

Financieel bericht

Internationale conjunctuur

Invloed Oost-Europa op Westduitse cijfers

Het nieuws van de afgelopen weken concentreerde zich op de ontwikkelingen in Oost-Europa en de invloed daarvan op vooral West-Duitsland. Een van de duidelijk zichtbare gevolgen van het openen van de Oostduitse grenzen is de toevloed van Oost Duitsers naar West-Duitsland, hetgeen zijn sporen nalaat in de werkloosheidsstatistieken. In januari vond een verdere stijging plaats tot 8,5%. In drie maanden tijd is de werkloosheid hiermede met bijna een vol punt gestegen, waarmee de daling in de voorgaande maanden in een klap teniet is gedaan. Van de 2,2 miljoen werklozen die West-Duitsland nu telt zijn 270.000 afkomstig uit het Oostblok. Overigens vertekenen seizoenfactoren het beeld gedeeltelijk, hoewel het zachte weer enige compensatie bood. De gestegen werkloosheid is zeker geen teken van verzwakking van de Duitse economie. Integendeel, de orderontvangst nam in december met 5,3% toe, vooral door de gestegen binnenlandse vraag. Vooral de vraag naar kapitaalgoederen nam toe en wel met 7,5%.

Duitsland en Japan trekken wereldeconomie

In toenemende mate blijkt Duitsland een voortrekkersrol in de wereldeconomie te vervullen nadat het land jarenlang, vooral vanuit de VS, het verwijt te horen had gekregen dat het zich slechts liet meezuigen door de groei die bij voorbeeld in de Verenigde Staten, het Verenigd Koninkrijk en Japan werd geïnitieerd. De eerste twee landen hebben inmiddels hun kruis verschoten en Duitsland neemt hun rol over.

Ook Japan speelt zijn rol in het op gang houden van de mondiale economie. In het bijzonder de ontwikkeling van de handelsbalans is in dit verband van belang. Het overschot op de handelsbalans daalde voor het tweede jaar in successie en liep terug van \$ 95 mrd. in 1988 tot \$ 77 mrd. in het afgelopen jaar. In december was sprake van een daling van het overschot tot \$ 6,3 mrd. tegen \$ 11 mrd. een jaar eerder. Een 6,5% lagere export van \$ 24 mrd. en een 21% hogere import van \$ 17,7 mrd. lagen aan deze ontwikkeling ten grondslag. Hogere olie-importen waren hierbij van belang, maar ook flink hogere invoer van eindproducten, hetgeen het buitenlands bedrijfsleven genoeg zal doen. Naast het teruggelopen overschot op de handelsbalans daalde ook het overschot op de lopende rekening. Daar de uitgaven voor toerisme fors stegen (het tekort in het onzichtbare verkeer steeg van \$ 11,3 mrd. tot \$ 15,9 mrd.) daalde het overschot op de lopende rekening van \$ 79,6 mrd. tot \$ 57 mrd. Met de sterk in waarde gedaalde yen is het overigens de vraag of dit proces zich volgend jaar zal voortzetten.

Bundesbankpresident Pöhl stelde recentelijk dat de combinatie van een afvlakkende economische groei in de VS, gekoppeld aan de krachtige groei in Europa en Azië een uitstekend uitgangspunt vormt voor meer evenwichtige handelsstromen. Wel moet uiteraard het Amerikaanse bedrijfsleven de geboden exportkansen aangrijpen. Inmiddels is het tekort op de Britse handelsbalans in december

verder teruggelopen. Het tekort van £ 1,22 mrd. was het laagste sedert maart 1988 en viel de markt duidelijk mee. Vooral de groei van de exporten is bemoedigend. Het is de vijfde maand in successie dat het Britse tekort terugloopt nadat in juli nog het rampzalige niveau van bijna £ 3 mrd. was bereikt. Over heel 1989 was sprake van een tekort dat nog wel hoger uitkomt dan over het voorgaande jaar, namelijk £ 23 mrd. tegenover £ 20,8 mrd. in 1988.

