de beëindiging van de langdurige staking die de onderneming teisterde. In de oliesector was weer enig leven te bespeuren. De Opec-overeenkomst om het productieplafond te verhogen of aan te passen aan de reële situatie had vreemd genoeg een hogere ruwe olieprijs tot gevolg.

De Duitse aandelenkoersen herstelden zich vrij snel na de aanvankelijke daling die volgde op de betreurenswaardige moord op Alfred Herrhausen, directievoorzitter van de Deutsche Bank.

## De Amsterdamse beurs

### Vriendelijke ondertoon

Op de Amsterdamse aandelenmarkt was sprake van een vriendelijke ondertoon. Sinds het dieptepunt van begin november zijn de koersen gemiddeld met circa 5% gestegen. De verzekeringsaandelen namen het voortouw na de publikatie van stuk voor stuk gunstige kwartaalberichten. Nationale Nederlanden heeft in de eerste negen maanden 28% meer verdiend, terwijl AMEV een winststijging van 26% bekend maakte. Aegon sloot de rij af met een winststijging van 25% over de eerste negen maanden, terwijl de winstverwachting voor het gehele jaar tot "een sterke winststijging" een opwaartse bijstelling is ten opzichte van de eerdere uitspraken. Overigens werd ook de winstverwachting van Nationale Nederlanden naar boven bijgesteld. Ook Ahold zette een nieuwe stijging is, waarvan aanvankelijk de achtergrond onduidelijk was. Later werd bericht dat in de eerste drie kwartalen ruim 30% meer was verdiend. Bij de financiële waarden stal NMB Postbank Groep de show. Geleidelijk steeg de notering tot ruim f 48. Heineken en vooral Bols konden zich in een goede vraag naar hun aandelen verheugen, waarbij Bols het niveau van f 185 bereikte, een nieuw record. Enraf Nonius en Oldelft, waarvan de aandelen eerder dit jaar werden geïntroduceerd, hebben een fusie aangekondigd, hetgeen vooral voor Enraf een forse koersstijging opleverde. Op één dag werd zelfs een koersstijging genoteerd van f 10. Ahrend, waarin Bührmann-Tetterode een meerderheidsbelang heeft,

### Beursindices

	1989 hoogste koers	1989 laagste koers	Koers per 17/11	Koers per 1/12
VS (Dow Jones)	2791	2145	2653	2748
Engeland (FT-100)	2381	1783	2221	2311
Duitsland (Dax)	1658	1272	1532	1612
Nederland (CBS-koersindex)	211	167	193	199
Tokio (Nikkei)	37.269	30.184	35.964	37.133
Australië (All Ord)	1782	1413	1634	1625

moest zijn winstverwachting in neerwaartse richting bijstellen. Het bericht kwam juist nadat de aandelenkoers weer wat leek aan te trekken. CSM berichtte, overeenkomstig de eerdere winstprognoses, een 14% hogere winst tot bijna f 90 mln. over het per 30 september afgesloten boekjaar 88/89. De koers van f 78 ligt maar weinig onder het hoogtepunt van f 80 dat in september werd geregistreerd. Philips herstelde zich weer tot dicht bij het f 50 niveau. Koninklijke Olie trok slechts licht aan tot net onder f 140 terwijl Unilever dank zij belangstelling vanuit Wall Street, doorstootte richting f 158 hetgeen nog maar f 4 verwijderd is van het record van augustus jl. Het lijkt erop dat we dit jaar met een stijging op het Damrak afsluiten.

## Europese hoogrentende valuta's

Binnen een obligatieportefeuille kan een spreiding van de beleggingen over verschillende valuta's leiden tot een extra rendement. Al gauw valt daarbij het oog op beleggingen in valuta's waar men kan profiteren van een hogere rente. Onderstaand gaan wij in op de vraag of het interessant kan zijn in een van de Europese hoogrentende valuta's te beleggen. De pas geopende kapitaalmarkten van Zweden en Noorwegen worden belicht, evenals die van Denemarken, Italië en Spanje, waarvan het laatste land recentelijk is toegetreden tot het EMS. Specifiek worden de valutarisico's belicht die bij deze hoogrentende landen altijd aanwezig zijn.

