

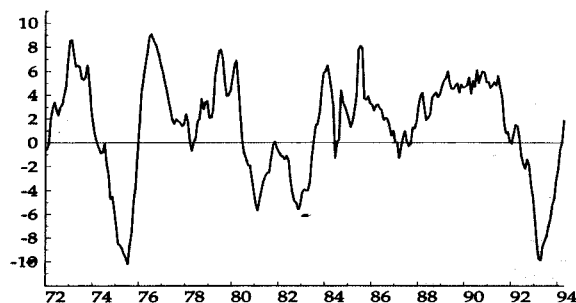
Financiële markten

Duitsland na de euforie

Het groei-optimisme triomfeert in Duitsland. Vorige week werd bekend dat industriële produktie in april met 2,5% is gestegen. Dit was de derde stijging op rij, met als gevolg dat de produktie op dit moment 4,1% hoger ligt dan een jaar geleden. Samen met de eerder deze maand bekend geworden stijging van de industriële orders is daarmee voor veel economen het overtuigende bewijs geleverd dat Duitsland, eerder dan verwacht, de diepste en langste recessie sinds de tweede wereldoorlog achter zich heeft gelaten.

Reden voor vreugde onder de Duitse politici die in het verkiezingsjaar wel een beetje economische groei kunnen gebruiken. Maar ook reden tot zorg: de vrees voor een uit de hogere groei voortkomende inflatie leidde de afgelopen maanden tot een forse correctie op de Europese obligatiemarkten. Op de aandelenmarkten bleef de schade beperkt. Bijna nergens gingen de koersdalingen de 10% te boven, hetgeen weinig is bij een rentestijging van 1,5 tot 2 procentpunt. Kennelijk klampen beleggers zich vast aan het idee dat de hogere groei zich weldra in hogere winsten zal vertalen.

Figuur 1. Duitse industriële produktie, mutaties per jaar in procenten



Bron: Datastream.

Toch is er iets mis met het hernieuwde Duitsland-optimisme. In de eerste plaats staat het haaks op de extreem laag gespannen verwachtingen van een paar maanden geleden. En bovendien gaat iedereen er van uit dat het herstel krachtig zal doorzetten.

Er is niets mis met de groei, wel met het optimisme

De gunstige cijfers over de eerste maanden van 1994 waren ten dele te danken aan een gunstige speling van het lot: het zachte weer (hierdoor lag de bouwproduktie hoger dan normaal), de vroege Pasen (de paasverkoop vielen in het eerste kwartaal en niet, zoals meestal in het tweede), de overstromingen (altijd goed voor een iets hogere economische groei als de herstelwerkzaamheden beginnen) en een tijdelijke opleving van de autoverkoop. De Duitse detailhandelsorganisatie HDE waarschuwde al dat de cijfers voor april, nog niet beschikbaar, diep 'in het rood' zullen zitten. Volgens de Duitse warenhuizen zouden de verkopen in april met ongeveer 12% zijn gedaald.

Voor een deel ook profiteerde Duitsland van een buitengewoon hoge groei elders in de wereld. De extreem snelle toename van de investeringen in de Verenigde Staten, en de economische hausse in China en Zuidoost-Azië, hielden in 1993 de daling van de exporten beperkt, en waren in het eerste kwartaal van 1994 verantwoordelijk voor de opvallende stijging van de exportorders.

Een ander bezwaar tegen het huidige Duitsland-optimisme is ernstiger. Het gevoel valt te bespeuren dat met de paar mooie cijfers en een enkele opwaartse bijstelling van de groeiraming, de problemen die Duitsland de afgelopen jaren hebben geteisterd verleden tijd zijn geworden. Minister van Financiën Waigel speculeerde in de Bondsdag zelfs al over een tweede Wirtschaftswunder. Dat komt bondskanselier Kohl zo vlak voor de verkiezingen

De rubriek 'Financiële markten' verschijnt elke twee weken in ESB, en wordt verzorgd door medewerkers van de afdeling macro-economie van het Institute for Research and Investment Services, een samenwerkingsverband van Rabobank en Robeco Groep.

natuurlijk goed uit, maar de vraag is of Waigel gelijk heeft.

De Duitse economie kent nog steeds een aantal grote onevenwichtigheden die in alle vreugde om het zich onverwacht snel aankondigende herstel ten onrechte wat naar de achtergrond zijn verschoven: het aanhoudend hoge overheidstekort waarvoor nieuwe groei-ondermijnende bezuinigingen en belastingverhogingen nodig blijven, de overgewaardeerde Duitse mark, nodig om de inflatie de kop in te drukken, en het feit dat de Oostduitse economie, ondanks de eerste voorzichtige tekenen van leven, voorlopig eerder een last zal zijn dan een bron van kracht. Nog steeds steunt de ontwikkeling van Oost-Duitsland op massale overdrachten vanuit het Westen. In 1993 was dat ongeveer 138 miljard mark, op een Oostduits bbp van 213 miljard mark.

Toch zal het herstel van de grond komen. Daarvoor vertonen de cijfers over een te breed front verbetering, daarvoor zijn de omslagen te duidelijk, en daarvoor is het teveel ingebed in een algeheel Europees herstel. Een hernieuwde terugval in recessie, een 'double dip', lijkt vanaf dit punt dan ook uitgesloten. Naar verwachting zal het bruto binnenlands produkt in het eerste kwartaal een half procent hoger liggen dan in het laatste kwartaal van 1993. En alleen al om die reden zal de economische groei in 1994 hoger uitkomen dan men een paar maanden geleden nog dacht.