Na de scherpe koersval van vorig jaar heeft het Engelse pond zich in het begin van dit jaar enigszins hersteld. De meevallende handelsbalanscijfers spelen hierbij uiteraard een rol, maar ook het optreden van de nieuwe minister van financiën John Major, die vorig jaar Nigel Lawson verving, draagt bij tot een enigszins hersteld vertrouwen van de financiële wereld in het Britse pond. Deze factoren spelen blijkbaar een belangrijker rol dan de signalen dat de investeringen in Engeland terugvallen, de industriële productie stagneert en de werkloosheid zal stijgen. Dit proces is onontkoombaar in verband met het terugdringen van de veel te hoge inflatie. Een negatief punt in dit licht blijft echter de loonontwikkeling. De Engelse Ford-fabrieken hebben voor 1990 ruim 10% loonstijging toegezegd en voor 1991 8%, hetgeen bij een tegenvallende inflatie nog meer kan worden.

Nederlandse loonkosten in de pas

In eigen land bestaat ook enige onrust aan het loonfront, maar de eerste cao's die zijn afgesloten geven aanleiding tot vertrouwen. Na de alleszins redelijk te noemen akkoorden in de metaalindustrie en -nijverheid is inmiddels ook de cao voor het wegvervoer afgesloten. Deze voorziet in een loonstijging van 2,5%. Ten opzichte van de ontwikkelingen elders slaat Nederland hiermee een goed figuur. Voor het Nederlandse bedrijfsleven een geruststellende ontwikkeling, terwijl het aanzien van de gulden er ook alleen maar beter op wordt. Wel is de inflatie bij ons inmiddels opgelopen tot 1,9%. Ten opzichte van de 1,3% van december is dit een forse stijging, maar deze is een gevolg van het uit de cijfers verdwijnen van het gunsige effect van de btw-verlaging begin vorig jaar. Internationaal gezien is de inflatie bij ons nog steeds zeer laag.

Valuta's en rente

Forse stijging lange rente

Over een breed front stegen de rentetarieven. Het waren deze keer niet zozeer de tarieven op de geldmarkt die wel vaker sterk bewegen, maar het was vooral de kapitaalmarktrente die verbazingwekkende sprongen te zien gaf. De tabel van de rendementen op staatsleningen met een resterende looptijd van rond de 10 jaar illustreert de forse bewegingen ten opzichte van de week en de maand ervoor.

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

Tabel. Rendement op staatsobligaties met een resterende looptijd van 10 jaar (in %)

	9/2	1 week geleden	1 maand geleden
Verenigde Staten	8,3	8,6	8,0
Japan	6,6	6,6	5,9
Engeland	11,4	11,2	10,6
Duitsland	8,4	7,8	7,5
Frankrijk	9,9	9,6	9,6
Nederland	8,7	8,3	8,1

Paniek op obligatiemarkten

De scherpe rentestijging, die via de markt voor Bundfutures in Londen op gang kwam, hield in de eerste plaats de Duitse obligatiemarkt in zijn greep. De kapitaalmarktrente die vorig jaar al van 6,75% tot boven de 7,5% was opgelopen, liep in hoog tempo door naar 8,4% voor de 10-jarige Bundesanleihen. De rentemarkten in veel andere landen volgden direkt. Direkte aanleiding waren de elkaar in een hoog tempo opvolgende ontwikkelingen in Oost- en West-Duitsland. Vooral het vooruitzicht van een monetaire unie deed de markt vrezen voor een oplopende inflatie en een verzwakking van de Duitse mark, waarop men massaal obligaties aanbood. Dit leidde tot paniekachtige situaties op de kapitaalmarkten. In plaats van koersveranderingen in de orde van enkele cijfers achter de komma vielen de obligatiekoersen nu met enkele punten per week en zelfs met meer dan een heel punt per dag. Ook kon het gebeuren dat de koersen met ruim een halve punt winst openden om met meer dan een half punt verlies te sluiten. Het gerucht dat de Bundesbank de handel in Bundfutures in Londen wilde stilleggen, versterkte de onrust in de markt, hetgeen een extra verkoopgolf teweegbracht.

