

Financieel bericht

Internationale conjunctuur

Amerikaanse groei valt mee, inflatie tegen

De berichten over de economische ontwikkeling in 1989 en de perspectieven voor 1990 hebben in het algemeen een positieve ondertoon. Wat minder groei in 1990 na het erg voorspoedige 1989 is de teneur. De grootste risicofactor wordt algemeen gezien in een te snelle economische afkoeling in de VS en het gevaar van een recessie. De meest recente cijfers wijzen echter niet in deze richting. De publikatie van de novembercijfers inzake de huizenverkoop waren boven verwachting. Gerekend was op een stijging met 1% tot 2,5% maar het werd plus 9,6%. Wel viel de stijging van de detailhandelsverkoop in december met slechts 0,2% de markt tegen. In november was nog sprake van een toename met 0,5%. Over heel 1989 is de stijging uitgekomen op 5%. Veel groter was echter de teleurstelling over de meest recente inflatiecijfers. De producentenprijzen zijn in december gestegen met 0,7%, veel sterker dan men had verwacht na de 0,1% daling die in november werd geregistreerd.

Voor 1990 verwacht het Amerikaanse Commerce Department een groei van de industriële productie van 2%, tegenover 2,2% in 1989. Van de 193 bedrijfstakken die worden gevolgd, wordt voor 150 een vooruitgang voorzien. De technologie en de producten voor de gezondheidszorg scoren evenals de ruimtevaart hoog. Belangrijke sectoren zoals de bouw en automobielenindustrie tonen een minder beeld. Voor de bouw is van groot belang dat over de gehele VS inmiddels sprake is van een leegstand van kantoren van 18%. In geen enkele staat ligt dit percentage onder de 10%. Voor de autoproduktie wordt verwacht dat deze zal dalen met 100.000 tot circa 600.000. De voorraden onverkochte auto's zijn inmiddels opgelopen tot 30 dagen en de grote drie autoproducenten zullen in toenemende mate ertoe moeten overgaan fabrieken stil te leggen, sommige voor onbepaalde tijd. Aan de importkant zal een verschuiving plaatsvinden van Europese naar Japanse auto's. In aansluiting hierop wordt een 4% lagere staalproductie van 78 miljoen ton voorzien.

Voor de dienstverlenende sector wordt een hogere groei dan voor de industrie voorzien, maar ook hier verwacht men een afzwakking. De toeristenbalans zal voor het eerst positief uitvallen, zo is de verwachting. Buitenlandse toeristen zullen meer in het laatste brengen dan Amerikanen in het buitenland besteden, iets dat nog nimmer het geval was. De gedaalde dollarkoers speelt hierbij uiteraard een rol.

Verbetering Britse handelsbalans

De verwachtingen voor de Britse economie zijn in de laatste maanden van 1989 verslechterd. Voor 1990 wordt gerekend op een economische groei van 1,4%, met een herstel tot 2,4% in 1991, zo blijkt uit een wellicht wat optimistisch onderzoek van de Financial Times. De verwachtingen die men heeft ten aanzien van de export zijn positief: plus 7,5% in 1990 en plus 5% in 1991. De krachtige ontwikkeling van de wereldhandel en de gedaalde koers van het pond zullen hieraan een belangrijke bijdrage moe-

ten leveren. Onder invloed van de hoge rente zullen de binnenlandse bestedingen stagneren, waardoor de import-groei zal afnemen tot nog geen 1,5% in 1990 en een kleine 4% in 1991. De meest recente exportcijfers, die over de maand november, wezen reeds uit dat de export twee maal zo snel toeneemt als de import. Nadat de handelsbalans in juli vorig jaar een dieptepunt bereikte met een tekort van £ 2,5 miljard, is het tekort geleidelijk gedaald tot £ 1,5 miljard in november. Tevens wordt een forse daling van de inflatie verwacht. Van de huidige 7,7% zal deze dalen via 5,5% aan het einde van dit jaar naar 4,8% tegen het einde van volgend jaar. Daardoor zal ook de rente kunnen dalen van 15% nu naar 11% in 1991.

