



Toenemende zorg zwakke conjunctuur

Hoewel de rente internationaal haar dalende tendens voortzet, blijven veel Europese politici zich zorgen maken over de zwakke economische ontwikkeling. In het bijzonder geldt dit voor Frankrijk en Duitsland. De Duitse staatssecretaris van Financiën Köhler vroeg zich op een internationale bijeenkomst af hoe de Westerse democratieën met de aanhoudend hoge werkloosheid kunnen blijven leven. Hij voegde hieraan toe dat de centrale banken meer aandacht zouden moeten geven aan de groei van de wereldeconomie en het werkloosheidsprobleem.

Krimp in Duitsland

Na de reeks van neerwaartse bijstellingen van de officiële groeiverwachtingen in het afgelopen halfjaar ging Köhler nu zover te stellen dat hij voor dit jaar rekening houdt met een krimp voor de Duitse economie. In 1992 is de reële bnp-groei gedaald van 3,6% in 1991 tot 0,8%, zo luidt op dit moment de officiële verwachting. Volgens het onderzoeksinstituut DIW was er vorig jaar overigens al sprake van krimp van het bnp en wel met 0,7%, terwijl voor het lopende jaar op minus 1% moet worden gerekend.

Bundesbank-topman Schlesinger meent daarentegen dat er geen aanleiding bestaat om de situatie te dramatiseren, daar de economische groei vanaf medio 1993 weer zal toenemen. Daarnaast wees hij er nogmaals op dat de schuld voor de hoge rente niet bij de Bundesbank moet worden gelegd, maar bij de excessief hoge loonsverhogingen en de ontwikkeling van het financieringstekort (naar verwachting 6% bnp voor het lopende jaar, tegen 2% in 1990). Gewaakt moet worden het monetaire beleid te gebruiken als beleidsinstrument om de economie aan te zwen- gelen ten koste van de inflatie.

Overigens bracht Schlesinger naar voren dat de Bundesbank wel degelijk rekening wil houden met de verzwakkende economie. Bij het inzetten van haar monetaire beleidsinstrumenten moet de bank echter laveren tussen de eisen die worden gesteld door de groei van de geldhoeveelheid en het verslechterende bedrijfsklimaat. Hij acht een op stabiliteit gericht gedrag in alle geledingen van de samenleving noodzakelijk. Dat zal dan vervolgens ruimte kunnen scheppen voor lagere rentetarieven.

Frans dilemma

Het is alleen jammer dat zolang in Duitsland geen wezenlijke versoepeling van het monetaire beleid mogelijk is, andere landen hieronder lijden. Dit geldt in het bijzonder voor Frankrijk, waar de overheidsfinanciën behoorlijk op orde zijn, terwijl de inflatie gedaald is tot slechts 2,0%, praktisch de helft van het Duitse percentage. Met het oog op de handhaving van de Franse frank binnen het EMS kunnen de Franse autoriteiten de rente ten opzichte van het Duitse niveau niet verlagen, terwijl dit uit hoofde van de afzwakkende economie en de hoge werkloosheid wenselijk zou zijn. Integendeel, speculatieve aanvallen op de frank maken de laatste weken juist een groter rentverschil noodzakelijk. In de tussentijd stijgt de binnenlandse onvrede hierover in Frankrijk, hetgeen politieke gevolgen zou kunnen gaan krijgen bij de verkiezingen van maart.

Gematigde groei VS

Nog voor zijn aantreden heeft de regering-Clinton al duidelijk gemaakt dat de combinatie van tekorthalvering, lastenverlichting en een forse verhoging van de overheidsinvesteringen, zoals voor de verkiezingen beloofd, niet haalbaar is. Bentsen, de toekomstige minister van Financiën, heeft inmiddels pijnlijke maatregelen in het vooruitzicht gesteld. Vooral de kosten van de gezondheidszorg baren zorgen en dreigen het overheidsstekort over enkele jaren tot \$ 500 miljard omhoog te stuwen.

In de VS tonen de voorlopige werkgelegenheidscijfers over december overigens een verdere groei, voor de vierde maand in 'succesie'; deze keer met 64.000 banen. Over heel 1992 zijn 557.000 nieuwe banen gecreëerd, waarmee het totaal kwam op 108,7 miljoen. Dat de werkloos-

heid vorig jaar toch van 7,1% tot 7,3% steeg is te wijten aan de snelle groei van de beroepsbevolking. Ook het verdere economische nieuws was positief, hetgeen onder meer tot uiting kwam in de cijfers over de bouw en over het consumentenvertrouwen. De tegelijkertijd bekendgemaakte wijziging van het novembercijfer van plus 0,4% naar min 0,5% geeft echter aan dat de groei van de Amerikaanse economie voornog een heel gematigd karakter heeft.

Terugvallende vraag in Japan

In Japan blijft de economie zich zwak ontwikkelen. De warenhuisverkoop in Tokio vertoonden in december de grootste daling ooit geme-



ten: 11,2%. Gemeten over heel 1992 bedroeg de daling 5,7%. De autoverkoop daalden vorig jaar met 7,2%. De kans dat de Japanse overheid na de start van het nieuwe financiële jaar per 1 april a.s. met een aanvullend budget komt om de economie te stimuleren, neemt volgens waarnemers toe. De zwakke conjunctuur komt ook naar voren in de grootste daling van de huizenprijzen in Tokio sedert 1979: in 1992 bedroeg de teruggang 14,5%.

