

Jaaroverzicht

Van Euroforie naar Eurosceptis

De belangrijkste gebeurtenis in 1992 was in Europa de Deense afwijzing van het Verdrag van Maastricht, die resulteerde in een omslag van een aanvankelijk optimisme over de Europese eenwording naar een zich uitbreidend pessimisme. De onzekerheid over het voortbestaan van de EMU en het EMS ging gepaard met grote fluctuaties op de financiële markten, waardoor een aantal valuta's buiten het DM-blok tot uittreding of devaluatie werd gedwongen en de Duitse Bundesbank gedwongen werd de rente te verlagen. Op internationaal niveau zorgden de onderhandelingen over de liberalisering van de wereldhandel in het kader van de Uruguay-ronde voor de nodige commotie. Met de dreiging van een handelsoorlog tussen de VS en Europa wist men uiteindelijk toch nog tot overeenstemming te komen, waardoor de laatste drempel voor het succesvol afronden van de Uruguay-ronde lijkt te zijn weggenomen. Buiten de geïndustrialiseerde landen is het politieke beeld evenmin stabiel geweest. De hervormingen in het GOS en Oost-Europa verlopen uiterst moeizaam, waarbij de sociale onrust dreigt over te slaan naar West-Europa.

Economisch beeld in 1992

Verscheidene landen hebben in 1992 een verrassende wending laten zien in hun economische groeipatroon. Terwijl in het begin van het jaar de Angelsaksische landen zich in een recessie bevonden, ontwikkelden continentaal Europa en Japan zich op dat moment nog positief. Halverwege het jaar liet de conjunctuur in de wereld met uitzondering van het VK evenwel een opvallende omslag zien. Het herstel in de VS won langzaam aan kracht. Gelijktijdig verslechterde het perspectief voor continentaal Europa en Japan. De conjuncturele verschillen werden nog sterker met het voortschrijden van het jaar. Terwijl de VS met Clinton als nieuwe president definitief

koers zetten naar een sterkere economische groei en het VK het ergste achter de rug lijkt te hebben, zijn de Duitse en Japanse economie in een recessie beland en duiden ook elders in Europa de economische indicatoren op recessieve tendensen.

Prognoses voor 1993

In 1993 zal de groei van de wereld-economie met 1,75% op ongeveer hetzelfde niveau als in het voorgaande jaar liggen, maar dit is voornamelijk te danken aan de ontwikkeling in de VS, terwijl Europa en Japan juist een groeivertraging zullen laten zien. Tevens zal de inflatie met name in Europa een lichte daling laten zien. 1993 biedt voor de VS de mogelijkheid het herstelproces een bredere basis te geven, waarbij de combinatie van een groter vertrouwen bij de Amerikaanse bevolking en een laag renteniveau de bestedings- en investeringsbereidheid zal stimuleren. Tevens heeft de overheid zich met Clinton als nieuwe president gecommitteerd aan een stimuleringspakket, al is de budgettaire ruimte hiervoor beperkt.

Voor Japan belet een noodzakelijke voorraadafbouw een economisch herstel vóór de tweede helft van 1993. De waardedalingen van activa hebben de vermogensposities van zowel bedrijfsleven en banken als van particulieren verminderd, waardoor de binnenlandse vraag zal worden beperkt. Alleen de overheid zal via het stimuleringspakket en via de monetaire sector enige impulsen voor de eigen economie kunnen creëren, terwijl ook de export een positieve bijdrage zal blijven genereren.

In Europa lijkt in de tweede helft van 1993 een einde te komen aan de economische recessie. Doordat een sterke inflatoire druk niet alleen vanuit de lonen maar ook vanuit de grondstofprijzen achterwege blijft en de Amerikaanse economie zich juist in een opgaande conjunctuurfase bevindt, kan Europa zich ten opzichte van voorgaande recessies relatief snel herstellen.

Het VK kan in 1993 het langverwachte herstel bereiken, onder invloed van een stimulerend overheidsbeleid (lage rente en hogere bestedingen) en een traag vertrouwensherstel bij de Britse bevolking. Daarnaast zorgt het lage pond voor een betere concurrentiepositie, waardoor met name de export naar de VS zal worden gestimuleerd.