Renteverschillen vervlakt

Inmiddels heeft zich wel een verkleining van het te sterk opgelopen verschil tussen de Duitse en Nederlandse rente ingezet, maar de meeste beleggers hadden deze verkleining liever gezien in de vorm van een lagere Nederlandse rente dan van een versnelde rentestijging in Duitsland, waardoor de kapitaalmarktrente ook bij ons mee omhoog werd gezogen. Door de onrustige markt werd de in de eerste week van februari algemeen verwachte nieuwe lening van de Nederlandse staat niet aangekondigd. Gezien de markt zou deze een coupon van 8,75% hebben moeten dragen, hetgeen een heel procent meer is dan de eerste lening van dit jaar, waarvan de koers inmiddels richting 92% is gedaald.

Naast de verkleining van het verschil tussen de Duitse en Nederlandse rente werd ook de rentecurve vlakker. Ook deze verschuiving heeft niet plaatsgevonden op de manier die velen hadden gewenst. In plaats van een lagere korte rente is de kapitaalmarktrente omhoog geschoten, een stijging die nog groter was dan de stijging van de geldmarktrente. Het tarief voor driemaandsgeld is weer boven de 9% beland, terwijl De Nederlandsche Bank de prijs voor de speciale beleningen na twee achtereenvolgende verlagingen weer moest verhogen tot 8,4%.

Licht herstel Amerikaanse obligatiemarkt

In de VS was alle aandacht gevestigd op de driemaandelijke veilingen van Staatsobligaties. De eerste tranches van drie- en tienjarig papier stelden de markt niet teleur. De derde tranche die betrekking had op 30-jarige staatsobligaties vormt echter de belangrijkste graadmeter. Verwacht werd dat de belangstelling van Japanse zijde tegen zou vallen. Toch bleken zij goed voor 30% van de \$ 10 mrd. die

Valutakoersen

	1990 hoogste koers	1990 laagste koers	Koers per 29/1	Koers per 12/2
Amerikaanse dollar	1,94	1,87	1,88	1,89
Engelse pond	3,18	3,09	3,16	3,20
Duitse mark (100)	112,95	112,64	112,65	112,75
Zwitserse frank (100)	127,67	122,90	127,32	125,89
Japanse yen (10.000)	133,35	130,15	131,97	130,81

in totaliteit werd geplaatst. De lening werd dan ook redelijk makkelijk geplaatst waarop de Amerikaanse obligatiemarkt, in tegenstelling tot het verlies op de Europese obligatiemarkten, een herstel kon tonen.

Op de valutamarkten wist de dollar zich aanvankelijk wat te herstellen, zeker toen de positie van Gorbatsjov in het geding leek. Toen de Sovjetleider het pleit wederom in zijn voordeel had beslecht ebde de belangstelling voor de dollar weer weg en werden onder *f* 1,87 nieuwe dieptepunten geregistreerd. De vrees op de Europese markten voor een Duitse monetaire unie deed echter weer geld vanuit de D-mark richting de dollar stromen, waardoor deze weer wat uit het dal omhoog kon kruipen. De Japanse yen bleef zwak in de markt liggen.

Internationale beurzen

Beurzen kampen met rentestijging

De internationale aandelenmarkten hadden te kampen met de scherpe stijging van de kapitaalmarktrente, maar een aantal beurzen hield zich toch nog redelijk staande. Wall Street wist zelfs terrein te winnen na een teleurstellend januari, waarin het gemiddeld koersniveau met bijna 8% omlaag ging. Negatief voor de aandelenmarkt was de zwakte op de junk bond-markt. Deze werd onder meer in de hand gewerkt door de zware verliezen waar RJR Nabisco in terecht is gekomen na de leveraged buy out die de onderneming met een forse schuldenlast opzadelde. Tegenover een winst van meer dan \$ 1 mrd. in 1988 stond in 1989 een verlies in dezelfde orde van grootte. Moody's heeft de rating van de RJR Nabisco-obligaties inmiddels naar beneden gesteld en de koersen tuimelden met vele procenten. De luchtvaartsector lag er zwak bij, hetgeen ertoe bijdroeg dat de Dow Jones Transportation Index het laagste niveau sedert april van vorig jaar bereikte. United Airlines, dat zo'n belangrijke rol speelde bij de minicrash van vorig jaar oktober, blijft nog steeds een buy out kandidaat met van tijd tot tijd een sterk fluctuerende koers. De oliesector kon zich in een toenemende belangstelling ver-