Moelijke keuzes voor Zweden

In Zweden heeft de overheid besloten tot een nog verdergaande vermindering van de uitgaven. Ondanks een optimistisch ingeschatte economische groei van 1,6% voor volgend jaar, wordt ook dan nog gerekend op een overheidstekort van 162 miljard Zweedse kronen, meer dan 11% van het Zweedse bnp. Een gigantisch bedrag en waarnemers vragen zich af hoe dit te financieren is. Gezien de reeds hoge belastingdruk bieden extra fiscale lasten geen uitweg. Maar de zwakke conjunctuur (Zweden verkeert nu al voor het derde achtereenvolgende jaar in een recessie) maakt op het moment uitgavenverlaging ook heel moeizaam.

Toch is dit de enige optie die nog openstaat. Daarnaast wordt de hoop gevestigd op een opleving van de exportsector, nu deze door de recente sterke waardedaling van de Zweedse kroon (20%) een groot concurrentievoordeel heeft gekregen. Tegelijkertijd bergt de devaluatie van de kroon het gevaar in zich van een forse opleving van de inflatie. Al met al valt te vrezen dat de Zweedse economie ook de komende tijd nog een zeer moeizaam verloop zal kennen.

Rente en valuta's

Vermindering spanningen EMS

Aan het begin van het nieuwe jaar liepen de spanningen in het EMS weer sterk op. Vooral het Ierse pond kwam verder onder druk te staan nadat Ierland de kapitaalrestricties met ingang van 1 januari had opgeheven, waardoor speculatie tegen de munt gemakkelijker werd. De Ierse centrale bank reageerde op de hernieuwde speculatiegolf door de daggeldrente tijdelijk drastisch te verhogen tot zelfs 100%. Zeker zo belangrijk voor de toekomst van het EMS was echter dat ook de Franse frank weer onder druk kwam te staan. Omdat de Franse economie zeker niet slechter presteert dan de Duitse zou het een slechte zaak zijn als de bestaande wisselkoerspariteit van de Franse frank ten opzichte van de Duitse mark zou moeten worden opgegeven. Met een krachtige gezamenlijke verklaring poogden de Franse en Duitse monetaire autoriteiten dan ook nog eens duidelijk te maken dat devaluatie van de Franse frank uitgesloten moet worden geacht. Tevens verving de Franse centrale bank haar systeem van 5-10 daagse beleningen tegen 10% door 1-daagse faciliteiten tegen 12%. Een probleem bij dit alles is evenwel dat in Frankrijk eind maart parlementsverkiezingen worden gehouden. Alhoewel de leiders van de (in de opiniepeilingen op voorsprong staande) oppositiepartijen het 'franc fort'-beleid ondersteunen, gaan binnen deze partijen ook stemmen op om de frank wel te devalueren, ter ondersteuning van de werkloosheidsbestrijding. Deze onzekerheid zal de frank de komende maanden dus parten blijven spelen.

Verlaging rentetarieven DNB

Mede met het oog op de weer opgeleefde EMS - spanningen werd door

de financiële markten met grote interesse uitgekeken naar de eerste Bundesbankvergadering van het nieuwe jaar op 7 januari. De Bundesbank besloot echter de officiële tarieven nog niet te verlagen, waarschijnlijk om op deze wijze druk op de Duitse overheid en werkgevers- en werknemersverenigingen te kunnen blijven uitoefenen om de overheidsuitgaven en de lonen te matigen. Wel werd door de Bundesbank het beleningstarief verlaagd van 8,75% naar 8,6%. In Nederland en België, waarvan de munten in het EMS momenteel de sterkste positie innemen, werd wel tot officiële tariefsverlaging overgegaan. In Nederland bedraagt het discontotarief nu 7,5% (was 7,75%) en de voorschotrente 8% (was 8,25%). Tevens verlaagde De Nederlandsche Bank de beleningsrente van 8,6% naar 8,5%. Resultaat van de genoemde rentewijzigingen was dat de verhoudingen binnen het EMS weer wat tot rust kwamen.

Stijging dollarkoers stopt

De dollar heeft recentelijk gas terug moeten nemen, na in de eerste week van 1993 nog een koers van *f* 1,85 te hebben bereikt. De lichte daling was het gevolg van de vermindering van de spanningen binnen het EMS, waardoor de dollar minder als vluchthaven fungeerde, terwijl ook een rol speelde dat de Bundesbank de officiële tarieven voorlopig nog ongewijzigd heeft gehouden.

De Amerikaanse obligatiekoersen vertoonden in de eerste week van het jaar een forse daling, om in de daarop volgende week een deel van het koersverlies vervolgens weer goed te maken. Nog steeds is sprake van een vrij groot vertrouwen in de wil van toekomstig president Clinton om ernst te maken met het terugdringen van het veel te grote Amerikaanse begrotingstekort. Bovendien duiden de recente economische data op een voortgaande, maar niet bijzonder sterke, economische groei, zodat ook vanuit dien hoofde nog niet veel neerwaartse druk op de obligatiekoersen behoeft te bestaan. De tijdelijke koersdaling was dan ook vooral het gevolg van een zeer groot aanbod van nieuwe emissies dat in de markt moest worden opgenomen.

Deze bijdrage is ontleend aan de tweewekelijkse publikatie *Beleggen met Van Lanschot*.