Sleutelpositie Japan

De Japanse regering heeft weer een poging ondernomen de nog steeds grote overschotten op de handelsbalans terug te dringen. Hiertoe zijn maatregelen ontwikkeld die het invoeren van producten moeten bevorderen, onder meer in de vorm van fiscale stimulansen. Overigens nemen de overschotten wel af. In november daalde het voor de negende maand in successie en wel met bijna 35% tot \$ 4,5 miljard. Hoe belangrijk het terugdringen van de Japanse overschotten wordt geacht moge blijken uit de uitspraak van de OESO dat een weer toenemende onrust op de financiële markten niet mag worden uitgesloten indien Japan de overschotten op de lopende rekeningen niet reduceert. Daaraan moet overigens worden toegevoegd dat als gevolg van de forse kapitaalexport de onevenwichtigheid van de betalingsbalans niet vergelijkbaar is met die van bijvoorbeeld de Verenigde Staten. De vraag is echter in hoeverre de verzwakking van de Japanse yen in het afgelopen jaar niet zal uitmonden in een hernieuwde groei van de overschotten op de handelsbalans.

De Japanse economie draait nog steeds zeer goed. Voor 1990 wordt een economische groei verwacht van 4,5% en voor 1991 een groei van 4,3%. De werkloosheid is minimaal, maar de inflatie is voor Japanse begrippen hoog. Gezien de krappe arbeidsmarkt wordt daarbij rekening gehouden met een versnelling in de inflatie. Het laatste inflatiecijfer lag op 2,5%.

Valuta's en rente

Herstel dollar slechts tijdelijk

De koersontwikkeling van de Amerikaanse dollar was opmerkelijk. Even leek het er rond de kerstdagen op dat de koers een dieptepunt had bereikt, waarna weer geleidelijk aan een herstel kon worden gewerkt. Een overigens zeker geen forse ingreep door de centrale banken van Duitsland en Japan zorgde er begin januari echter voor dat de dollarkoers in één dag met ongeveer een stuiver omlaag moest, waarmee de ingezette haussestemming in de kiem werd

Financieel bericht is ontleend aan de tweewekelijkse publikatie *Beleggen met Van Lanschot* van F. van Lanschot Bankiers N.V. te 's-Hertogenbosch.

Valutakoersen

	1990 hoogste koers	1990 laagste koers	Koers per 18/12	Koers per 15/1
Amerikaanse dollar	1,94	1,89	1,95	1,90
Engelse pond	3,17	3,09	3,12	3,17
Duitse mark (100)	112,95	112,76	112,89	112,76
Zwitserse frank (100)	126,80	122,90	125,80	126,60
Japane yen (10.000)	133,35	130,15	134,85	130,43

gesmoord. Daarmee kwam de dollar terug op het niveau van *f* 1,90 waarop het jaar 1989 werd afgesloten, het laagste punt sedert mei 1988.

Kapitaal stroomt naar Duitsland

Overigens is het niet zozeer de zwakte van de Amerikaanse dollar die de valutamarkten geruime tijd heeft gekenmerkt, alswel de kracht van de Duitse mark en daaraan gekoppeld de Nederlandse gulden. Ten opzichte van bij voorbeeld de yen en de Zwitserse frank zijn deze de laatste maanden van 1989 belangrijk in waarde gestegen, terwijl de relatie yen/dollar niet zo sterk is gewijzigd.

Vrij onopgemerkt heeft inmiddels een herschikking plaatsgevonden binnen het EMS. Alleen de Italiaanse lire werd met 3,7% geëvalueerd.

De markt voor edele metalen heeft na enkele weken van consolidatie ook de opwaartse richting weer ingeslagen. Gezien de in januari zwakke prijsontwikkeling voor ruwe olie, na de eerdere scherpe stijging, is het herstel van de goudprijs opmerkelijk. Immers, begin 1990 bereikte de ruwe olieprijs (Brent) met bijna \$ 22 per vat het hoogste punt sedert 4 jaar. Juist toen de olieprijs weer begon te dalen zette het herstel van de goudprijs in. Net zo goed was de eerdere relatief zwakke stemming voor goud opmerkelijk in een periode waarin de dollar scherp terugviel. Aldus komen de ontwikkelingen op de verschillende financiële markten wat verward over.