Beursindices

	1990 hoogste koers	1990 laagste koers	Koers per 26/1	Koers per 9/2
VS (Dow Jones)	2810	2543	2546	2648
Engeland (FT-100)	2463	2279	2315	2314
Duitsland (Dax)	1870	1774	1794	1886
Nederland (CBS-koersindex)	206	189	190	193
Tokio (Nikkei)	38.713	36729	36874	37288
Australië (All Ord)	1714	1631	1685	1631

heugen. Vooral de koers van Chevron verbeterde flink. De markt ziet het moment dat de OPEC weer sterker in het zadel komt stapje voor stapje naderen, wat tot extra belangstelling voor de olieaandelen leidt. De mededeling van de zijde van OPEC dat voor het in productie brengen van reserves die nog niet in exploitatie zijn de komende jaren \$ 60 mrd. nodig is deed de analisten overigens wel twifelen over de kans en de snelheid waarmee de OPEC haar productie structureel kan uitbreiden. Dit kan bijdragen tot hogere olieprijsen.

Philips Morris maakte een uitstekende beurt met het bericht dat de winst in het vierde kwartaal van 1989 met 152% was gestegen. Een verdere groei van het marktaandeel speelde hierbij een rol. Goede berichten kwamen er ook van Xerox, dat de winst in 1989 met 82% zag stijgen tot \$ 704 miljoen. Boeing daarentegen moest een 56% lagere winst van \$ 77 mln. over het vierde kwartaal melden, maar dit hield vooral verband met de staking van zeven weken die het bedrijf trof. De expansie houdt onverminderd aan, ondanks de afzwakking in de defensiesector. De civiele vliegtuigen geven hier voorlopig ruim voldoende compensatie voor.

De high-tech-fondsen en de computersector lagen er eindelijk wat beter bij, waarbij vooral IBM winst wist te boeken. Ook de koers van Compaq reageerde positief op het bericht dat de omzet boven verwachting was uitgekomen met een stijging in 1989 van 39% tot \$ 2,9 mrd. In het vierde kwartaal was overigens sprake van een afvlakking, die naar verwachting ook in 1990 zal doorzetten. Apple heeft als nieuwe topman de Duitser Michael Spindler aangetrokken. Hij moet de onderneming die de laatste tijd door tegenslag werd geteisterd er weer bovenop helpen.

Hofmann La Roche verkrijgt ruim de helft van het kapitaal in het Amerikaanse biotechnologiebedrijf Genetech en een optie op de overige aandelen. In eerste instantie is hiermee een bedrag gemoeid van \$ 2,2 mrd. Na de zwakke koersontwikkeling voor de biotechnologiesector is deze samenwerking een belangrijke opsteker.

Start Duitse optiehandel goed getimed

De Duitse aandelenbeurs vatte de weg omhoog weer op na korte tijd stoom te hebben afgeblazen. De aanstaande Duitse hereniging maakt de obligatiebelegger nerveus, maar de aandelenbelegger ziet dit proces met vertrouwen tegemoet. De beleggers menen dat deze ontwikkelingen ten goede zullen komen aan het Duitse bedrijfsleven, waarvan de top aandringt op voortvarendheid bij de politici.

De Deutsche Bank greep het goede beursklimaat aan om een emissie aan te kondigen. De kapitaalverhoging met 6% moet DM 1,66 mrd. opleveren. De uitgiftekoers bedraagt DM 600. Vorig jaar vond ook een aandelenemissie plaats, maar toen moest worden volstaan met een emissiekoers van DM 450, hetgeen een duidelijke weerspiegeling van het sterk verbeterde Duitse beursklimaat is. Met de onrust die de plannen rond de monetaire unie op de financiële markten deed ontstaan moest ook de Duitse aandelenmarkt weer een stap terug, wat gezien het snel groeiend rendementsverschil tussen de aandelen- en de obligatiemarkt niet mag verwonderen.