### Deense kroon kwetsbaar bij herschikking in het EMS

Tot en met 1986 kende Denemarken een duidelijke economische groei, een relatief lage werkloosheid, een overschot op de begroting en een lage inflatie en rente. Door een hoge consumptie stegen de importen hetgeen leidde tot een forse verslechtering van de handelsbalans. Ten einde hieraan een einde te maken werd het fiscale beleid verkrappt. Gevolg was een forse daling van de consumptieve bestedingen en licht negatieve groei cijfers in 1987 en 1988. De handelsbalans verbeterde vervolgens van een tekort in 1986 tot een overschot in 1988. De lopende rekening vertoont nog steeds een tekort, mede door de rentebetalingen op de omvangrijke buitenlandse schuld die 40% van het bnp bedraagt, maar ook hier is de tendens dalende tot naar verwachting Dkr 10 mrd. in 1989. Onder invloed van een teruggang in de particuliere investeringen en overheidsbestedingen daalt de binnenlandse vraag in 1989 met 1%. Dank zij de export wordt toch nog een economische groei van 0,5% verwacht. Het krappe budgettaire beleid zal moeten worden voortgezet om de importen te beperken en anderzijds om de Deense concurrentiepositie verder te verbeteren. De hoofddoelstelling van de monetaire politiek blijft stabilisatie van de Deense kroon in het EMS. Per saldo zullen naar verwachting van de OESO in 1990 de investeringen en de consumptie beperkt gaan aantrekken waardoor de economische groei kan stijgen tot circa 1,5%. De werkloosheid blijft op een relatief hoog niveau van circa 9,5% van de beroepsbevolking.

### Rente weer in de pas

In het kader van het restrictieve beleid werd in 1987 en begin 1988 de korte rente hoog gehouden. Dit leidde tot een omvangrijke instroom van kapitaal. De internationale rentedaling in de eerste helft van 1988 leidde ook in Denemarken tot lagere rentes. Toen de monetaire teugels in Europa in de tweede helft van 1988 werden aangehaald werd dit aanvankelijk in Denemarken niet gevolgd. Het écart tegenover de korte rente in Duitsland halveerde tot circa 3%. De koers van de kroon daalde begin 1989 tot de

onderste positie in het EMS. Toen moesten de Denen hun (tijdelijke) onafhankelijke rentepolitiek beëindigen. Inmiddels worden verdere Duitse renteverhogingen gevolgd. De kapitaalmarktrente ligt juist boven 10%. Gegeven de lage groei en de zich in lijn met de andere EMS-landen ontwikkelende inflatie, kan vanuit fundamentele economische factoren een daling van de rente plaatsvinden. Gezien de positie in het EMS is hiervoor voorlopig echter weinig ruimte. Verwacht wordt dat de rente zich parallel aan die in Duitsland zal bewegen. Bij spanningen in het EMS kan vooral de korte rente onder opwaartse druk komen. De kans op een herschikking binnen het EMS in de eerste helft van 1990 is aanwezig, waarbij de Deense kroon naar verwachting ten opzichte van de gulden in waarde zal dalen.

### Noorwegen: vertrouwen hersteld

Na de daling van de olieprijsen in 1986 vond in Noorwegen een aantal beleidswijzigingen plaats ten einde de economie aan de veranderde situatie aan te passen. In mei 1986 werd de Noorse kroon met 12% gedevalueerd. Het monetair beleid werd verkrappt en er werd een restrictief inkomensbeleid gevoerd. Dit resulteerde in een stagnerende groei van het bnp (exclusief olie en scheepvaart) van 0,5% zowel vorig jaar als dit jaar en in een daling van de groei van de particuliere consumptie van +5,7% in 1986 tot -1,25% dit jaar. De loonstijging, die in maart 1988 centraal aan banden werd gelegd, liep fors terug van boven 11% in 1987 tot naar verwachting 4% dit jaar. Hierdoor kon de inflatie dalen tot 4,8% in juli dit jaar tegen 8,1% een jaar eerder. De handelsbalans verbeterde ten opzichte van drie jaar geleden van een tekort tot een overschot, dat in de eerste helft van 1989 Nkr 15 mrd. bedroeg. Deze omslag was enerzijds het gevolg van een verbetering van de concurrentiepositie en lagere importen, terwijl daarnaast de gestegen olieprijsen en de verhoogde productie een rol speelden. Voor 1990 wordt verwacht dat de economische groei in beperkte mate zal aantrekken tot 0,75% voor het bnp, exclusief olie en scheepvaart, bij een nagenoeg onveranderde inflatie van circa 3,5%.

