

Zwakke groei in 1992

Voor de Verenigde Staten wordt voorlopig een slechts matige groei voorzien. Hier en daar bestaat zelfs weer angst voor een nieuwe recessie. Van een terugkeer naar een neerwaartse trend lijkt echter geen sprake te zijn. De beteugeling van de inflatie, teruggebracht van 5,6% in januari tot onder 3%, biedt ruimte tot een voortzetting van het ruime monetaire beleid en relatief lage rente, hetgeen de financiering van bestedingen stimuleert. Een beperkende factor voor de kredietverlening vormt vooralsnog de positie van de banken, die gaandeweg echter zal verbeteren.

In het VK lijkt een aantal conjunctuurindicatoren een herstel aan te kondigen, terwijl bovendien het vertrouwen van de ondernemers een verbetering vertoont. De lagere rente geeft meer ruimte aan de consument en aan de investeringen.

Positieve factoren voor de Japanse economie blijven de groei van de consumentenbestedingen en de exporten. De inflatie is over zijn hoogtepunt, hetgeen inmiddels heeft geleid tot benedenwaartse bijstelling van het disconto. Vanuit deze invalshoek mag voor volgend jaar nog op een groei gerekend worden die echter lager is dan het hoge niveau van de afgelopen jaren.

Voor 1992 wordt voor Duitsland gemiddeld over het jaar een groei voorzien van ruim 2%. In de eerste helft van het jaar zal de conjunctuur het, gegeven het internationale beeld, nog moeilijk hebben. Wij gaan er vanuit dat de tweede jaarhelft weer een beter economisch klimaat mogelijk zal blijken. Enerzijds zullen de consumptieve bestedingen een impuls ondervinden van de voorziene loonstijgingen, hoewel deze deels de verhoogde belastingen moeten compenseren, anderzijds kan de exportpositie verbeteren.

De conjunctuur in Nederland zal een analoog verloop tonen. Wij voorzien in de eerste helft van het jaar nog een zwakke conjunctuur. Later kan, door het aantrekken van de mondiale economie het economische perspectief verbeteren, waarbij de ex-

port wederom de motor zal vormen. Het accent voor de exportmarkten verschuift van Duitsland naar de VS en het VK, terwijl ook de uitvoer naar de EVA-landen een duidelijke groei vertoont. Een belangrijke factor vormt de verwachte loon- en produktiviteitsontwikkeling ten opzichte van de buitenlandse concurrenten, waardoor de Nederlandse concurrentiepositie kan verbeteren. Van de binnenlandse investeringen mag gezien de druk op de winsten en het aarzelende vertrouwen bij ondernemers, vooralsnog niet te veel verwacht worden. Voor de consumptieve bestedingen zijn wij eveneens terughoudend. De verwachte loonontwikkeling biedt nauwelijks ruimte tot een verbetering van de koopkracht. Per saldo voorzien wij voor het gehele jaar een gemiddelde groei van 1,25%, waarbij het zwaartepunt in de tweede jaarhelft zal liggen.

De spanningen rond de inflatie zullen internationaal gezien beperkt zijn. In de landen waar de inflatie het afgelopen jaar is gedaald is dit veelal gepaard gegaan met lagere loonstijgingen. Met de matige economische groei wereldwijd lijkt er van de prijsontwikkeling van de grondstoffen evenmin een opwaartse druk op de inflatie uit te gaan. Wat de olieproductie betreft staat tegenover het weer op gang komen van de produktie in Koeweit een verdere teruggang van de Russische produktie. Per saldo worden ook hier geen majeure prijsveranderingen verwacht. Inflatiespanningen blijven echter bestaan in Duitsland en Nederland waar van de getroffen belastingmaatregelen een opwaartse druk op de inflatie uitgaat. Daarnaast vertonen in deze landen ook de loonstijgingen een opwaartse tendens, waarmee de inflatie een meer structureel karakter dreigt te krijgen.