De start van de Deutsche Termin Börse kon niet beter getimed zijn en de omzetten van deze juist geopende beurs lagen vanaf de start flink boven de verwachtingen.

De Amsterdamse beurs

Zwakke dagen

De scherp stijgende rente hield de Amsterdamse aandelenmarkt in haar greep. Een belangrijke uitzondering was aanvankelijk Koninklijke Olie, waarvoor een goede

belangstelling bestond. Enerzijds liggen de olie-aandelen internationaal niet slecht in de markt, maar daar komt ten aanzien van Koninklijke Olie bij dat de beurs verwacht dat aandeelhouders een extraatje staat te wachten ter gelegenheid van het 100-jarig bestaan van de groep. De koers van Koninklijke Olie wist zich tot f 147 op te werken, dicht bij de recente hoogtepunten. Voor het overige zakten de koersen veelal weg, waarbij de publikatie van bedrijfsberichten nog al eens de aanleiding vormde tot lagere koersen. Heineken was hiervan een voorbeeld. Vooruitlopend op de mededelingen over op handen zijnde reorganisaties was het koersniveau al weggeleden, maar toen bekend werd gemaakt dat 700 banen moeten verdwijnen schrok, de beurs even flink. Ook bij KLM was de koers voorafgaande aan de publikatie van de kwartaalcijfers flink weggezakt, maar er moest vervolgens nog een paar gulden af waarmee de koers op f 34 belandde. In nog geen week betekende dit een verlies van circa 20%, terwijl de koers nog schriller afsteekt bij de f 56 die vorig jaar nog werd geregistreerd. In het per ultimo december afgesloten derde kwartaal liep het bedrijfsresultaat met f 83 mln. terug tot f 20,4 mln. negatief. Dank zij f 122 mln. aan buitengewone baten en een beter resultaat uit deelnemingen bleef de netto winst met f 58,6 mln. nauwelijks achter bij de vergelijkbare periode van vorig jaar. Voor het gehele jaar wordt gerekend op een ongeveer gelijk resultaat. Vorig jaar beliep de winst per aandeel f 7,08.

Bij de uitgevers veerden Elsevier en Wolters Kluwer op. Aanleiding was het vertrek van commissaris Langman die zich in 1987 met hand en tand heeft verzet tegen een door Elsevier weliswaar wat bruut nagestreefde samenwerking met Kluwer. Elsevier heeft uit de schermutselingen van indertijd een 30% belang in Wolters Kluwer overgehouden. Nu werd er op gespeculeerd dat het vertrek van Langman samenhangt met de mogelijkheid dat het toch tot een samenwerking zal komen. VNU had het even moeilijk nadat de KRO en de AVRO hadden aangekondigd de drukorder voor hun omroepbladen niet te zullen continueren. Achtergrond van dit besluit vormde het belang dat VNU heeft genomen in de commerciële zender RTL Veronique.

De Rotterdamse fondsen konden zich in positieve zin onderscheiden. Pakhoed beweegt zich rond hoogtepunten, terwijl Nedlloyd goed stand hield. VOC zette het herstel ook op de zwakke beursdagen voort.

De cyclische aandelen lagen in het algemeen zwak in de markt. In dit verband kunnen AKZO, DSM, Daf en KNP genoemd worden. Het lijkt overigens een wat opmerkelijke ontwikkeling. Een economische impuls dank zij de ontwikkelingen in Oost-Europa zou deze ondernemingen immers ook ten goede moeten komen. Daartegenover zouden de meer rentegevoelige waarden eerder kwetsbaar moeten blijken in het huidige financiële klimaat.