### Rente kan iets omlaag

De opening van de Noorse rentemarkt voor buitenlandse investeerders geeft een indicatie van het vertrouwen dat men heeft na de aanpassingen van de economie in de afgelopen twee jaar. Immers in 1984, bij een vorige opening van de markt, moest men uiteindelijk na enige tijd de obligatiemarkt weer sluiten voor buitenlanders en deviezenrestricties invoeren. Sedert begin 1988 is de rente op staatsleningen teruggelopen van 13%-13,5% tot 10,5% à 11%. Aanvankelijk had dit enige druk op de wisselkoers van de kroon tot gevolg, maar mede door de oplopende olieprijsen steeg die vervolgens weer tot oude niveaus. Het rentebeleid is gericht op een verdere reductie van de inflatie en stabilisatie van de koers van de kroon. Hoewel enige daling gegeven de onderliggende economische factoren mogelijk lijkt, is deze voor een groot deel afhankelijk van eventuele bewegingen in de olieprijs, die overigens ook van doorslaggevende invloed is op de betalingsbalans.

### Hoge kosteninflatie in Zweden

De verwachtingen ten aanzien van de economische groei in Zweden zijn niet erg positief. De economische groei is laag. Over 1989 wordt deze geschat op 1,75%, in 1990 dalend tot 0,75%. Dit gaat gepaard met structurele problemen, zoals een hoge kosteninflatie, een te grote overheidssector en een verslechterde concurrentiepositie. Daarnaast kent het land een hoge inflatiegraad van rond 7%. Verder verslechterde de lopende rekening van de betalingsbalans naar een tekort van Zkr 30 mrd. De overheidsbegroting is dit jaar vrijwel in evenwicht. Ten einde de

structurele economische problemen het hoofd te bieden heeft de regering forse belastinghervormingen per 1991 voorgesteld. Tegenover een verlaging van het marginaal tarief voor deinkomstenbelasting en een lager tarief voor de vennootschapsbelasting komen hogere indirecte belastingen te staan. Dit geeft de mogelijkheid tot een meer positieve ontwikkeling van de Zweedse economie.

### Rente en valuta

De geldmarktrente ligt op 12%, terwijl de kapitaalmarktrente rond 11,5% ligt. Zolang het huidige krappe monetaire beleid gehandhaafd blijft zal de kroon hiervan wel steun blijven ondervinden. Indien de concurrentiepositie te zeer onder druk komt is een devaluatie door een hoge rentepolitiek alléén overigens niet te voorkomen. In 1981/1982 werd de kroon met in totaal 25% gedevalueerd. Met de opening van de markt in juli jl. lijkt een dergelijk alternatief in de komende periode minder waarschijnlijk. De wisselkoers wordt gestabiliseerd ten opzichte van een valutamandje, met als gewichten het aandeel van de diverse valuta in de Zweedse buitenlandse handel. Daarbij is van belang dat het dollaraandeel in het valutamandje aanzienlijk is, namelijk 22,5% (bij de Noorse kroon is dit bijvoorbeeld slechts de helft). Gegeven onze positieve visie op de dollar zal dit de koers van de kroon ten opzichte van de gulden ondersteunen.

### Sterke ontwikkeling Spaanse economie

Het openstellen van de Spaanse economie na de toetreding tot de EG in 1986 heeft geleid tot hoge groeicijfers. In 1987 en 1988 groeide de economie met ruim 5% per jaar terwijl de inflatie halverde tot 4,5%. De werkgelegenheid steeg fors waardoor de werkloosheid daalde tot 17,3% medio dit jaar, hetgeen 5% lager is dan in 1985. De investeringen groeien al enkele jaren met meer dan 10%. Een minder positief bij-effect van de hogere consumptie was dat die aanleiding gaf tot hogere importen en hogere prijzen. De inflatie steeg tot 6,8% in september jl. Het handelsbalanstekort verdrievoudigde sedert 1986 tot \$ 16,7 mrd, terwijl de lopende rekening een omslag vertoonde van een overschot naar een tekort. Het overheidstekort daalde als percentage van het bnp van 5,8% in 1986 tot waarschijnlijk 2,5% in 1989, voornamelijk als gevolg van de sterke stijging van de produktie. Een deel van de toch ook stijgende overheidsuitgaven werd aangewend voor modernisering van de infrastructuur. Ten einde de resultaten die de afgelopen jaren zijn bereikt te consolideren en een oververhitting van de economie te vermijden hebben de autoriteiten een aantal restrictieve maatregelen afgekondigd. Nu de verkiezingen achter de rug zijn kunnen deze met voortvarendheid worden doorgevoerd. De vooruitzichten voor de Spaanse economie in 1989 en 1990 blijven positief. Het land staat extra in de belangstelling als organisator van de Olympische Spelen en de wereldtentoonstelling in Sevilla in 1992. In 1989 wordt een economische groei verwacht van 4,75%, in 1990 van 4,0%. De sterke groei zal wel tot gevolg hebben dat de importen hoog blijven, zodat een snelle verbetering van de handelsbalans niet te verwachten is.