Voor Duitsland lijkt 1993 een uiterst moeizaam jaar te worden. Een da-

Tabel 1. Economische kerngegevens, in procenten^a

	Bbp		Inflatie	
	1992	1993	1992	1993
VS	2	2,75	3	3,5
Japan	1,5	1,75	2	2
W.Dld	1	0,5	4	3,5
VK	-1	1	4	3,5
Frankrijk	1,5	1	3,25	2,5
Nederland	1,5	1	3,25	2,5

a. Verwachting F. van Lanschot.

ling van de koopkracht drukt de consumptieve bestedingen, terwijl tevens de bedrijven zowel productie als investeringen zullen beperken. Een verdere daling van de rente biedt nog enige verlichting, maar de verslechterde concurrentiepositie drukt de export. Duidelijke verschillen met voorgaande recessies, zoals lage inflatie en lage olieprijsen en een sterk herstellende Amerikaanse economie, zorgen ervoor dat al in het tweede halfjaar sprake kan zijn van een, zij het beperkt, economisch herstel.

Voor Nederland en Frankrijk geldt een vergelijkbaar economisch beeld. Beide landen zullen in 1993 ten opzichte van Duitsland een hogere groei en een lagere inflatie laten zien, maar ten opzichte van 1992 stagneert het groeitempo als gevolg van een afzwakkende vraag, waardoor ook de werkloosheid verder oploopt. In de tweede helft van 1993 kunnen beide landen weer een positieve groei laten zien, gesteund door een sterkere vraag vanuit de VS en van de binnenlandse consumenten, die, geholpen door een lagere rente, voorzichtiger optimistischer worden, nadat eerder de gematigde loonstijging de koopkracht onder druk zette. Bedrijven zullen evenwel terughoudend blijven in hun investeringsplannen, terwijl tevens binnen Europa de export onder druk zal komen staan door de verslechterde concurrentiepositie.

Dollar naar dieptepunt

De eerste maanden van 1992 stonden de rentemarkten onder invloed van de in de laatste weken van 1991 doorgevoerde discontowijzigingen: in de VS en Japan was het disconto wederom verlaagd, terwijl het disconto in Duitsland juist opnieuw was verhoogd. Met uitzondering van Japan, waar de lange rente weinig reactie vertoonde, vond op de obligatiemarkten echter juist een aan de discontowijzigingen tegengestelde

rentebeweging plaats: de Amerikaanse lange rente steeg onder invloed van de verwachting dat de groei en daarmee de inflatie nu zouden aantrekken, terwijl de Duitse obligatierente daarentegen daalde als uitvloeisel van een tegengestelde verwachting. Als gevolg van het teruglopen de renteverskil vertoonde de dollar een sterke stijging.

Toen in het voorjaar echter duidelijk werd dat het met de verwachte economische opleving in de Verenigde Staten nog in het geheel geen vaart zou lopen, terwijl tegelijkertijd in Duitsland onrust aan het arbeidsfront en aanhoudend hoge geldgroei-cijfers de inflatievrees weer deden oplopen, keerde in beide landen de trend in de rentebeweging. Een en ander werd nog gestimuleerd door een discontoverlaging in de VS naar 3% en een discontoverhoging naar 8,75% in Duitsland, beide in juli. Welhaast overbodig te vermelden dat de dollar als resultante van deze tegengestelde rentebeweging sterk daalde en begin september zelfs een naoorlogs dieptepunt bereikte van f 1,57.

Crisis in EMS

De tweede helft van het jaar werd gedomineerd door de turbulente gebeurtenissen op de Europese valutamarkten, resulterend in de grootste crisis in het EMS sinds de oprichting daarvan in 1979. De kiem daarvoor werd gelegd op 2 juni, toen de Denen in een referendum 'nee' zeiden tegen het Verdrag van Maastricht. Hierdoor was de totstandkoming van de Europese Unie en dus de toekomstige invoering van één Europese munt niet langer zeker, een onzekerheid die nog werd vergroot toen werd besloten dat ook in Frankrijk over Maastricht een volksraadpleging zou worden gehouden.

Toen de Finnen begin september niet langer in staat bleken de eenzijdige koppeling van hun munt aan de ecu te handhaven en een negatieve uitslag van het Franse referendum steeds sterker dreigde, werden ook de spanningen binnen het EMS onhoudbaar.