De Duitse monetaire unie

De politieke ontwikkelingen in Oost-Europa zetten zich in een zodanig hoog tempo voort, dat de financiële markten zich maar moeilijk staande konden houden onder het nieuws waarmee zij werden overspoeld. Aanvankelijk overheersten de twijfels over de gevolgen van het snelle democratiseringsproces in Oost-Europa. Een reactie leek onvermijdelijk. Met name werd gevreesd voor de positie van Gorbatsjov. Het Kremlin heeft het hervormingsproces recent echter nadrukkelijk bevestigd, zo niet versneld, en de positie van Gorbatsjov is weer versterkt.

Overigens hebben de ontwikkelingen in Oost-Europa inmiddels een zodanige vlucht genomen dat een terugkeer naar de oude situatie niet meer mogelijk lijkt. Wel zal het

de nodige tijd duren voordat de economieën uit het slop zijn gehaald. Daarbij is het niet denkbeeldig dat eerst een flinke stap terug zal moeten worden gedaan. De sociale onrust, die nog kan groeien wanneer impopulaire maatregelen genomen moeten worden, zoals bij voorbeeld de afschaffing van talloze subsidies, komt de produktie niet ten goede. Daarnaast zal een grotere openheid van de economieën het gebrek aan concurrentiekracht van veel bedrijven op pijnlijke wijze aan het licht brengen. De betrokken landen zien zich bovendien voor het dilemma geplaatst eerst de industriële infrastructuur te verbeteren dan wel de vraag van de consumenten te bevredigen. Dit laatste zou de structurele verbetering aanmerkelijk vertragen. Voorlopig zal dit dilemma regelmatig voor spanningen zorgen. Op langere termijn liggen er echter voor zowel de Oosteuropese als de Westeuropese economieën grote kansen.

Oost-Duitsland verhaal apart

De ontwikkelingen en vooruitzichten in Oost-Duitsland verschillen wezenlijk van die van de andere Oosteuropese landen. De emigratie uit de DDR in een tempo van circa 2000 personen per dag levert nu reeds groeiende problemen op. Alleen al in de tweede helft van 1989 hebben 220.000 arbeidskrachten, of 3,1% van de beroepsbevolking, de DDR verlaten. Deze stroom van Oost Duitsers dreigt niet alleen de economie van de DDR te ruïneren, maar plaatst tevens de economie van de Bondsrepubliek voor enorme problemen. De werkloosheid stijgt in een hoog tempo, de sociale uitkeringen nemen toe en sociale spanningen worden voelbaar. Vandaar dat de politici in Bonn er alles aan gelegen is om de DDR-burgers op korte termijn te tonen dat de economie weer leven wordt ingeblazen en dat een nieuw perspectief wordt geboden.

Nu Gorbatsjov zich daarover positief heeft uitgelaten is de Duitse hereniging nog slechts een kwestie van tijd. Tijd, die men echter niet heeft. Vandaar dat Bondskanselier Kohl de DDR nu een monetaire unie heeft aangeboden. Een monetaire unie levert weliswaar tal van praktische problemen, voor de Bundesbank zelfs zoveel dat Pöhl een monetaire unie vorige week nog een illusie noemde, maar de politieke noodzaak is dermate groot dat deze problemen naar de achtergrond worden geschoven.

De voorwaarden die de Bondsrepubliek aan de monetaire integratie stelt, zoals ondernemingsvrijheid, belastinghervorming en een vrije handel en prijsvorming, vormen tevens de voorwaarden voor een herstel van de DDR-economie. Immers, eerst dan ontstaat voor het Westerse bedrijfsleven een klimaat waarin het bereid zal zijn te investeren. Investerings, die essentieel zijn voor de Oostduitse economie en daarmee voor het perspectief voor de burgers. Daarnaast geeft de convertibiliteit van de munt de Oost Duitsers de toegang tot Westerse consumptiegoederen.