Versnelde rentestijging

Nadat in december op de kapitaalmarkten in de meeste landen de tarieven al wat waren opgelopen, was er rond de jaarwisseling over de gehele linie sprake van een forse stijging. In Duitsland en Nederland steeg de kapitaalmarktrente in enkele dagen met maar liefst 0,3% ten opzichte van het niveau vlak voor het eind van het jaar. De rentestijging in Duitsland werd geïnitieerd vanuit de futures markt in Londen waar op grote schaal wordt gehandeld in Bund futures, termijncontracten op Duitse staatsleningen. Hierin vindt een enorme handel plaats die vorig jaar op 5,3 miljoen contracten uitkwam. De Duitse Bundesbank deelde in de tweede week van januari weliswaar mee dat een verdere stijging van de rente niet noodzakelijk werd geacht, daar men de inflatie onder controle heeft, maar de invloed van deze mededeling op de kapitaalmarktrentes bleef beperkt. Ook de verlaging van de prime rate in de VS, die in drie stappen is verlaagd vanaf een hoogtepunt van 11,5% medio 1989 naar 10% nu, had weinig invloed op de kapitaalmarkten. De obligatiebeleggers maakten zich eerder zorgen over een weer opleven van de inflatie. In Duitsland kijkt men met spanning naar de daar voor de deur staande loononderhandelingen, waarbij met name in de metaal forse eisen zijn gesteld. In de Verenigde Staten werd met bezorgdheid gekeken naar de oplopende olieprijsen, op een moment dat met een weer zwakke dollar en een nieuwe veiling van schatkistpapier in het vooruitzicht de markt zich toch al terughoudend opstelde. In Japan vond rond de jaarwisseling een discontoverhoging plaats, waar de yen echter niet van kon profiteren.

Nieuwe staatslening tegen 8,25%

Gegeven de internationale rentestijging kan het niet anders dan dat ook de Nederlandse geld- en kapitaalmarkt de afgelopen weken in het teken stonden van een scherpe stijging van de tarieven. De 7,75% staatslening die in december werd uitgegeven tegen een koers van 100% is inmiddels al bijna 3 punten gezakt, waarmee het rendement op 8,15% is beland. Minister Kok kon dan ook niets anders dan aan de nieuwe staatslening, met aflossing in 2000, een coupon van 8,25% te verbinden. De aankondiging hiervan vond overigens voor het eerst op een vrijdag plaats, waarmee de periode tot de inschrijving met twee dagen is verkort en de kans op onaangename verrassingen overeenkomstig is verkleind. Door de aankondiging van de nieuwe staatslening raakte onze obligatiemarkt verder bij de Duitse markt achterop, waardoor voor 10-jarig papier op dit moment sprake is van een ongewoon hoog rente-écart van 70 basispunten. Daarbij is de lange rente in Nederland nagenoeg op gelijk niveau gekomen met die in de VS. Gegeven de hoge coupon en het opgelopen rente-écart met Duitsland, wordt voor de nieuwe staatslening wel een behoorlijke belangstelling verwacht.

Evenals op de obligatiemarkt is ook op de geldmarkt sprake van een rente-écart van tegen 3/4%. Op de geldmarkt zijn de tarieven voor de interbancaire deposito's inmiddels gestegen tot dicht tegen de 9%. Wel heeft de gulden van dit renteverskil kunnen profiteren, waardoor de koers ten opzichte van de mark van tegen de *f* 1,1295 tot rond de *f* 1,1275 daalde.

Internationale beurzen

Duitsland in het centrum van de belangstelling

Op de internationale beurzen is het Frankfurt dat de laatste weken de show steelt, ook al was het Oostenrijk dat de eerste week van januari als koploper afsloot met een gemiddelde koerswinst van 12,8%. Internationaal komen beleggers in hoog tempo af op Duitse aandelen. Traditioneel is de Duitse economie en de positie van het bedrijfsleven sterk. De laatste jaren kon de gedisciplineerde gang van zaken de beleggers echter minder boeien. Inmiddels zorgen de ontwikkelingen in het Oostblok voor kansen voor de Westduitse economie die de internationale beleggers wel degelijk aanspreken. Niet in de laatste plaats gaat het hier om Japanse en Amerikaanse beleggers, hetgeen betekent dat er direct grote sommen geld mee zijn gemoeid. Inmiddels is de DAX-index voor Duitse aandelen ten opzichte van de laagste stand van 1988 ongeveer verdubbeld. Daarbij hoopt de belegger erop dat de onderhandelingen over nieuwe arbeidsvoorwaarden niet tot een loonexplosie leiden, temeer daar reële loonstijgingen in de orde van 3% acceptabel geacht mogen worden.