### Hoogblijvende rente

De korte rente, die nu 14,25% bedraagt, zal voorlopig hoog blijven hetgeen de koers van de peseta zal ondersteunen. De kapitaalmarktrente bedraagt 12,5%. De deelname aan het EMS betekent dat het opwaarts potentieel van de peseta beperkt is. Het benedenwaartse potentieel van de peseta bedraagt momenteel maximaal 7,5%. Gegeven evenwel de gedegen economische achtergrond (een aanzienlijke economische groei bij een beperkt blijvende inflatie) en de daaraan gerelateerde buitenlandse investeringen, alsmede de sterke deviezenpositie van de

centrale bank, zal een eventuele neerwaartse koersbeweging beperkt blijven.

### Italiaanse economie oververhit

De economische groei werd in Italië in 1987 en 1988 in belangrijke mate gedragen door de particuliere consumptie die een gemiddelde stijging van 4% per jaar onderging. Aangezien ook de overheidsconsumptie en de investeringen op een hoog niveau lagen, steeg de industriële produktie met 5% à 6% per jaar. In 1988 werd een economische groei bereikt van 3,9%. Ondanks de hoogconjunctuur kon de inflatie aanvankelijk nog teruglopen tot circa 5%. Echter door de hoge particuliere consumptie, vooral sedert de tweede helft van 1988, bij een reeds hoge capaciteitsbezetting, is de inflatie inmiddels opgelopen tot bijna 7%, mede door btw en accijnsverhogingen aan het begin van dit jaar. Het lijkt erop alsof nu een stabilisatie op dit hoge niveau plaatsvindt. Mede tegen de achtergrond van de regeringsswisseling wordt niet verwacht dat het fiscale beleid dit jaar aanzienlijk zal bijdragen aan de afremming van de oververhitting van de economie. Verwacht wordt dat het overheidstekort, waarvan de rentelasten circa 80% voor hun rekening nemen, in 1989 en 1990 onveranderd circa 10% van het bnp zal bedragen. Het handelsbalanstekort is naast de inflatie het tweede belangrijke probleem van de Italiaanse economie. Voor dit en volgend jaar wordt verwacht dat dat in een hoog tempo zal blijven groeien, gesteund door een aanzienlijke groei in de particuliere consumptie, terwijl ook de investeringen, als voorbereiding op 1992, naar verwachting op peil zullen blijven. Voor dit jaar verwacht de OESO slechts een beperkte afvlakking van de economische groei tot 3,5% en voor 1990 tot 3,25%.

### Hoge rente door krap beleid

Het monetaire beleid in Italië staat in het teken van de inflatiebestrijding. Een krap monetair beleid kan via lagere consumptieve bestedingen en lagere importprijzen ten gevolge van een vaste lire, die tevens leidt tot een toestroom van kort kapitaal, leiden tot vermindering van de prijsdruk. Verwacht wordt dat de rente zowel reëel als nominaal hoog zal blijven en mogelijk in de toekomst nog zal stijgen als volgend jaar de staat veel moet herfinancieren, en per 1 juli 1990 de kapitaalmarkt volledig wordt geliberaliseerd. Na de laatste devaluatie van de lire tegenover de Duitse mark en de gulden met 3% in januari 1987 daalde de lire aanvankelijk binnen de EMS-band tot een dieptepunt in het tweede kwartaal van 1988. Nadien was er meer steun voor de lire mede doordat de korte rente, zij het met forse fluctuaties, geleidelijk is opgelopen tot 12,5%. De lange rente bedraagt circa 11,5%. De lire, die in het EMS met een 6% marge fluctueert, kan in theorie nog zo'n 4% verliezen ten opzichte van de gulden. Evenwel, gegeven het krappe monetaire beleid ligt een dermate forse beweging zonder EMS-aanpassing niet in de verwachting. Het krappe monetaire beleid is een dure zaak tegen de achtergrond van de omvangrijke staatsschuld die voornamelijk kort gefinancierd is. Dit maakt dat bij een herziening binnen het EMS een aanzienlijke benedenwaartse aanpassing van de middenkoers van de lire voor de hand ligt.

### Beleggingsconclusie

De benedenwaartse risico's ten aanzien van de Deense kroon en Italiaanse lire zijn groot bij een mogelijke herschikking in het EMS, terwijl de verwachtingen ten aanzien van de groei van de Zweedse economie somber gestemd zijn. De Noorse economie laat een omslag zien in zowel de handelsbalans als de inflatie, terwijl de Spaanse economie zich over de gehele linie goed ontwikkelt. Daarmee komen de Noorse kroon en de Spaanse peseta van deze hoogrentende valuta het meest voor belegging in aanmerking.