Ruilverhouding D-mark-Ostmark cruciaal

Voor een monetaire unie gerealiseerd kan worden dienen nog tal van barrières geslecht te worden, zoals onder meer talloze wijzigingen in het Oostduitse economische systeem. Een groot politiek probleem belooft daarnaast de ruilverhouding van de te vervangen Ostmark tegen de in te voeren D-mark te worden. Wanneer de in omloop zijnde geldhoeveelheid in Oost-Duitsland van rond 15 mrd. Ostmark vergeleken wordt met de bijna DM 150 mrd. in West-Duitsland, of de circa 175 mrd. Ostmark aan Oostduitse spaargelden met de ruim 2500 mrd. DM aan Westduitse spaargelden, dan lijkt een 1:1 verhouding niet op al te grote problemen te stuiten. Wel zou echter een snelle aanwending van de Oostduitse spaargelden voor de aanschaf van Westduitse consumptiegoederen de inflatie daar een forse impuls geven. Echter, een voor de Oost Duitsers ongunstige ruilverhou-

ding, die de koopkracht van hun spaargelden zou reduceren, is politiek natuurlijk moeilijk te verkopen.

Daarnaast zijn de gevolgen van de te kiezen ruilverhouding voor de ontwikkeling van de lonen van groot belang. Enerzijds dient het loonniveau straks zodanig te liggen dat de stroom emigranten naar West-Duitsland opdroogt, anderzijds zou een te hoog loonniveau het Oostduitse bedrijfsleven, waar de arbeidsproductiviteit naar schatting 60% van die in West-Duitsland bedraagt, voor onoverkomelijke problemen plaatsen. Voor de lonen zou de oplossing gezocht kunnen worden in een waardering op basis van gelijkheid. Wat de tegoeden betreft zou deze verhouding aangehouden kunnen worden voor een beperkt bedrag van bij voorbeeld 1000 mark voor iedere burger, terwijl voor het overige een beter bij de werkelijke waarde aansluitende ruilverhouding gekozen wordt. Daarnaast zou een formule die het investeren van de Oostduitse spaargelden in de Oostduitse economie stimuleert, overwogen kunnen worden.

In West-Duitsland wordt al druk gespeculeerd over de kosten die een monetaire en economische unie met zich mee brengt. Hoewel minister van financiën Waigel, met de verkiezingen voor de deur, meent dat belastingverhogingen niet nodig zijn, is het duidelijk dat de lasten fors zullen zijn. Berust men echter in de toestroom van Oost Duitsers, dan zouden, bij een niet onwaarschijnlijke toevloed van nog eens een miljoen Oost Duitsers, alleen al de kosten voor woningen circa DM 70 mrd. bedragen.

Effecten op de financiële markten

De grote vraag is wat de gevolgen zijn van een monetaire unie voor de Duitse inflatie en de kracht van de D-mark. Er mag van uitgegaan worden dat aanwending van de Oostduitse spaargelden voor de financiering van Westduitse consumptiegoederen sterk beperkt, zo niet voorkomen zal worden. Het gevaar voor een oplopende inflatie in West-Duitsland zal dan beperkt zijn. Toch zal er, mede door een naar verwachting oplopend begrotingstekort, op korte termijn van een opwaartse druk op de inflatie sprake zijn. De Bundesbank zal hierop reageren met het vasthouden aan het huidige restrictieve beleid. Op wat langere termijn mag van de Duitse integratie eerder een prijsdrukkend effect worden verwacht. Immers, in Oost-Duitsland is een belangrijke produktiviteitsstijging mogelijk.

De D-mark zou in theorie op korte termijn kunnen lijden onder een mogelijk tijdelijk oplopende inflatie en een afnemend overschot op de handelsbalans. Fundamenteel is de Duitse economie echter sterk en met de integratie wint deze aan kracht. Deze kracht en de hoge rente dragen ertoe bij dat de D-mark niet zal lijden onder de Duitse eenwording.

Voor de financiële markten geldt dat men rekening moet houden met een aanhoudend krap beleid van de Bundesbank. Voor de obligatiemarkten, die veelal in afwachting waren van een versoepeling van het beleid, betekent dit een tegenvaller die tot een beperkte verdere stijging van de lange rente kan leiden. Voor de aandelenmarkten geldt dat deze kunnen profiteren van de gunstige economische vooruitzichten, die de ontwikkelingen in Oost-Europa met zich mee brengen. Op korte termijn zullen de beurzen echter nadrukkelijk de invloed ondervinden van de toegenomen onzekerheden en de gestegen rente.