Beursindices

	1990 hoogste koers	1990 laagste koers	Koers per 18/12	Koers per 12/1
VS (Dow Jones)	2810	2689	2698	2689
Engeland (FT-100)	2463	2380	2359	2380
Duitsland (Dax)	1870	1814	1635	1856
Nederland (CBS-koersindex)	206	196	199	196
Tokio (Nikkei)	38.713	37.517	38.586	37.517
Australië (All Ord)	1714	1655	1629	1714

De omzet op de Duitse effectenbeurzen is in 1989 verdubbeld tot DM 1380 miljard, waarvan Frankfurt DM 742 miljard voor zijn rekening neemt. De aanzet in het nieuwe jaar vormt een goede start om tot nieuwe records te komen. Na enkele dagen in januari stond de Duitse aandelen-index al 10% hoger dan rond kerst, waarbij de omzetten wederom hoog waren. De buitenlandse belangstelling concentreert zich op de grote waarden zoals Volkswagen, Siemens en Deutsche Bank en daarnaast de zogeheten perestroika-aandelen.

Wall Street geeft flink terrein prijs

De Amerikaanse beurs eindigde het jaar 1989 in een optimistische stemming, maar moest na een vaste start flink terrein prijsgeven. De eerste dag van het jaar bereikte de Dow Jones het niveau van 2811, een nieuw hoogtepunt, terwijl intra-day zelfs de 2834 werd gehaald. Al snel waren geluiden te horen dat op korte termijn 3000 haalbaar werd geacht. Het 2800-niveau kon echter niet worden vastgehouden. Vrijdag 12 januari vormde het dieptepunt met een val van de Dow Jones-index met maar liefst 71 punten. Directe aanleiding vormde de tegenvallende stijging van de groothandelsprijzen die nieuwe voeding gaf aan de terugkerende vrees voor inflatie.

Een duidelijke verschuiving in de preferentie van de beleggers was zichtbaar. Openbare nutsbedrijven en consumer stocks, die de markt in de voorgaande maanden trokken, doen het nu minder dan de industriële fondsen en de technologie-waarden. In de eerste week van januari daalden de koersen van Philips Morris, Proctor & Gamble en Coca Cola terwijl de index steeg. Daartegenover deed IBM het relatief goed. De oliewaarden, die het in december juist wat beter hadden gedaan, moesten flink terrein prijsgeven toen de prijs van ruwe olie na de eerdere scherpe stijging weer daalde. De defensie-aandelen hebben een aantal zwakke weken achter de rug sinds Richard Cheney, de Amerikaanse minister van defensie op 20 november jl. heeft medegedeeld dat tussen 1992 en 1994 de defensie-uitgaven met 5% verlaagd zullen worden. Van 1985 tot 1989 is het Amerikaanse defensiebudget al gedaald van \$ 336 miljard tot \$ 299 miljard en met enige vertraging werkt dit door in de concrete bestedingen. Alleen Boeing heeft hieronder niet zichtbaar te leiden. Hier is de civiele vliegtuigbouw echter relatief belangrijk.

De computeraandelen, waarvan vele vorig jaar een flinke koersdaling moesten incasseren, zetten het nieuwe jaar positiever in. Hier en daar wordt verwacht dat het dieptepunt voor de computersector is gepasseerd, hetgeen zich direct vertaalde in een betere koersontwikkeling. Niet alleen IBM profiteerde hiervan. Cray Resources, producent van de grotere computers, moest echter een scherpe koersval doormaken na de berichten dat Intel een nieuwe supercomputer op de markt gaat brengen.