Spaarquote als panacee voor een haperend herstel?

De vraag is echter hoe het herstel zich zal ontwikkelen. In alle opwindende over de jongste cijfers zijn de verschillende effectenhuizen en onderzoeksbureaus ook voor 1995 erg optimistisch. Elke van de 29 door 'consensus economics' ondervraagde voorspellers verwacht een acceleratie die typisch is voor een 'tweede hersteljaar'. Gemiddeld liggen de

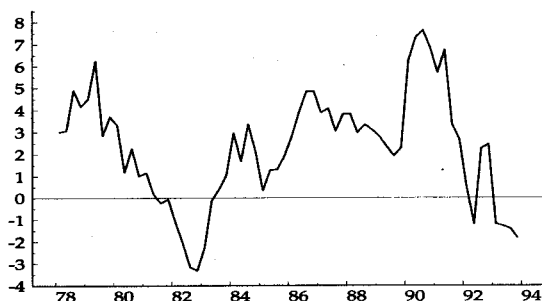
groeiverwachtingen voor 1995 een vol procent hoger dan die voor 1994. De vraag is of dat het geval zal zijn.

Vertoonde bij eerdere recessies zowel in het eerste hersteljaar als het tweede hersteljaar de binnenlandse consumptie een stijging, deze keer zal dat noch in 1994 noch in 1995 het geval zijn. In tegenstelling tot de vorige recessie zal het reëel beschikbare inkomen tot in 1995 blijven dalen, deels als gevolg van een stagnatie van de reële loonstijging, deels ook door een verhoging van een onroerend-goedbelasting en de herinvoering van de solidariteitsheffing die neerkomt op een verhoging van de inkomstenbelasting met 7,5%.

Volgens de Bank Credit Analyst zouden de bezuinigingsmaatregelen dit jaar een half procent van het bbp afhalen en in het tweede-herstel-postverkiezingsjaar 1995 zelfs 1,5 tot 2%.

De optimisten, zoals het IFO-instituut in München, geloven dat de consumptie een daling van het reëel beschikbare inkomen dit jaar zal opvangen door minder te sparen. De spaarquote als panacee voor een haperend herstel? Dat heeft bij eerdere recessies wel gewerkt. Of dat nu het geval zal zijn is de vraag, alleen al vanwege de buitengewone omvang en duur van de daling van het reëel beschikbare inkomen: dit jaar naar schatting 1,5 à 2%, volgend jaar om en nabij de 0% (afhankelijk van de ontwikkeling van de lonen). Zelfs als de spaarquote dit jaar zou dalen tot onder de 12%, een niveau dat sinds de jaren zestig niet meer bereikt is, zou er dit jaar nog steeds sprake zijn van een dalende consumptie.

Figuur 2. Reëel beschikbaar inkomen in Duitsland, mutaties per jaar in procenten



Bron: Datastream

Asynchroon verloop van de wereldeconomie

Dit betekent dat het herstel in Duitsland hoofdzakelijk door de exporten zal moeten worden gedreven. Maar het verloop van de export is met onzekerheden omgeven.

Groot verschil met eerder herstelperiodes is het asynchrone verloop van de economische groei in de wereld. Waar in 1984 de Amerikaanse economie met ruim 6% groeide (de Reaganeconomics), bereikte de Amerikaanse economie deze keer haar top op het moment dat Duitsland ternauwernood aan het herstel heeft geroken.

Extra handicap vormt de verslechtering van de Duitse concurrentiekracht sinds de hereniging. De relatieve arbeidskosten per eenheid produkt zijn volgens berekening van de OESO met 13% gestegen sinds 1991. Alleen in Japan was het verlies aan concurrentiekracht nog groter. De exportgroei bleef in deze periode ruim 12% achter bij de totale groei van de wereldmarkt. Dat maakt de Duitse exportindustrie extra gevoelig voor de grillen van de wereldeconomie.

Minder exporten naar de Verenigde Staten en meer naar het zich herstellende West- en Oost-Europa, dat is ongeveer het beeld voor het komend jaar. De exportgroei zal toenemen van 4% dit jaar naar amper 5% in 1995. Beduidend minder dan de 7 à 8% exportgroei die na de vorige recessie in het tweede hersteljaar 1984 optrad.

Conclusie, de stemming en de feiten

Bundesbankdirecteur Tietmeyer verklaarde onlangs dat de Duitse economie zwakker is dan men op dit moment gelooft: "At the moment, it seems the mood in the economy is better than the facts themselves". Wij delen de mening van Tietmeyer. De vooruitzichten voor de Duitse economie zijn nog erg onzeker.

1994 is het jaar van herstel en de

Tabel 1. Groei van het bruto binnenlands produkt in enkele herstelperiodes

Jaar	Groei bbp, %
1975 -	-1,2
1976	5,3
1977	2,8
1982	0,9
1983	1,8
1984	2,8
1993	-1,9
1994a	1,2
1995a	1,4

a. Verwachting.

Bron: IRIS

beurs heeft daar al ruimschoots op geanticipeerd. Naar nu blijkt terecht. Waar het de beurs in de tweede helft van 1994 om zal gaan zijn de verwachtingen voor 1995. Zoals de zaken er nu voor staan zet het economisch herstel door, maar zal van een versnelling van de groei nauwelijks sprake zijn. Dit jaar zal het Westduitse bbp met 1,2% groeien, volgend jaar met 1,4%. Dat is laag in vergelijking met de omringende landen en bovenal weinig voor een tweede hersteljaar.

Brigitte Slot