Rente

De komende maanden zal het internationale renteklimaat gematigd positief blijven. De landen die uit een

Tabel 2. Rente-ontwikkeling (kapitaalmarkt, overbied)

	1991		13-12-91	Prognose 1992	
	Hoogste	Laagste		1-3 mnd.	6-12 mnd.
VS	8,56	7,76	7,77	7,6	8,0
Japan	6,89	5,62	5,63	5,4	5,0
Duitsland	9,05	8,23	8,26	8,4	8,3
Engeland	10,96	9,59	9,64	9,6	9,4
Nederland	9,30	8,46	8,71	8,8	8,6
Frankrijk	9,56	8,69	8,77	8,9	8,5

recessie komen tonen slechts beperkt herstel terwijl de inflatie zich gunstig ontwikkelt. In landen zoals Duitsland en Nederland, waar nog gevaren voor de inflatie bestaan, is de ruimte beperkter.

De verwachting is dat in de Verenigde Staten onder politieke druk het disconto nog verder teruggebracht zal worden. In aanloop naar de verkiezingen zal president Bush de binnenlandse economie een impuls willen geven. De inflatie-ontwikkeling biedt hiertoe de ruimte. Voor de dollar leidt voorgaande tot de verwachting dat deze de eerste tijd nog onder druk staat. In de loop van het jaar, wanneer de economie aantrekt, zal ook de dollar aan kracht winnen. In het VK is met de nog te hoge onderliggende inflatie en de positie van het pond de manoeuvreerruimte klein, maar kunnen politieke argumenten de doorslag geven. Voor het Britse pond wordt een overgang voorzien naar de 2,25% band in het EMS, hetgeen in de praktijk een devaluatie voor het pond betekent. De koppeling van de Europese valuta's aan de Duitse mark heeft wel zijn consequenties voor de rente in die landen. In Duitsland zal de Bundesbank de korte rente voorlopig op het huidige niveau handhaven. Zolang de inflatie niet onder controle is, hetgeen met de ingezette looneisen voor volgend jaar nog onzeker is, zal de Bundesbank haar beleid niet aanpassen. Daarnaast doet weer een btw-verhoging op voorzien voor 1993. Daarmee lijkt ook de lange rente voorlopig haar bodem te

hebben bereikt en mogen we pas in de loop van het volgende jaar op een verdere daling hopen, al is de kans daarop klein. Voor een substantiële stijging hoeven we echter ook niet te vrezen.

Dit betekent dat ook voor andere Europese landen als België, Nederland en Frankrijk de ruimte voor een rentedaling (en dus koersstijging) voorlopig beperkt is.

Conclusies

Op de rentemarkten is met name in de eerste helft van het jaar in een aantal landen nog enige ruimte tot rentedaling aanwezig, al is deze beperkt. In Duitsland, en daarmee in de rest van Europa, ontbreekt voorlopig iedere ruimte, gegeven de risico's van de loonontwikkeling en nieuwe prijsopdrijvende belastingen. Er is enige kans op een rentedaling, en dus koerswinst, in die landen die nu nog een hoge rente hebben, als bij voorbeeld Spanje, Italië en Portugal en in mindere mate Frankrijk en Denemarken. Voor met name de laatste twee geldt daarbij een langzamerhand verwaarloosbaar klein valutarisico (maar zelfs een kans op een beperkte koerswinst indien de valuta's geleidelijk weer naar hun spilkoers toegroeien). Het economische klimaat voor 1992 zal enerzijds in het licht staan van een wereldwijde economische ontwikkeling in het verlengde van die in 1991. Daarnaast blijven politiek gezien niet alleen de ontwikkelingen in Oost-Europa een zeer onzekere factor, maar worden tevens in de VS en het VK verkiezingen gehouden.

Per saldo zal de groei van de wereld-economie na de magere 1,25% in 1991 volgend jaar weer kunnen oplopen tot tegen de 2%. Dit niveau ligt duidelijk onder de optimistische ramingen van het IMF en de OESO.

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

Tabel 3. Valuta-ontwikkeling

	1991		18-12-1991	Prognose 1992	
	Hoogste	Laagste		1-3 mnd.	6-12 mnd.
VS	2,07	1,64	1,77	1,70	2,00
Japan	149,04	125,36	138,10	135,00	150,00
Duitsland	112,82	112,60	112,69	112,67	112,67
Engeland	3,38	3,21	3,23	3,25	3,20
Frankrijk	33,43	32,90	32,98	33,10	33,20