Winstdaling in vierde kwartaal

De eerste winstcijfers over het vierde kwartaal van 1989 komen nu los en in het algemeen zullen deze vrij zwak zijn. De grote vraag is in hoeverre deze lagere winstcijfers al geheel in de verwachtingen zijn verdisconteerd of dat deze hier en daar toch tot teleurstelling zullen leiden. De derde-kwartaalcijfers waren een teleurstelling. Voor geheel 1989 wordt gerekend op een winstniveau dat 1,4% lager ligt dan in 1988, toen een stijging met 40% plaatsvond. De eerste twee kwartalen van 1990 zullen ook nog zwak zijn, zo menen velen. Daarna zien zij een zodanig winstherstel bij het Amerikaanse bedrijfsleven, dat er over heel 1990 een winststijging met circa 15% voor de ondernemingen uit de Standard & Poor 500 uit de bus kan rollen.

Landenfondsen in beeld

Opmerkelijk is de grote belangstelling voor de Europese landenfondsen, waaronder vooral het Germany Fund. Het

gaat hier veelal om zogeheten closed end beleggingsfondsen. In tegenstelling tot de zogeheten open end beleggingsfondsen wordt de koers van de closed end fondsen niet rond de intrinsieke waarde gereguleerd. De van tijd tot tijd grote belangstelling voor de closed end landenfondsen leidt er niet alleen toe dat er van de ene dag op de andere soms zeer forse koerssprongen plaatsvinden, maar ook dat de koersen harder oplopen dan de desbetreffende beurzen, waardoor zij ver boven de intrinsieke waarde terecht komen. Beleggers hebben blijkbaar nogal hooggespannen verwachtingen van de koersontwikkeling op de aandelenbeurzen van de betreffende landen. De laatste tijd gaat het hierbij vooral om Duitsland, maar vorig jaar was ook Spanje erg in trek.

Zwakke start Tokio

Ook de Japanse aandelenmarkt beëindigde het jaar 1989 in een opperbeste stemming. Het nieuwe jaar stond echter onder druk van vrees voor politieke perikelen, nu er weer een effectenschandaal aan het licht is gekomen waarbij een politiek figuur betrokken is. Opmerkelijk was ook het bericht dat een van de belangrijkste effectenhuisen, Daiwa Securities, voor twee dagen een verbod tot handel op de effectenbeurs kreeg opgelegd. Aanleiding vormde de constatering dat de firma in de periode 1975-1980 een aantal cliënten de geleden koersverliezen op de effectenbeurs had vergoed tot een totaalbedrag van circa \$ 70 miljoen. Ook was de Japanse aandelenmarkt niet bestand tegen het gerucht dat Gorbatsjov de contacten met buitenlandse politieke leiders in januari zou beperken teneinde zich te kunnen wijden aan de groeiende binnenlandse problemen waarmee de Sovjetunie heeft te kampen.

De Amsterdamse beurs

De vastere stemming op de Amsterdamse effectenbeurs die december leek te kenmerken zette daarna niet door. De koersstijgingen op vooral de Duitse beurs vormde uiteraard een stimulans, maar de alsmaar stijgende rente was een baissefactor waar de beurs zich uiteindelijk niet aan kon onttrekken.

Een aantal fondsen wisten nieuwe hoogtenpunten te bereiken, maar daartegenover stonden ook verschillende fondsen die flink wegzakten. Een sterk verdeeld beeld, dat aan het einde van de tweede week van januari uitmondde in een zwakke beursstemming, waarbij de EOE-index in één dag 3% verloor. Een tegenvallende ontwikkeling van de producentenprijzen in de VS en geruchten dat een tweetal Amerikaanse brokers verkoopadviezen hadden gegeven deden beleggers doorschieten in pessimisme.

De stijging van de olieprijs had tijdelijk een positieve invloed op de koersvorming voor Koninklijke Olie, maar later moest de winst weer geheel worden prijsgegeven. Voor DSM waren de goede resultaten en de aankondiging van een dividend van f 8,- mede aanleiding tot een koersstijging, zodat zelfs weer even het niveau van f 120,- bereikt werd. Ook AKZO kon een deel van het eerdere terreinverlies goedmaken. De verzekeraars bewegen zich inmiddels weer rond de oude hoogtenpunten, maar de bankensector ligt nog steeds buiten de belangstelling, waaraan de recente rente-ontwikkeling niet geheel vreemd is. Unilever handhaafde zich op een hoog niveau, hoewel de top van f 166 niet kon worden vastgehouden. Hoogovens moest echter verder terug op de mededeling dat de ontwikkeling in de eerste helft van 1990 er wat bewolkerd uitziet. In no time daalde de koers met een tientje richting f 77. Ook de 16% hogere winst van DAF was niet voldoende voor de beurs en de koers zakte verder naar een nieuw dieptepunt van f 37.