In eerste instantie werd de Italiaanse lire met 7% gedevalueerd. Enkele dagen later kwam deze munt echter opnieuw onder zware druk te staan, evenals het Britse pond. Italië en het Verenigd Koninkrijk werden daardoor gedwongen hun munten zelfs geheel uit het EMS te halen, terwijl daarnaast de Spaanse peseta met 5% werd gedevalueerd. Desalniettemin bleven de valutamarkten zeer onrus-

tig. In november moest ook Zweden in navolging van Finland de koppeling van zijn munt aan de ecu opgeven. Opnieuw sloeg de spanning over naar het EMS, met als gevolg dat de Portugese escudo en (wederom) de Spaanse peseta met 6% devaleerden.

Slechts een zeer selecte groep van landen kwam uit de EMS-crisis tevoorschijn als de echte harde kern van het stelsel: Duitsland (uiteraard), Nederland en België/Luxemburg. Deze landen waren in staat hun officiële discontotarieven te verlagen met 0,5%-punt (Duitsland) en respectievelijk 0,75%-punt (Nederland en België/Luxemburg). De landen fungeerden als vluchthaven voor het kapitaal, met als gevolg dat de obligatierente er sterk daalde. De sterke rentedaling in genoemde landen stond tegenover een weer oplopende rente in de Verenigde Staten in verband met de grotere kans op een stimuleringsbeleid voor de economie als gevolg van de (verwachte) overwinning van de Democraat Clinton bij de presidentsverkiezingen. Als gevolg hiervan zal de dollar een verdere stijging vertonen.



SINDS 1737

Rentedaling Europa verwacht

Voor het komend jaar verwachten wij een verdere verkleining van het renteverskil tussen de Verenigde Staten en continentaal Europa. Nu het conjunctuurherstel in de Verenigde Staten zich lijkt voort te zetten zal de Federal Reserve een verdere verruiming van het monetaire beleid achterwege laten. Daarnaast zal het naar verwachting sterker op stimulering gerichte beleid van de nieuwe president Clinton leiden tot een wat hogere groei en een minder sterke daling van het Amerikaanse begrotingstekort. Deze factoren werken in de richting van een wat hogere rente, al zal de stijging met een inflatie die onder controle is, beperkt zijn.

In continentaal Europa zal de zwakke conjunctuur in Duitsland in 1993 een geleidelijke verlaging van de officiële tarieven door de Bundesbank mogelijk maken. De Bundesbank zal daarbij echter voorzichtig te werk gaan omdat de voor volgend jaar verwachte inflatedaling mede als gevolg van de verhoging van het BTW-tarief met 1% per 1 januari slechts beperkt zal zijn. Bovendien zal de Bundesbank druk op de overheid willen blijven uitoefenen om ernst te maken met de terugdringing van het begrotingstekort. De geleidelijke monetaire verruiming in Duitsland biedt ook voor de andere EMS-landen zicht op een lagere rente, waarbij zeker ook ons land in staat moet worden geacht de Duitse rentedaling volledig te volgen.

Nu het Britse pond niet langer deel uitmaakt van het EMS en voorlopig ook niet zal terugkeren, zal een meer van de Bundesbank onafhankelijk beleid gericht op rentedaling kunnen worden gevoerd. Gezien de opwaartse druk op de inflatie als gevolg van de waardedaling van het pond en mede gezien het feit dat de afgelopen paar maanden al een forse rentedaling is doorgevoerd, zien wij echter voor het Verenigd Koninkrijk voor 1993 geen sterke daling van de kapitaalmarktrente meer.

EMS blijft kwetsbaar

Als resultante van de licht stijgende rentestanden in de Verenigde Staten en de rentedaling in Europa zal de dollarkoers in 1993 naar verwachting kunnen stijgen. De yen zal deze stijging in wat lichtere mate navolgen. Binnen Europa kunnen van tijd tot tijd nieuwe wisselkoersspanningen optreden, die tot nieuwe EMS-koerserschikkingen kunnen leiden. Wij verwachten niet dat een zodanige rust op de Europese valutamarkten zal wederkeren dat het proces van renteconvergentie tussen de verschillende landen, zoals dat zich tot aan het Deense 'nee' voordeed, zal worden hervat. Steeds waarschijnlijker wordt een Europa van twee – of zelfs meer – snelheden, waarin slechts een beperkte groep van landen in staat zal zijn over een aantal jaren al over te gaan tot vast aan elkaar gekoppelde wisselkoersen.

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