Uitgevers in commerciële tv

De uitgevers lagen goed in de markt. Elsevier bereikte een nieuw hoogtepunt van *f* 85, terwijl VNU oplom tot *f* 113. De deelneming van gezamenlijk 38% in RTL Veronique spreekt de beleggers aan. Daarbij lijkt de belegger deze deelneming voor Elsevier nog wat meer te waarderen, omdat het hier om een nieuwe activiteit gaat, terwijl men het voor VNU iets meer ziet als een defensieve stap die moet opwegen tegen de concurrentie die de publiekstijdschriften van de commerciële TV zullen ondervinden.

Nieuwjaarsberichten redelijk positief

De nieuwjaarsboodschappen van de verschillende beursfondsen die de beurs overstroomden waren overwegend van redelijk positieve toon. Het bericht van Van Ommen was zelfs een grote meevaller ten opzichte van de angstige verwachtingen, met als gevolg een flink koersherstel. Voor de kerstdagen lag de koers nog onder de *f* 30, maar twee weken later was de koers bijna 20% hersteld. Positieve verwachtingen werden uitgesproken door de bestuursvoorzitter van Nijverdal ten Cate die over 1989 een aanzienlijk hogere winst rapporteerde, hetgeen leidde tot een scherp koersherstel. De koers steeg van net boven de tachtig gulden eind vorig jaar naar nu even boven de *f* 96. Borsumij Wehry moest daarentegen een zeer forse koersval incasseren nadat bekend was gemaakt dat de winst flink lager zou uitkomen dan de eerder uitgesproken verwachtingen.

Het wederom teleurstellende nieuws van ACF liet de koers aanvankelijk onberoerd. De indicatie dat men werkt aan de vorming van een Europese groep van farmaceutische groothandels die via onderlinge participaties aan elkaar zijn gebonden, gevoegd bij een winstdoelstelling voor 1990 van *f* 14 miljoen, deed de koers zelfs opveren tot *f* 39, terwijl het jaar net boven de *f* 33 werd ingezet. De versterking van de positie van het bestuur van Brocacef binnen ACF zal hier ook aan hebben bijgedragen. De koers van Océ van der Grinten zakte weg, al vond daarna een gedeeltelijk herstel plaats. De winst bij Océ is in 1989 met 11% gestegen tot *f* 85 miljoen, dankzij vooral een uitstekende ontwikkeling in de tekenkamermarkt. Voor 1990 is het bestuur positief gestemd. Grote belangstelling bestond er voor een aantal perestrojka-aandelen, onder aanvoering van Stork dat zelfs dicht tegen de *f* 50 aankwam.

Al met al zijn de vooruitzichten voor de ontwikkelingen bij het bedrijfsleven voor dit jaar redelijk positief, maar maakt het hoge renteniveau de ontwikkeling van de koersen kwetsbaar.

Kleine EMS-aanpassing heeft grote betekenis

Vrij ongemerkt heeft er in het begin van het nieuwe jaar een herschikking binnen het EMS plaatsgevonden. Onverwacht kwam de stap niet, want vooruitlopend op de liberalisering van het kapitaalverkeer medio dit jaar werd met een meer ingrijpende herschikking in de eerste helft van dit jaar reeds geruime tijd rekening gehouden. Opmerkelijk was wel dat de aanpassing beperkt bleef tot een devaluatie met 3,7% van de Italiaanse lire, die overigens al geheel op de herschikking was vooruitgelopen. Zo kon het gebeuren dat weliswaar de officiële middenkoers met 3,7% is verlaagd, maar dat de feitelijke koers van de lire er nauwelijks op reageerde en zelfs iets steeg. Hierdoor zijn de speculanten er niet wijzer van geworden. Dit is geen toeval: als het even kan houdt men een aanpassing zo beperkt dat een devaluerende valuta, die zich voor een herschikking helemaal onder in het EMS bevindt, na de herschikking boven in het EMS op ongeveer dezelfde marktprijs kan openen.

Met de aanpassing van de spilkoers is tevens de bandbreedte, waarbinnen de lire mag fluctueren, teruggebracht tot 2,25%. Alleen voor de vorig jaar tot het EMS toegetreden peseta geldt nu nog de ruimere bandbreedte van 6%.

De aanpassing vond bijna drie jaar na de vorige herschikking plaats. Dit staat in schril contrast met de voorgaande jaren, waarin de aanpassingen elkaar in een veel hoger tempo volgden. In de beginjaren waren het vooral de Denen die het beeld verstoorden. Later waren het de Franse socialisten die hun beleidswijzigingen met drie achtereenvolgende devaluaties moesten bekopen. De zwakste valuta is zonder twijfel echter de lire, hoewel men met het aanvaarden van de kleinere bandbreedte en met de toegezegde binnenlandse maatregelen een poging doet het leven te beteren.

Toenemende convergentie

Uit het minder vaak voorkomen van de herschikkingen kan worden geconcludeerd dat de convergentie binnen het EMS is toegenomen. In dit verband moet zeker het naar elkaar toegroeien van de inflatiecijfers van Duitsland en Frankrijk worden genoemd. Deze liggen nog maar 1/2% uit elkaar. Overigens is dit mede een gevolg van het feit dat de inflatie in Duitsland wat is aangetrokken. Wel resteert uit het verleden nog een opgebouwd verschil dat tot uiting komt in een niet evenwichtige concurrentiepositie. Zo is bijvoorbeeld het handelsoverschot van Duitsland op Frankrijk in 1989 weer toegenomen. Dit was dan ook de reden dat vanuit Duitsland en vooral van de zijde van de Bundesbank de laatste tijd sterk is aangedrongen op een meer omvangrijke herschikking en met name een revaluatie van de mark. Tevens zou een revaluatie de Duitsers helpen bij het in toom houden van de inflatie. Door de Fransen is echter van meet af aan duidelijk gemaakt dat zij hier niets voor voelen. Immers, een devaluatie van de frank ten opzichte van de mark zou het Franse anti-inflatiebeleid doorkruisen. Daarnaast zou het imago van de frank, dat men de laatste jaren juist probeert te verbeteren, weer een gevoelige deuk oplopen.

Geen revaluatie Duitse mark

Opvallend bij de jongste aanpassing is dat de Duitsers zich dus toch hebben laten overhalen af te zien van de door hen gewenste revaluatie. De aanpassing kon in Brussel zelfs door de ambtenaren worden afgewikkeld zonder dat de ministers zelf hoefden over te komen. Wel kan er natuurlijk druk telefonisch overleg tussen Bonn en Parijs hebben plaatsgevonden, waarbij de Wall Street Journal het gerucht meldde dat tussen Kohl en Mitterrand een akkoord was bereikt, maar dat de met aftreden dreigende Franse minister van financiën Beregovoy dit heeft weten terug te draaien. Kort na de aanpassing liet Bundesbank-president Pöhl weten dat voor hem een revaluatie niet meer op de agenda staat. Hierbij zal niet alleen meegespeeld hebben dat dit politiek niet haalbaar blijkt. Immers, sinds de Bundesbank in het najaar van vorig jaar hun voorkeur voor een revaluatie van de mark uitspraken, heeft de munt een niet te verwaarlozen appreciatie doorgemaakt. Sinds de mark met de liberalisatie in Oost-Duitsland nadrukkelijk in de belangstelling is komen te staan, is de munt ten opzichte van de dollar en de yen met bijna 10% gestegen. Daarnaast is ten opzichte van het Britse pond een waardestijging met bijna 5% gerealiseerd.

Nu de kans op een nieuwe, meer omvangrijke aanpassing is afgenomen, is het niet verwonderlijk dat de beleggers zich weer richten op de hoogrentende valuta's. Deze profiteerden van deze belangstelling hetgeen resulteerde in lichte koerswinsten en een afnemende spanning binnen het EMS. Hiermee had de kleine aanpassing voor de markt een relatief grote betekenis.